



THESE PROFESSIONNELLE

L'OPTIMISATION FINANCIERE ET FISCALE D'UN LBO PARTICULIER : L'OWNER BUY OUT.

Anthony Seghers

Sous la direction du Professeur Philippe Thomas

SOMMAIRE

Introduction

- 1 L'OBO, un LBO réconciliant des logiques contradictoires
 - 1.1 Des logiques particulières propres à chaque entreprise
 - 1.2 La reprise du mécanisme phare du LBO
 - 1.3 Une réponse efficace à travers l'OBO

2. L'ingénierie financière et juridique au service d'un projet global
 - 2.1 Le montage de l'OBO : une véritable architecture financière
 - 2.2 Une structure juridique particulière comme facteur d'optimisation
 - 2.3 Un moyen de consacrer logique industrielle et humaine

3. L'optimisation fiscale indispensable à l'efficacité du montage
 - 3.1 Un montage à visée patrimoniale
 - 3.2 La maximisation du levier fiscal
 - 3.3 Des possibilités supplémentaires grâce à la fiscalité internationale

Conclusion

Annexes

Bibliographie

Remerciements

A l'issue de ce travail, des recherches qui y ont été nécessaires et de l'enrichissement intellectuel qu'il m'aura, je l'espère, apporté, je tiens à remercier en particulier :

Monsieur Philippe Thomas,
comme professeur de finance tout au long de cette année universitaire,
et plus particulièrement comme directeur de thèse, pour m'avoir guidé et orienté dans ce travail

Monsieur Jean-Pierre Bertrel,
pour nous avoir fait découvrir ce montage particulier qu'est l'OBO

Maitre Olivier Paulhan,
pour m'avoir reçu et conseillé dans la préparation et l'orientation juridique de mes recherches

Madame Sylvie Hébert,
en tant que directrice de ce Mastère pour l'ESCP

Monsieur François Lenglard,
en tant que directeur de ce Mastère pour HEC

Introduction

Après l'euphorie boursière des années 1990, se terminant avec l'explosion de ce que l'on a appelé la bulle Internet, ces dernières années semblent avoir été non celles de l'émergence mais du triomphe des LBO. Ces Leverage Buy Out, peu connus il y a 10 ans, semblent constituer l'un des mécanismes phares de la finance actuelle. Ils offrent ainsi des horizons nouveaux à une large part des entreprises, jusqu'ici étrangère aux problématiques d'ingénierie financière.

Pour autant, la crise de liquidité portant sur les financements de LBO et sur les *subprimes* américaines¹ rendra probablement le montage des futures opérations à effet de levier plus difficile. L'âge d'or des LBO, annoncé par Henry Kravis², un des fondateurs du fonds d'investissements précurseur KKR, est peut-être révolu. Quoiqu'il en soit, le principe de ce type de montage ne semble pas nécessairement remis en question³, à moins que ne survienne une véritable crise systémique.

En effet, « historiquement, ne pouvaient être cédées que les sociétés cotées en Bourse et celles qui présentaient un intérêt pour d'autres acteurs industriels, soit une infime minorité de sociétés. Pour les autres, il n'y avait pas de marché. Le capital-investissement a ouvert un troisième marché qui permet aux entrepreneurs de vendre leurs sociétés, y compris les microsociétés », comme le souligne Maurice Tchenio⁴, fondateur d'Apax Partners, l'un des principaux fonds d'investissements européens.

A ce titre, les LBO ont ouvert des perspectives nouvelles pour de très nombreuses entreprises, françaises en particulier, pour lesquelles cession efficace et valorisation substantielle étaient jusque là improbables. D'où une véritable explosion des montages à effet de levier portant parfois sur de très petits montants et conduisant à véritablement redessiner le panorama des entreprises françaises.

Or, si l'on examine de manière plus attentive le maillage des entreprises françaises, on réalise qu'il est avant tout caractérisé par le poids élevé des structures de taille modeste, voire moyenne. Mises à part les très petites entreprises, les PME/PMI constituent un pan fondamental du

¹ Sophie Rolland - La résistance du marché de la dette privée mise à rude épreuve – La Tribune - 22 juin 2007

² Eric Leser - La crise des marchés du crédit compromet le financement des fonds – Le Monde – 31 juillet 2007

³ Les marchés peinent à évaluer l'ampleur de la crise du crédit aux Etats-Unis – Les Echos – 6 août 2007

⁴ Maurice Tchénio - " Le capital-investissement, un accélérateur de croissance " – La Tribune – 11 juin 2007

capitalisme français (on se réfère aux critères européens de définition des catégories d'entreprises, tels qu'établis par la nouvelle recommandation 2003/361/CE concernant la définition des PME⁵). Ces PME/PMI représentent 99,5 % des entreprises françaises, 63 % de l'emploi (hors administration) et 53% de la valeur ajoutée produite⁶. Mais ce sont elles aussi qui se trouvent souvent à la croisée des chemins, entre implantation locale et expansion internationale, structure familiale et perspectives financières véritables.

Un récent rapport du Conseil d'analyse économique⁷ expliquait « qu'il manque à la France l'équivalent de 10.000 entreprises de 300 salariés. », les PME françaises peinant à devenir des acteurs sérieux de leur secteur. Constat confirmé par les travaux d'Anne Dumas⁸, au sein de l'Institut Montaigne, qui explique que les entreprises françaises ont des difficultés à atteindre le seuil critique en terme de solidité financière, de présence internationale et de R&D.

L'un des aspects propres aux PME françaises est leur origine souvent familiale. Mais ce qui les distingue réside plus encore dans le fait qu'un homme ou une famille en ait accompagné la création, le développement et la maturité, faisant souvent de celle-ci le premier enfant de l'entrepreneur, celui dont il aura suivi chaque tressaillement.

Ainsi, l'économiste américain Schumpeter considérait-il que l'entrepreneur était la pierre d'angle des économies capitalistes, faisant de celui-ci le vecteur de l'initiative, de l'innovation et donc, *in fine* de la création de valeur⁹.

Néanmoins, l'entreprise familiale étant en général l'œuvre d'une existence, il convient d'en assurer la pérennité au soir de la vie de celui qui l'a créée, afin que le trépas de l'un ne s'accompagne pas de la mort de l'autre.

⁵ Au regard de cette directive :

- Une moyenne entreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 250 personnes et dont le chiffre d'affaires n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros.
- Une petite entreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 50 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 10 millions d'euros.
- Une microentreprise est définie comme une entreprise dont l'effectif est inférieur à 10 personnes et dont le chiffre d'affaires ou le total du bilan annuel n'excède pas 2 millions d'euros.

Cette recommandation a remplacé la recommandation 96/280/CE depuis le 1er janvier 2005

⁶ Source DGI – INSEE : Base de données fiscales

⁷ Jean-Paul Betbèze et Christian Saint-Étienne - " Une stratégie pour la France " – rapport du CEA - 2005

⁸ Anne Dumas - Pourquoi nos PME ne grandissent pas – Institut Montaigne

⁹ Joseph Schumpeter - *Théorie de l'évolution économique*, 1911

Joseph Schumpeter - *Les cycles des affaires*, 1939

On constate actuellement que les successions familiales semblent beaucoup moins naturelles qu'auparavant. En effet, la complexité croissante de la gestion d'une PME, tout comme les besoins financiers auxquels une famille seule ne peut faire face, entraînent une incapacité à trouver un héritier au sein de celle-ci dans près de deux tiers des cas.

Par ailleurs, on connaît le poids élevé des générations du baby boom, qui seront appelées à prendre leur retraite dans les années à venir. Les patrons de PME issus de ces générations étant nombreux, on imagine bien l'ampleur du phénomène à venir en terme de succession à la tête de ces entreprises.

A titre d'exemple, les trois quarts des entreprises françaises de taille moyenne sont dirigés par un membre de la famille qui en est actionnaire majoritaire. Dans de nombreux cas, le dirigeant en question en est lui-même l'actionnaire majoritaire, si ce n'est unique. La majorité de ces entreprises n'a pas formalisé juridiquement les relations entre actionnaires, par un pacte d'actionnaires par exemple. Aussi la succession aux fonctions de direction comme la transmission du capital sont-elles des enjeux majeurs dans ce cas. Si l'on reprend les chiffres d'une étude réalisées en 2006 par PriceWaterhouseCoopers, il apparaît que seules 23 % des PME n'envisagent pas de modification de la structure de leur capital, alors que 58 % (contre 56% l'année précédente) d'entre elles l'envisagent dans les cinq années à venir. Ces chiffres montrent bien l'ampleur du phénomène en question.

Si l'on considère que leur entreprise est souvent l'œuvre majeure de leur vie, il semble évident qu'aux yeux de dirigeants de PME, la transmission de celle-ci aura une importance considérable, les aspects financiers ne pouvant se suffire à eux-mêmes. C'est pourquoi, bien souvent, cette échéance est repoussée, le dirigeant préférant rester aux commandes plutôt que de devoir affronter les incertitudes liées à une cession. En effet, dans d'assez nombreux cas, on constate une sorte de refus de « passer la main », que ce soit à un membre de la famille ou plus encore à un investisseur extérieur, financier ou industriel.

Le dirigeant actionnaire, à l'image de n'importe quel autre créateur ou responsable est confronté à une problématique centrale : son aptitude à susciter et à former un successeur. A ce titre, 46 % des dirigeants actuellement en place n'ont pas consulté la génération suivante, 50% n'ayant pas

prévu de plan de continuité¹⁰. Or ici, en plus de la capacité à faire émerger la bonne personne se pose le problème du capital. En effet, trouver celui (ou l'équipe) qui pourra lui succéder, le former, l'introduire afin qu'il puisse, le moment venu tenir les commandes ne suffit pas. Encore faut-il que celui-ci, voire ceux-ci disposent des moyens suffisants pour racheter ses titres à l'entrepreneur. Nous savons que c'est rarement le cas.

Si aucune succession n'est organisée, le dirigeant se condamne d'une certaine manière à devoir assumer la direction de son entreprise jusqu'au bout. Ceci est alors en contradiction flagrante avec le souhait exprimé par nombre d'entre eux de pouvoir profiter de leur retraite après de nombreuses années de travail. Une lourde incertitude pèse alors tant sur l'avenir du dirigeant que sur celui de l'entreprise.

L'entrepreneur est donc dans ce cas confronté à une sorte de dilemme : rester au commande ou prendre sa retraite, vendre son entreprise aujourd'hui ou miser sur sa croissance future. On pourrait aussi résumer ce dilemme en opposant logique industrielle et logique patrimoniale ou logique professionnelle et logique familiale.

Simultanément, on constate depuis plus de 10 ans un très fort développement en France du capital investissement à travers les montages de Leverage Buy Out (LBO). Ce type de montage est aujourd'hui connu et très largement appliqué dans les différentes économies occidentales et dans la nôtre en particulier. L'emprise du capital investissement n'a en effet cessé de croître depuis plusieurs années, le poids des entreprises dans lesquelles ces fonds détiennent des participations étant égal à celui des entreprises du CAC 40. Ainsi, ce sont plus de 12% du PIB français qui se trouvent ainsi réalisés par des entreprises dans le capital desquelles est entré un fonds d'investissement¹¹. Celles-ci ont en grande majorité fait l'objet d'un montage de LBO, mécanisme phare du capital investissement permettant l'acquisition d'entreprises grâce à une mise de départ relativement limitée.

¹⁰ PWC – Enquête sur les entreprises familiales françaises 2006.

¹¹ AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) – Rapport 2006

Les entreprises en question enregistraient en 2005 une croissance 6,9%¹², à mettre en comparaison avec les quelques 1,7% de l'économie française¹³. Ainsi, ce secteur constitue bien l'un des pans majeurs du développement économique actuel, tant au regard de son poids que du dynamisme des participations qui sont les siennes.

Si l'on retient la perspective qui était la nôtre au départ, à savoir la problématique de la transmission de PME, on doit avant tout examiner la réalité du capital investissement. En effet, on retient souvent les prises de participations records réalisées aux Etats-Unis ou en Europe, par KKR en particulier et les LBO de plusieurs milliards voire dizaines de milliards¹⁴. Certes ceux-ci jouent un rôle important et sont représentatifs du haut niveau de technicité financière et juridique mis en œuvre dans ce type d'opérations¹⁵. Néanmoins, cela ne doit en aucun cas occulter la réalité de ce secteur. En Europe, 8 500 prises de participations ont été effectuées par des fonds d'investissements en 2006¹⁶.

En effet, 82,7% des participations des fonds d'investissements sont des PME, parmi lesquelles une large majorité (54,9% de l'ensemble) compte moins de 100 salariés. Par comparaison, seul 1,3% des entreprises détenues par des fonds en compte plus de 5 000.

De même, près de 50% des entreprises en portefeuille réalisent un chiffre d'affaire de moins de 10 millions d'euros, 79% un chiffre d'affaires de moins de 50 millions d'euros, ce qui illustre la forte présence du capital investissement au sein du maillage des PME françaises, et ce dans tous les domaines d'activité. De même, ces entreprises représentent plus de 1,6 million de salariés, et leurs effectifs ont connu une croissance de plus de 4% ces dernières années, alors que les effectifs des entreprises du CAC 40 avaient tendance à diminuer. Si aujourd'hui, partout en Europe, les entreprises se tournent vers le capital-investissement pour financer leur croissance c'est qu'elles se trouvent face à un vide que personne ne comble, excepté le private equity, selon Dominique Sénéquier, président de Axa Private Equity. Maintes études ont démontré que les sociétés dans lesquelles les fonds investissent sont présents font preuve d'une croissance supérieure à la moyenne.

¹² AFIC – Rapport 2006

¹³ INSEE – Chiffres clés 2006

¹⁴ KKR : le pionnier des LBO - Le Figaro - 17 février 2007

¹⁵ François Vidal - Le marché des très gros LBO connaît un essor sans précédent – Les Echos – 9 janvier 2007

¹⁶ Dominique Sénéquier - Le capital-investissement sert l'Europe industrielle – La Tribune – 15 mai 2007

Ceci montre le dynamisme de ces entreprises, phénomène relativement logique quant on connaît le niveau d'exigence des business plan des montages de LBO.

Par ailleurs, on peut estimer que la maîtrise croissante de ce type de mécanisme par les acteurs économiques français, la baisse des taux d'intérêts enregistrée ces dernières années (en dépit d'une actuelle remontée de ceux-ci) et un assouplissement général des législations fiscales seront de nature à favoriser ce type de montages. De même, le recentrage de grands groupes sur leur cœur de métier les oblige à céder des filiales aux activités trop périphériques. Par ailleurs, le papy boom actuel entraînera la transmission de plus de 450 000 entreprises en l'espace de 10 ans. Pour Yvon Gattaz, ancien président du CNPF, c'est un véritable défi démographique que la France est appelée à relever¹⁷.

Le capital investissement est donc bien, à travers les fonds qui en sont les acteurs, l'un des vecteurs centraux de la restructuration de l'actionariat actuel et futur des PME. Pourtant, si l'on interroge les dirigeants d'entreprises qui songent à une transmission de celle-ci, bien peu nombreux sont ceux à envisager une cession à des investisseurs financiers. En effet, 71% d'entre eux expriment, *ex ante*, une préférence pour un repreneur de type industriel, la pérennité de l'entreprise, la sauvegarde de l'emploi ou l'identification plus facile des repreneurs étant en général citées comme les raisons de cet à priori¹⁸.

Pour autant, on sait bien que la réalité des transmissions de PME est tout autre, très nombreux étant ceux qui ont recours à des fonds via des montages de LBO.

En effet, le capital investissement, en dépit d'une vague réticence initiale de certains actionnaires de PME a pris des participations dans plus de 1400 entreprises en 2006. Ce chiffre peut paraître faible en comparaison du nombre d'entreprises dont la cession est envisagée, mais il faut le remettre en perspective avec au nombre d'entreprises profitables et de taille suffisante pour faire l'objet d'une opération de LBO. Ce sont 10,2 milliards d'euros qui ont été investis en 2006,

¹⁷ Entreprises familiales, on vous aime – Les Echos - 4 novembre 2005

¹⁸ PriceWaterhouseCoopers – Enquête sur les entreprises familiales françaises 2006

consacrant ainsi un nouveau record. La croissance de ce secteur de l'ordre de 26% ces dix dernières années montre bien la vitalité de ces investissements¹⁹.

Une autre particularité de l'économie française, à côté du poids important de ses PME, est la place qu'elle détient concernant le capital investissement. Troisième acteur mondial, elle se situe en seconde position en Europe derrière la Grande-Bretagne et en première position en Europe continentale. Ceci fait donc de ce secteur l'un des pourvoyeurs de capitaux importants des entreprises françaises, surtout pour celles n'ayant pas accès aux marchés boursiers mais dont les actionnaires historiques ne peuvent nécessairement faire face à leur développement, international notamment. Cela peut ainsi permettre d'éviter l'écueil de la sous-capitalisation, problème souvent rencontré par les entreprises familiales.

L'importance de ce secteur est donc à ne pas négliger dès lors que l'on s'intéresse aux problématiques de transmission d'entreprise, et de PME en particulier. En effet, en 2006, les montants investis dans des transactions de moins de 100 millions d'euros ont été supérieurs à ceux investis dans les LBO de taille importante²⁰.

Si l'on revient aux logiques souvent opposées l'une à l'autre par les dirigeants de PME, pérennité et réalisation, logique patrimoniale et logique industrielle, professionnelle et familiale, on mesure combien la problématique de la transmission peut être assimilée à un dilemme, voire à un déchirement. On réalise ensuite à quel point ce choix, s'il n'est pas fait en temps voulu peut être préjudiciable tant au dirigeant actionnaire qu'à l'entreprise elle-même. En effet, le risque pour le dirigeant est, bien évidemment, que son entreprise périclite, entraînant avec elle l'essentiel de son patrimoine et sa situation professionnelle. Pour l'entreprise, un dirigeant âgé, peu dynamique et manquant de fonds propres pour l'expansion de son activité constitue une menace tout aussi importante.

Néanmoins, si les logiques nommées sont bien antinomiques et peuvent être de nature à rendre toute transmission impossible, l'ingénierie financière et juridique permettent de sortir, si l'on peut dire, de la quadrature du cercle. Ainsi, un montage particulier, l'Owner Buy Out, sorte de LBO

¹⁹ AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) – Rapport 2006

²⁰ Dominique Sénéquier - Le capital-investissement sert l'Europe industrielle – La Tribune – 15 mai 2007

que l'on pratiquerait soi-même sur son entreprise permettrait de réconcilier ces perspectives contradictoires.

Pur produit de l'évolution récente de l'ingénierie financière et juridique, il s'est traduit par de nombreux cas ces dernières années, auxquels finit par être attribué l'un des nombreux acronymes que produit la finance, comme tout autre secteur²¹.

L'Owner Buy Out présente l'atout majeur d'être véritablement au service d'une triple logique.

- Financière et patrimoniale tout d'abord, en permettant au dirigeant de liquéfier et de sécuriser une partie de son patrimoine, en lui assurant ainsi retraite, maintien de son train de vie et sécurité en cas de difficulté de sa PME
- Industrielle ensuite, en restructurant le capital de la cible, et en l'axant sur son développement futur, via des perspectives claires et des objectifs nets.
- Humaine, en permettant au dirigeant de rester aux commandes tout en associant progressivement une nouvelle génération de cadres, évitant ainsi les dangers d'une rupture brutale et les risques d'immobilisme au sommet.

En effet, ce montage bien particulier permet de réconcilier ces logiques en les rendant complémentaires, ce qui évite de contraindre le dirigeant à un choix qu'il se refusera souvent à faire. Ainsi, ce choix prend toute sa pertinence au-delà de ses seuls aspects financiers, juridiques ou fiscaux, certes fondamentaux, mais bien en intégrant les diverses dimensions que sont les réalités humaines, familiales ou professionnelles qui sont partie intégrante d'une transmission. Y voir même une indéniable part psychologique ne me semblerait pas excessif en soi. Le cas des PME est à ce titre emblématique, l'optimisation du montage n'intervenant que dans un second temps, lorsque le principe d'une transmission selon ces modalités est acquis. Et il semble bien que ce soit l'équilibre propre à l'OBO qui en justifie l'existence²².

On peut, à l'inverse, prendre le problème dans l'autre sens, en partant d'un constat initial similaire, à savoir l'importance des PME au sein de l'économie française, la forte proportion

²¹ Jacqueline Percebois - Fonction et vie des sigles et acronymes en contexte de langues française et anglaise de spécialité – Université Montpellier 1 – 2001

²² Julien Tarby – Est-on jamais mieux racheté que par soi-même? - Le Nouvel Economiste, 3 mai 2007

d'entreprises familiales parmi celles-ci et la question de la succession de leurs dirigeants lorsque leur génération arrive à l'âge de la retraite.

Si l'on fait le choix de préserver le modèle familial et la direction par le dirigeant actuel, on risque de ne pouvoir réaliser son patrimoine. Cette forme d'attentisme ne permettra en aucun cas au dirigeant de se constituer un patrimoine indépendant de son entreprise. On sait par ailleurs que la fiscalité sur les dividendes incite certains entrepreneurs à limiter ces distributions, faisant de leur société de véritables stocks de trésorerie non utilisée et menacée en cas de difficulté de l'entreprise (alors que beaucoup d'autres PME en manquent cruellement). En 2004, 79% des dirigeants de PME déclaraient disposer d'une « trésorerie normale ou aisée »²³. Cela ne permettra pas plus au dirigeant de préparer sa succession dans le cas où l'âge de la retraite approcherait pour lui. Faire entrer de nouveaux investisseurs minoritaires peut être une solution, mais elle reste limitée en terme de capitaux et difficile à mettre en place si l'on ne propose pas de sortie précise et de plus-value réelle. Par ailleurs, il faut dans ce cas effectuer un arbitrage clair entre cession des titres du dirigeant et augmentation de capital, logique patrimoniale et industrielle étant à nouveau opposées.

Si au contraire, on préfère retenir l'option de la sortie pure et simple via la cession à un fonds ou à un repreneur industriel, on risque de se heurter au refus du dirigeant d'abandonner à la fois son activité professionnelle et ce qu'il considère comme l'œuvre de sa vie. L'idée selon laquelle il n'est de personne plus indiquée pour diriger de manière quasi perpétuelle l'entreprise que celui qui l'a créée et l'a développée étant très répandue, on privilégiera une logique professionnelle et humaine sur une logique patrimoniale et industrielle. Par ailleurs, il ne faut jamais négliger que le moment opportun pour l'entreprise ne sera pas nécessairement celui que son dirigeant jugera idéal en ce qui le concerne personnellement. Ainsi si le dirigeant historique préfère conserver les rênes de son entreprise dix ans de plus, il se peut fort bien qu'au bout de ce laps de temps il soit trop tard pour toute opération d'ingénierie financière (soit du fait de paramètres internes à l'entreprise, soit en raison de la situation générale de l'économie qui ne s'y prête plus).

²³ Une trésorerie normale et des investissements au ralenti – La Tribune – 21 janvier 2004

Il semble donc bien que dès lors qu'une des options, pérennité de l'actionnariat ou cession (LBO ou reprise classique) s'oppose, de par sa logique intrinsèque aux autres objectifs que peut légitimement viser l'actionnaire dirigeant, on aura une solution sous-optimale à ses yeux. Partant de là, on risque fort que l'option retenue se révèle de même néfaste pour l'entreprise et pour les différentes parties prenantes (employés, partenaires, clients...). L'option optimale est logiquement celle qui soutient le développement tout en minimisant le risque supporté par les différents agents. C'est en l'espèce un cas typique d'arbitrage entre le présent et l'avenir, auquel se mêlent de très nombreuses autres considérations plus ou moins rationnelles, et obéissant chacune à des échelles de valeur propres.

L'OBO permet bien, en réconciliant les logiques propres à chacune de ses perspectives, d'assurer le développement de l'entreprise et sa pérennité tout en réduisant le risque, aussi bien pour la PME elle-même que pour le dirigeant historique, les nouveaux actionnaires et les parties prenantes.

En effet, si l'on considère que l'étape la plus importante de la vie d'une entreprise est sa création, celle-ci passée (et réussie), l'étape majeure est donc bien sa transmission. L'exemple de l'entreprise Jallatte, dont le fondateur choisit de se donner la mort plutôt que de voir démanteler ce qu'il considérait comme l'œuvre de sa vie est ô combien instructif²⁴.

Concernant l'OBO, la première étape, ou plus exactement l'étape préliminaire réside dans la compréhension globale de l'intérêt de ce montage face à un certain nombre de problématiques légitimes rencontrées par les dirigeants de PME et par les entreprises elles-mêmes.

En effet, il est une réponse originale au problème central de la transmission d'entreprise, en particulier pour les moyennes capitalisations à actionnariat familial. On sait que la France est, malheureusement le leader international en terme de nombre de faillites, soit près de 50 000 (50.200 en 2005 en France, contre 40.000 aux Etats-Unis la même année, et 20.000 la suivante ²⁵) sur les 300 000 qui adviennent chaque année, tous pays confondus. Si ce phénomène touche, pour des raisons aussi bien financières que réglementaires ou industrielles en priorité les entreprises

²⁴ Suicide du patron de Jallatte pour protester contre la délocalisation projetée de son entreprise – La Tribune – 10 juin 2007

²⁵ Les faillites repartent à la hausse – Le Figaro - 25 mai 2007

jeunes, les risques étant considérables durant les premières années d'existence, la transmission d'entreprise est la seconde période de risque de défaut.

Ainsi, on sait empiriquement qu'une entreprise cédée dont le ou les dirigeants restent aux commandes, réduit fortement sa probabilité de dépôt de bilan dans les années suivant la transmission.

Ceci contribue à expliquer l'intérêt aussi bien théorique et intellectuel que pratique d'un tel montage.

Une fois intégrée son utilité pour répondre aux multiples objectifs de l'entrepreneur ou du dirigeant de PME familial quant à la transmission de son entreprise, se pose le problème du cadre et des mécanismes à mettre en œuvre pour optimiser ce montage.

Comme nous l'avons déjà souligné, le LBO est un produit de l'ingénierie financière, juridique et fiscale, qui se fonde sur la mise en place des trois leviers correspondants. De ce point de vue, le concept est certes pertinent, mais, spécialement dans le cas bien particulier d'un OBO, il doit faire l'objet d'une optimisation propre afin de maximiser les effets souhaités du montage.

L'optimisation sérieuse d'un montage comme celui-ci doit donc passer par un examen détaillé de toutes les alternatives à chaque stade de l'opération, afin de s'assurer que l'on préserve bien l'économie générale du projet, sans perdre de vue la logique initiale.

Le premier objectif sera donc de préserver les différentes logiques dont le LBO permet la réconciliation, ceci sans que l'une prenne le pas sur l'autre. Ou plus exactement que dans le cadre de chaque montage, les visées de l'actionnaire en question soient bien consacrées par le schéma retenu.

La logique financière et patrimoniale implique donc de liquéfier une partie importante, voire majeure du capital du dirigeant, afin de lui constituer un patrimoine propre, protégé et le plus important possible. Cela doit se faire en assurant une valorisation élevée à l'entreprise et en trouvant les partenaires financiers nécessaires au montage.

La logique industrielle suppose que l'on soit en mesure d'assurer le développement futur de l'entreprise cible, en lui apportant les capitaux dont elle a besoin d'une part, et ne confisquant pas toutes ses ressources financières d'autre part. Le risque de capter une part trop importante des

bénéfices de la cible pour faire face au remboursement de la dette d'acquisition menace à la fois l'expansion de l'entreprise, et son existence elle-même si le business plan est trop ambitieux. La logique humaine enfin doit permettre au dirigeant historique de conserver la direction de son entreprise, mais tout en préparant une succession probable. Il est donc nécessaire que celui-ci demeure dans l'entreprise après la transmission (ce qui implique une forme de contrôle) tout en associant des cadres à même de le remplacer à terme.

Le montage optimal devra permettre d'atteindre ces multiples objectifs et donc d'assurer la réussite de l'OBO. De même que l'on constate que tel ou tel LBO a échoué, souvent en raison d'objectifs financiers inatteignables ou du mauvais choix de l'équipe de reprise ²⁶, le même écueil menace l'OBO. Théoriquement celui-ci est moins risqué qu'un LBO classique, la connaissance de l'entreprise étant meilleure, donc le business plan plus sérieux, et l'incertitude quant au dirigeant réglée.

L'optimisation de ce montage vise avant tout à réduire au maximum les coûts liés à l'opération. En effet, celle-ci a nécessairement des coûts, principalement financiers et fiscaux qui doivent être limités en utilisant au mieux la législation, notamment en droit des sociétés et en droit fiscal. Eviter les frottements fiscaux et les incertitudes juridiques doit figurer au premier rang des préoccupations des conseils dans ce type d'opération, qui plus est lorsque cette sorte de montage est encore récente. La maîtrise du coût est d'ailleurs un objectif tout aussi valable pour le montage initial que pour le dénouement de l'opération au bout de 5 à 7 ans en général.

Simultanément, l'objectif doit être de maximiser les bénéfices présents et futurs pour l'entrepreneur qui est lui-même à l'origine de l'opération. Cela passe logiquement par la maximisation de son intérêt financier tout en préservant son contrôle sur l'entreprise et en n'obérant pas le développement de celle-ci.

Cela consiste donc avant tout à trouver les bons partenaires, aussi bien investisseurs financiers que cadres.

²⁶ Virgine Pham, Frédéric Garcia – LBO : Mode efficace de financement d'acquisition des entreprises ? Etude des mécanismes et analyses de facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprise par effet de levier – 2003 CNAM

L'OBO étant un montage d'ingénierie financière déclenché par le dirigeant actionnaire, il faut conserver à l'esprit qu'il est avant tout opérationnel.

En effet, si la structure particulière que l'on met en place permet d'actionner les trois leviers classiques du LBO (financier, juridique et fiscal), l'origine de toute rentabilité sera économique. Aussi est-il bien évident qu'on ne saurait voir dans l'OBO une solution à des difficultés économiques que rencontrerait une entreprise donnée. C'est essentiellement un montage permettant de tirer un profit maximum d'une structure rentable.

Dans le cadre d'un LBO, cette maximisation de la rentabilité intrinsèque de l'entreprise se fait au profit des nouveaux actionnaires. A l'inverse, dans le cadre d'un Owner Buy Out, cette opportunité est offerte à l'équipe en place et à l'actionnaire historique.

Mais dans l'un comme l'autre des cas, l'ingénierie financière ou juridique la plus inventive doit être mise au service d'un montage opérationnel et ne saurait palier une absence structurelle de rentabilité économique.

Afin de saisir au mieux ce qu'est un OBO ainsi que les perspectives qu'il ouvre en termes financiers et juridiques et partant de là, économiques, nous nous attacherons à comprendre les logiques en présence dans les multiples cas d'entreprises pouvant y avoir recours.

Par ailleurs, afin de maîtriser les aspects techniques de ce montage, nous ne manquerons pas de conserver la perspective initiale, qui est celle du LBO.

En même temps, conservant à l'esprit que cette thèse est une thèse professionnelle, nous n'aurons de cesse de confronter nos réflexions aux avis forgés par les praticiens et aux cas concrets relevés dans l'actualité financière de ces dernières années. Ainsi serons nous en mesure de discerner les véritables facteurs d'optimisation de ces montages.

Cette étude visera donc à la fois à restituer la cohérence globale d'un montage dont l'opération d'OBO constitue souvent une étape d'un dessein plus vaste, que cela porte sur des petites capitalisations ou sur des montages de plus de 150 millions d'euros, comme cela a pu être le cas ces dernières années²⁷.

²⁷ Sagard s'empare de 51 % de Kiloutou, valorisé 170 MEuros – Capital Finance - 17 October 2005
Benjamin Masse-Stamberger - Fonds d'investissement - Les capitalistes du 3e type - l'Express - 26 Janvier 2006

L'OBO doit avant tout être vu comme un montage financier reprenant la structure du LBO (1^{ère} Partie), mais ce en vue de réunir des logiques en elles-mêmes contradictoires.

Dans ce cadre, l'ingénierie financière et juridique se trouve mise au service d'un projet industriel qu'elle optimise, projet qui répond ainsi au mieux aux différentes logiques initiales (2^{ème} Partie). Ceci lui permet donc d'être, *in fine* un vecteur de réussite pour l'entreprise et de croissance économique.

Enfin, la réussite d'un tel montage ne peut passer que par une optimisation fiscale (3^{ème} Partie), qui permettra alors de maximiser l'objectif patrimonial de l'opération, le levier fiscal du montage et de profiter des avantages offerts par la fiscalité internationale.

1 L'Obo, un Lbo réconciliant des logiques contradictaires

1.1 Des logiques particulières propres à chaque entreprise.

Afin de comprendre au mieux ce qui conduit une entreprise et plus précisément son dirigeant actionnaire à envisager un montage d'OBO, un examen des situations en présence semble nécessaire.

Nous l'avons souligné en introduction, l'OBO est un mécanisme qui permet de réunir des logiques discordantes, qu'elles soient financières, patrimoniales ou industrielles. Cela nous conduit donc à nous pencher sur un certain nombre de cas où cette solution apparaîtra comme très indiquée au regard de la perspective retenue²⁸.

Nous chercherons donc, avant de nous pencher sur les aspects techniques de l'OBO et ses différents moyens d'optimisation, à illustrer la diversité des situations auxquelles un OBO est à même de répondre.

Ceci nous permettra de voir qu'un type de montage unique permet de faire face à une multitude de situations économiques couramment rencontrées par les PME françaises ou étrangères et par leurs actionnaires.

En même temps, nous commencerons à avoir un aperçu de l'architecture financière et juridique de l'OBO, dont la suite de cette thèse détaillera les différentes étapes ainsi que les alternatives permettant d'en optimiser le fonctionnement et les bénéfices.

1.1.1 Remplacer un dividende par un capital.

Un entrepreneur d'une soixantaine d'année désire prendre sa retraite et passer les commandes de sa société à son fils.

La société en question, que nous nommerons A est mûre, dégage des bénéfices de manière récurrente, et constitue de ce point de vue la cible idéale pour un montage financier.

²⁸ Georges-Edouard Buet – L'OBO : un outil de gestion du patrimoine professionnel efficace – Option Finance n°900 – 2 octobre 2006

Le fils de l'actionnaire dirigeant y travaille quant à lui depuis plusieurs années, et, à la différence de nombreux cas d'entreprises familiales, est pleinement en mesure d'assurer la succession de son père²⁹.

Néanmoins, la difficulté réside ici dans le dilemme suivant : soit l'entrepreneur fait le choix d'une cession classique, à un industriel ou à un fonds, via un LBO, soit il privilégie la transmission à son fils.

Or, comme de très nombreux dirigeants de PME détenant la majorité du capital de leur entreprise, ceux-ci ne disposent pas de patrimoine annexe substantiel, et tirent la majorité de leurs revenus de l'entreprise (salaires et dividendes). Par ailleurs, on sait bien que dans nombre de cas, le train de vie de la famille du dirigeant est assuré par l'entreprise (épouse salariée, véhicule de fonction, notes de frais, voire personnel de maison salarié par l'entreprise...). La question est alors fondamentalement de savoir comment se constituer un patrimoine et maintenir son train de vie tout en transmettant son entreprise.

De nombreux aménagements fiscaux, au premier rang desquels la loi Dutreil de 2005 facilitent la transmission des titres d'une société, en en allégeant la fiscalité. Les conditions de détention des titres pendant 5 ans, ainsi que celle concernant les fonctions de direction occupées seraient ici réunies sans difficultés. Si l'on considère que les dividendes doivent continuer à être distribués à l'entrepreneur, on peut faire le choix d'un démembrement des titres, la nue-propriété étant transférée au fils, l'usufruit restant la propriété du père, qui recevra donc les dividendes.

Pour autant, cela suppose que l'entreprise verse de manière constante les dividendes attendus par le père, ce qui se traduit parfois en pratique par une sorte de tutelle exercée par l'ancienne génération sur la nouvelle. Par ailleurs, cela ne permet pas de sécuriser le patrimoine que constituent les titres de la société.

Si l'on considère au contraire qu'il est préférable que l'entrepreneur dispose à sa retraite d'un capital sécurisé dont le placement lui assurera un revenu important, un OBO semble tout indiqué. Il permettra en même temps au fils de l'entrepreneur de conserver le contrôle de l'entreprise et

²⁹ Anne-Laurence Fitere - Entreprise familiale : Ces héritiers qui réussissent - Enjeux Les Echos – 1^{er} juin 2007

d'avoir les coudées franches pour son développement. On est donc face à une solution optimale de transition tant pour les individus que pour la société.

Concrètement le montage sera le suivant. L'entrepreneur commence par créer une holding à laquelle il apporte une partie des titres de la société A. La holding rachète alors les titres restant de A à l'entrepreneur. Cela génère une dette d'acquisition qui sera remboursée grâce aux cash flows dégagé par la société A.

L'entrepreneur transmet alors la holding à son fils qui contrôle ainsi la cible à 100%.

Une fois réalisé, ce montage assure l'indépendance totale du père comme du fils.

Si l'on se place maintenant du point de vue des parties prenantes (stake holders en anglais), que sont les partenaires financiers, les clients, fournisseurs... un tel montage est de nature à assurer la pérennité de la société A. Qui plus est, la succession en interne prévient fortement les risques liés au changement de direction. Enfin, il est évident que le passage des rênes à une nouvelle génération est de nature à redynamiser l'entreprise et à lui permettre d'effectuer les changements qu'un dirigeant proche de la retraite serait réticent à mettre en oeuvre. Bien que l'espérance de vie progresse fortement (trois mois chaque années depuis 50 ans, voire 10 mois sur les 2 dernières années³⁰), l'âge du dirigeant peut se révéler à terme un handicap pour l'entreprise. L'exemple de Jean Mantelet, patron historique de Moulinex a montré le tort qu'une telle démarche peut causer à une entreprise³¹.

Les conséquences d'un tel montage, s'il est un succès, sont donc positives pour l'entrepreneur, pour son héritier, pour l'entreprise elle-même et pour ses partenaires, et donc finalement pour l'ensemble de l'économie.

³⁰ AP - L'espérance de vie dépasse les 80 ans en France – 24 mars 2005

³¹ Valérie Segond - Comment les PDG français verrouillent leur siège - La Tribune - 19 mai 2005

1.1.2 Restructurer son capital en rachetant les minoritaires.

Une PME B, se trouve détenue par une dizaine d'actionnaires, tous issus de la famille du fondateur, comme cela se rencontre souvent. Deux branches, l'une majoritaire, l'autre minoritaire détiennent ensemble 100% des titres de la société. Un seul de membres des familles en question travaille dans l'entreprise, qu'il dirige.

Face aux divergences internes quant à l'avenir de l'entreprise et confronté à des situations financières diverses, certains souhaitant réaliser leur participation pour des raisons personnelles, la seule solution semblerait être la vente de la société. Ou bien alors que le dirigeant issu de la branche majoritaire rachète les titres de minoritaires, mais on se heurte alors au problème de la surface financière de celui-ci.

Dans la mesure où tous souhaitent assurer l'avenir de l'entreprise par attachement familial, mais où aucun consensus ne semble possible entre les différents membres quant à la stratégie à adopter, un OBO peut permettre de répondre à ce blocage.

En effet, la branche majoritaire apporte les titres de B qu'elle détient à une holding ad hoc. Si une trésorerie excédentaire est disponible, comme c'est parfois le cas, on pourra la faire remonter en tant que dividendes exceptionnels.

La holding procédera à l'acquisition des titres de B détenus par la branche minoritaire. Celle-ci reçoit alors dans un premier temps une cote part de la trésorerie excédentaire (tout comme la holding nouvellement créée), puis dans un second temps le paiement des titres de B. Elle est alors en mesure d'investir les fonds dégagés dans d'autres projets, comme elle le souhaitait.

Le dirigeant issu de la branche majoritaire peut alors se consacrer en toute liberté au développement de l'entreprise, charge pour lui de rembourser la dette d'acquisition levée par la holding. En toute logique, connaissant parfaitement B, et la dette ayant été construite selon les capacités de B à dégager des cash flow, l'opération est relativement peu risquée.

1.1.3 Rééquilibrer patrimoine privé et professionnel.

L'entrepreneur est ici propriétaire d'une entreprise C qu'il a créée et qu'il a su faire prospérer. Il a déjà fait l'objet de proposition de rachat par certains de ses concurrents, soucieux de conforter leur position sur le marché et disposant de moyens financiers nettement plus importants que les siens.

Agé d'une cinquantaine d'année, à la différence du dirigeant de A, il ne souhaite pas encore passer la main, ses enfants n'étant par ailleurs pas en mesure de prendre sa succession.

Néanmoins, en l'absence de patrimoine personnel, il reste, ainsi que sa famille, exposé aux retournements du marché qui seraient de nature à fragiliser, voire à faire disparaître son entreprise. Cette perspective qui risquerait de se solder par un rachat à bas prix par l'un de ses concurrents ou par un dépôt de bilan se traduirait par la disparition de tout son patrimoine.

Pour autant, le dirigeant de C entend néanmoins continuer à développer son entreprise et ne conçoit pas de la vendre, dans la mesure où elle peut encore se développer.

Dans cette configuration, l'OBO est à nouveau une solution permettant au dirigeant de sortir du dilemme légitime dans lequel il se trouvait enfermé.

Aussi apportera-t-il une partie des titres de C à la holding constituée dans le cadre du montage. Celle-ci acquiert à son tour les titres de C restant en la possession de l'entrepreneur. Ainsi, réalise-t-il une plus-value sur la cession de ses titres, sachant que les plus-values sont moins lourdement imposées que les distributions de dividendes, il réalise une économie d'impôts.

Par la suite, il remboursera sur une période de 5 ans environ la dette levée par la holding en vue de l'acquisition de la cible C.

Par conséquent, il conserve le contrôle total de son groupe, comme c'était le cas auparavant. Et en même temps il s'est constitué un patrimoine personnel représentant selon le montage réalisé entre un tiers et la moitié de la valeur de son entreprise (avant impôt).

Il peut donc se consacrer au développement industriel de son entreprise ou de son groupe, sans risque pour sa retraite futur.

La dette d'acquisition pèsera certes sur la société qui devra la rembourser, augmentant en cela son risque de défaut. Néanmoins, le risque est raisonnable pour l'entreprise, le montage étant basé sur les capacités contributives réelles de la société C, l'entrepreneur étant tout à la fois acheteur et vendeur, cela réduit très fortement les risques d'aléa moral dus à une asymétrie d'information.

Par ailleurs, du point de vue du seul dirigeant, le risque est considérablement réduit, puisque ses placements sont diversifiés. Quand bien même l'entreprise C serait-elle en difficulté, cela n'affecterait pas l'ensemble de son patrimoine. Si C croît et voit sa valeur augmenter, il aura l'occasion de profiter à nouveau d'une cession.

1.1.4 Optimiser la remontée de fonds.

Les entreprises familiales françaises disposent parfois d'une forte trésorerie excédentaire, à l'utilisation économique sous-optimale. En effet, face à une fiscalité des dividendes dissuasive, beaucoup de dirigeants de PME préfèrent conserver dans leur entreprise une partie de ses résultats, n'ayant selon eux pas d'utilité à les faire remonter.

En revanche, au moment de céder leur entreprise, celle-ci alourdit très fortement les montages, et ne se trouve en général pas valorisée à hauteur de sa valeur faciale. Le cas emblématique est celui d'un groupe ayant cédé certaines de ses filiales, mais sans avoir besoin du cash dégagé pour de nouveaux projets industriels ou commerciaux.

Le groupe se trouvera alors « gavé » de trésorerie, sans utilité véritable, voire même en violation de son objet social, qui n'est pas de devenir un établissement financier. En effet, cela réduit considérablement la rentabilité globale de l'actif économique, une partie des fonds engagés dans l'entreprise ayant une rentabilité très faible (rémunération des placements de trésorerie à court terme).

Ainsi la problématique sera de remonter les fonds en question à l'actionnaire sans être victime d'une fiscalité trop lourde, sachant que ces fonds proviennent des plus-values de cession des filiales.

Faire verser par la tête de groupe un dividende exceptionnel entraînerait une taxation à l'impôt sur le revenu, dont on peut supposer qu'il se fera à la tranche marginale la plus élevée, soit 40% (après 40% d'abattement, soit 24% de taux global) auxquels s'ajoutent 11% de CSG.

L'entrepreneur a donc un très vif intérêt à s'assurer d'une remontée de ces fonds sous forme de plus-values. Il doit donc trouver une structure qui lui rachète ses titres, afin de pouvoir enregistrer la plus-value. Si néanmoins il souhaite conserver le contrôle sur son groupe, il a intérêt à contrôler lui-même la structure qui lui rachètera ses titres.

C'est ce qu'il fera en créant une holding par apport d'une partie des titres du groupe.

L'entrepreneur consent alors à la holding un crédit vendeur lorsqu'elle lui rachète ses titres restants. Ensuite, il suffit de distribuer la trésorerie excédentaire de la cible D à la holding nouvelle, qui réglera le crédit vendeur de l'entrepreneur à ce moment-là. L'entrepreneur récupère bien, in fine la trésorerie du groupe avec une fiscalité favorable tout en conservant le contrôle d'un groupe qui ne fait pas l'objet d'un endettement excessif.

Dans ce cas, on doit être très vigilant quant au respect de l'article 217-9 du Code de commerce qui interdit à une société de financer l'acquisition de ses propres titres³².

Surtout, l'écueil majeur est que, ce montage ayant été réalisé dans une perspective exclusivement fiscale, il soit considéré (ce sera nécessairement le cas) par l'administration fiscale comme abusif. Afin d'éviter la qualification d'abus de droit, une restructuration de l'actionnariat, via la holding nouvelle semble être une solution, voire une nécessité. Le montage ne fera alors pas l'objet de contestation, même si son objectif reste identique. Par ailleurs, c'est aussi l'intérêt du dirigeant que de restructurer son actionnariat, aucun OBO ne reproduisant dans la holding l'actionnariat de la cible à l'identique³³.

³² Anker Sorensen - Les risques juridiques des financements d'acquisition - Option Finance n° 553, 21 juin 1999

³³ Noro-Lanto Ravisy – L'owner Buy Out, le LBO à double détente – Stratégie, Finance et Droit n°70 – 15 octobre 2005

Nous développerons de manière beaucoup plus précise les aspects fiscaux de l'optimisation du montage d'OBO dans la troisième partie de cette thèse, que cela concerne le patrimoine du dirigeant, la fiscalité de l'opération elle-même ou les opportunités que présente la fiscalité internationale.

1.1.5 Mettre en place une vente en deux étapes.

Dans le cas d'une entreprise jeune E, en fort développement mais n'ayant pas encore atteint son stade de maturité, un OBO peut offrir des perspectives financières et industrielles appréciables. En effet, la société bénéficie d'une croissance forte mais n'est pour le moment que légèrement profitable, ce qui rend un endettement bancaire difficile.

Par conséquent, si l'actionnaire créateur souhaite à la fois sécuriser une partie de son patrimoine et poursuivre son aventure industrielle (en vue d'une vente lorsque l'entreprise sera à maturité), il peut avoir recours à un montage financier.

Une holding, à laquelle il apporte une partie de ses titres, comme dans les opérations précédentes, aura vocation à racheter les titres restants.

A la différence d'un LBO classique l'option qui consisterait à lever une dette bancaire remboursée par les cash flows dégagés par la cible est impossible, du fait de la faiblesse de ceux-ci au moment du montage.

L'entrée d'un fonds de capital développement au sein de la holding, dont l'apport en numéraire par augmentation de capital permettra de racheter les titres de l'entrepreneur dans la cible résout le problème. En effet, cela ne fait peser aucune charge financière sur la cible, et permet de continuer à en assurer le développement. Ainsi, ce mécanisme permet de ne pas opposer logique patrimoniale et logique industrielle. Toutefois, on se contente simplement d'actionner un levier juridique, dans la mesure où, en l'absence de dettes, le levier financier comme le levier fiscal disparaissent.

C'est un type de montage plus approprié à des situations de capital amorçage ou de capital développement qu'à des LBO classiques.

L'entrepreneur touche déjà 50 % du prix actuel de son entreprise, et participera au second stade de la vente, touchant normalement une somme nettement plus élevée pour les 50% cédés ultérieurement.

La mise en place d'un pacte d'actionnaires encadrant les modalités de sortie communes (pour le dirigeant actionnaire et pour le fonds) et notamment le délai, permettront à l'entrepreneur de prévoir au mieux le dénouement de l'opération.

Par ailleurs, en terme de cession finale, la présence d'un fonds de capital développement à ses côtés sera un facteur non négligeable pour obtenir une meilleure valorisation de la holding à échéance.

Ainsi, l'ensemble de ces situations trouve une réponse par la mise en place d'un OBO. Tous les entrepreneurs qui en sont à l'origine ont en commun d'être confrontés à un tournant de leur aventure entrepreneuriale³⁴. La spécificité de la réponse apportée réside dans le fait qu'elle se révèle plus intéressante dans la perspective qui est la leur qu'un LBO classique. Par ailleurs, bien souvent, ceux-ci ne souhaitent pas quitter définitivement l'entreprise qu'ils ont créée.

Jusqu'à présent, la technique même n'a été envisagée qu'à travers la création d'un holding par apport de titres, cette dernière procédant ensuite à l'acquisition des titres restant. Cela permet donc dans tous les cas à l'entrepreneur de réaliser une partie de son patrimoine professionnel, tout en poursuivant de nombreux autres objectifs congruents. Il facilite en particulier la transition vers de plus jeunes ou de nouveaux actionnaires, permettant un retrait progressif de l'entrepreneur. Celui-ci peut ainsi « passer les commandes » tout en conservant un rôle décroissant dans l'entreprise.

En effet, comme souligné en introduction, dans chacun de ces exemples, la technique utilisée a permis aux actionnaires de concilier des objectifs divergents. Il est à ce titre probable qu'il y a 25

³⁴ Frédéric Cazenave - Ces patrons qui vont passer la main... - La Vie Financière – 9 avril 2004

ans de cela, ils se seraient en grande majorité orientés vers une cession pure et simple de leur entreprise à un repreneur industriel³⁵.

De ce point de vue, l'OBO constitue bien une réponse originale et hautement intéressante à des problématiques inévitables pour bon nombre d'entreprises actuelles.

Nous allons maintenant nous pencher sur la technique qui sert de base à tous ces montages, à savoir le LBO, opération phare de l'ingénierie financière contemporaine.

1.2 La reprise du mécanisme phare du LBO

1.2.1 Philosophie générale du Leverage Buy Out.

1.2.1.1 Cadre général du LBO

1.2.1.1.1 Définition

Afin de comprendre ce dont il s'agit, nous pouvons nous référer à la définition qu'en donne l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital). « *Le LBO est le rachat d'une société cible par l'intermédiaire d'une société holding qui reçoit des apports et souscrit une dette pour financer l'acquisition. Par la suite la dette est remboursée par les flux financiers que la société achetée verse à la holding d'acquisition. Le LBO se caractérise par l'association de dirigeants avec un investisseur financier et par la mise en place d'emprunts remboursés par les cash-flows futurs dégagés par la cible*³⁶ ».

Un LBO est par ailleurs caractérisé par un triple effet de levier : financier, juridique et fiscal, que nous détaillerons dans cette partie.

³⁵ Christian Gaudin - Le financement des PME sans manichéisme - point de vue – La Tribune – 20 juillet 2007

³⁶ AFIC – LBO : Guide pratique - 2006

Le but ici n'est pas de procéder à une étude très approfondie du LBO en lui-même, de très nombreux ouvrages, thèses et articles ayant déjà été produits sur cette question. Néanmoins, l'OBO étant un type particulier de Leverage Buy Out, en maîtriser la technique, le processus et les implications est indispensable.

Le schéma suivant résume le montage en question.

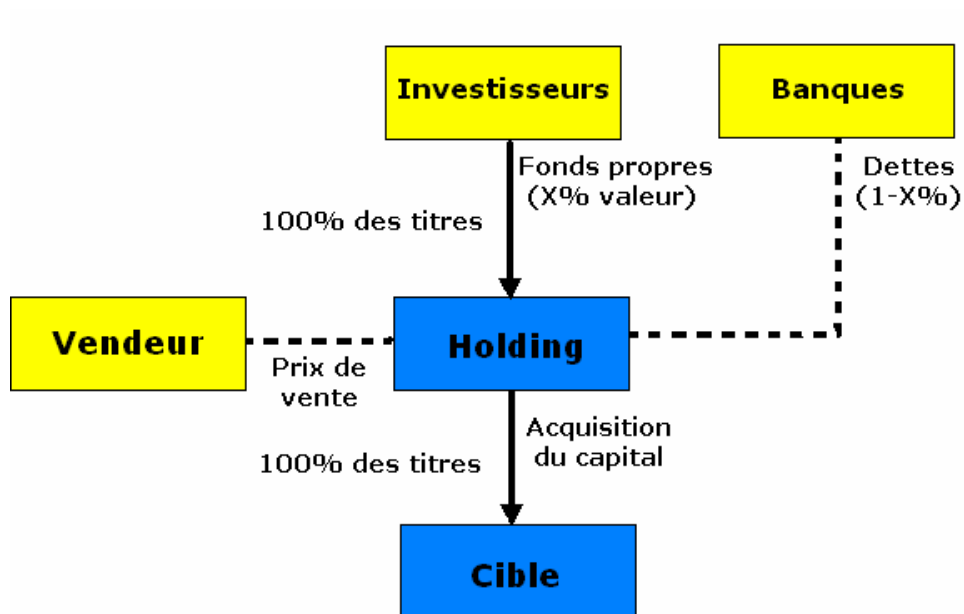


Schéma type de montage de LBO

1.2.1.1.2 *Le capital Investissement.*

Le corollaire direct du LBO est le secteur financier qui utilise cette technique comme principal outil dans les montages qu'il réalise : le capital investissement.

Sans ce secteur, il y a fort à parier que le mécanisme du LBO resterait en friche de manière quasi absolue³⁷.

Le capital investissement est donc un type particulier d'acquisition et de financement d'entreprises, en général non cotées, par des apports en fonds propres et par la structuration d'une dette complémentaire. Il recouvre à la fois des interventions dans ces phases de création, de développement, de transmission ou de retournement. A la différence du banquier traditionnel qui concourt aussi au financement et au développement de l'entreprise, le capital développement ne bénéficie pas de créances certaines sur l'entreprise.

C'est aussi une véritable alternative à l'entrée en Bourse, souvent très coûteuse et pas toujours efficace pour de petites capitalisations.

1.2.1.1.3 Une condition sine qua non : une cible bénéficiaire.

La condition indispensable pour la mise en place d'un LBO est, bien évidemment que la cible soit en mesure de dégager des cash-flows. En effet, ce sont eux qui permettront de faire face aux intérêts ainsi qu'à une partie du principal de la dette levée par la holding lors de l'acquisition. Une cible déficitaire ou trop faiblement bénéficiaire ne pourrait pas véritablement faire l'objet d'un montage de ce type (hors cas particulier des fonds de retournement).

Si les résultats conditionnent la valorisation initiale de la cible, ils sont aussi déterminants pour le bon déroulement du montage et pour la sortie à un horizon en général de 5 à 7 ans.

Le niveau des résultats, leur prévisibilité, leur récurrence et leur croissance conditionnent en même temps la structure financière du montage. Ils détermineront le niveau de dette, ainsi que le type de dettes (senior, junior, mezzanine, earn out, que nous étudierons plus en avant).

Un LBO classique sur une cible dont les résultats sont trop faibles ou très aléatoires risque de se traduire par une perte des fonds propres investis si la holding se trouve en défaut du fait de l'insuffisance, voire de l'absence de remontée de dividendes.

³⁷ Dominique Sénéquier - Le capital-investissement sert l'Europe industrielle – La Tribune – 15 mai 2007

Afin que la cible puisse faire face aux contraintes financières liées au LBO, un certain nombre de critères portera sur ses caractéristiques industrielles, commerciales et financières.

L'une des premières attentes est qu'elle soit stable, en croissance, mais qu'avant tout sa rentabilité soit assez régulière. A ce titre, la récurrence des cash flows est absolument indispensable.

Par ailleurs, on attend aussi de cette cible type qu'elle ait une position relativement forte sur son marché, qu'elle ne soit pas tributaire d'un client unique très important. De même, afin d'espérer des plus values de cession, des possibilités de croissance certaines doivent exister pour intéresser les investisseurs.

La société doit présenter des fondamentaux financiers sains, et en particulier ne pas faire l'objet d'un endettement excessif, sans quoi il serait impossible de lui faire supporter une dette supplémentaire liée à l'acquisition, dans le cadre du LBO.

Par ailleurs, les équipes en place, de même que la qualité et la fidélité du personnel de l'entreprise, seront des paramètres appréciables. Là encore, on attend d'elles une forme de stabilité.

Certes, l'ensemble de ces paramètres n'est pas toujours réuni dans les LBO qui sont effectivement réalisés, mais il conditionne *in fine* la capacité qu'aura la cible à dégager les cash flows nécessaires aux paiements des intérêts et du principal de la dette d'acquisition. C'est bien cet élément-là qui reste la condition de base pour la mise en place d'un LBO.

Et, cette condition, centrale pour un LBO l'est bien évidemment tout autant pour un montage d'OBO.

1.2.1.2 Le triple levier du LBO

Le concept central³⁸ est l'accroissement de la rentabilité des fonds propres grâce à une hausse de l'endettement financier, si la rentabilité du capital économique est supérieure au coût des dettes financières :

$$\text{ROE} = (\text{ROCE} + \underbrace{(\text{ROCE} - i) \times (D/\text{FP})}_{\text{Levier financier}}) \times \underbrace{(1 - t)}_{\text{levier fiscal}}$$

avec ROE : rentabilité des fonds propres (Return on Equity)

ROCE : Rentabilité économique (Return on Capital Employed)

D : dette

FP : fonds propres

t : le taux d'imposition

i : taux d'intérêt de la dette

On reprend dans l'équation précédente la formulation traditionnelle de l'effet de levier, à savoir :

$\text{ROE} = \text{ROCE} + (\text{ROCE} - i) \times D / \text{FP}$, mais en y intégrant l'effet de levier fiscal, matérialisé par $(1 - t)$ dans la mesure où la fiscalité réduit le coût réel des frais financiers.

De plus, le passage de la rentabilité de l'actif économique (ROCE) à celle des fonds propres (ROE), suppose d'intégrer la fiscalité. En effet, en l'absence d'endettement et donc d'intérêts financiers, l'actif économique est égal aux fonds propres³⁹, le résultat net correspondant au résultat d'exploitation moins l'impôt, soit :

$$\text{ROE} = \text{Res net} / \text{FP} = \text{Rex} (1 - \text{IS}) / \text{FP} = \text{ROCE} (1 - \text{IS})$$

³⁸ Ch. Thibierge – Ph. Thomas – L'effet de levier : une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise – Cahier de recherche ESCP n° 97-135

³⁹ En supposant l'absence d'actif financier résiduel

1.2.1.2.1 *Le levier financier*

On reprend ici la théorie financière classique selon laquelle lorsque la rentabilité d'un investissement est supérieure au coût de son financement, il y a création de valeur. Concrètement, si la rentabilité économique de l'entreprise, mesurée par le rapport entre son résultat d'exploitation et les capitaux investis, est supérieure au taux d'intérêt des emprunts après impôt, le financement de l'entreprise par endettement crée de la valeur pour l'actionnaire⁴⁰. C'est la théorie classique du levier financier, que l'examen empirique nuance néanmoins⁴¹.

Le levier se mesure par le rapport entre dette et fonds propres, que l'on qualifie souvent de bras du levier. D'autre part, le différentiel de rentabilité sera mesuré par la différence entre la rentabilité économique de la cible et le coût de la dette levée.

L'effet de levier sera alors la produit du différentiel par le « bras du levier », plus ce dernier sera fort, plus le rentabilité des fonds propres sera élevée.

Bien évidemment, cela s'accompagne logiquement d'une hausse du risque, qui à terme doit accroître le coût de l'endettement (le taux devant intégrer le niveau de risque de défaut, qui augmente avec la hausse de la dette).

Ainsi, dans le cas du LBO, les free cash flows dégagés par la cible permettront de faire face au service de la dette. Si jamais en revanche, la rentabilité de la cible devenait moindre que le taux d'intérêt de la dette d'acquisition, l'effet de levier se transformerait en effet de massue, détruisant de la valeur pour l'actionnaire.

⁴⁰ Cette théorie sert de base conceptuelle à la compréhension des montages financiers à effet de levier, même si elle a fait l'objet de nombreuses critiques :

- On doit considérer que l'entreprise en dispose pas de trésorerie, qui fausse l'équation (sans quoi on compte la trésorerie dans l'actif économique, mais pas les produits financiers dans le résultat d'exploitation)
- On résume les frais financiers aux charges d'intérêts sur la dette financière, ce qui semble réducteur
- On considère que le passif est composé de capitaux propres et de dettes financières (portant intérêt) mais on oublie les dettes d'exploitation, pourtant importantes dans tout bilan d'entreprise (le problème étant qu'elles ne portent pas intérêt)
- On néglige la hausse de rentabilité exigée du fait de l'accroissement du risque du à la hausse de la dette, remise en cause centrale initiée par Modigliani-Miller
- On n'a pas de congruence parfaite du résultat comptable et du résultat fiscal, tel que retenu par l'administration

⁴¹ Ch. Thibierge – Ph. Thomas – L'effet de levier : une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise – Cahier de recherche ESCP n° 97-135

Le principal risque dans ce type de montage est de ne pouvoir faire face au service de la dette, les cash-flows futurs ayant été surévalués dans le business plan initial. Dans ce cas, c'est l'ensemble du montage qui se trouve remis en question.

Afin de mesurer la rentabilité d'un LBO, on utilise le TRI, c'est-à-dire le taux de rentabilité interne, à savoir le taux d'actualisation qui permet d'égaliser d'un côté la somme des cash-flows futurs et la valeur de sortie, d'autre part le montant de l'investissement initial. C'est une donnée clef qu'examinent très attentivement les fonds d'investissements avant d'entrer dans le moindre montage, ceux-ci attendant souvent un TRI à moyen terme de l'ordre de 15 à 20%⁴².

Seuls les cash-flows doivent être pris en compte dans cette perspective, la loi disposant qu'une « société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers » selon l'article L 225-216 du Code de commerce (auparavant art 217). En résumé on ne peut payer la cible avec ses propres actifs (trésorerie, immobilisations...).

1.2.1.2.2 Le levier juridique

Fondamentalement, le levier juridique s'explique par le fait que l'on détienne le contrôle de la cible avec seulement 50% plus une voix des titres de la holding⁴³. Le raisonnement est démultiplié si l'on met en place une cascade de holdings, dont on ne détient à chaque fois que 50% plus une voix, soit la majorité simple. Ainsi si l'on superpose trois holdings, on détient le contrôle de la cible avec seulement 6,75% de la valeur de la cible, ce qu'illustre le schéma suivant.

⁴² Marianne Py et Aymeric Val - Les fonds d'investissement, un dopant pour vos actions ? - Le Revenu Hebdo Bourse - 6 Avril 2007

⁴³ Eric Cempura - L'utilisation d'une holding dans la reprise d'entreprise - Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris

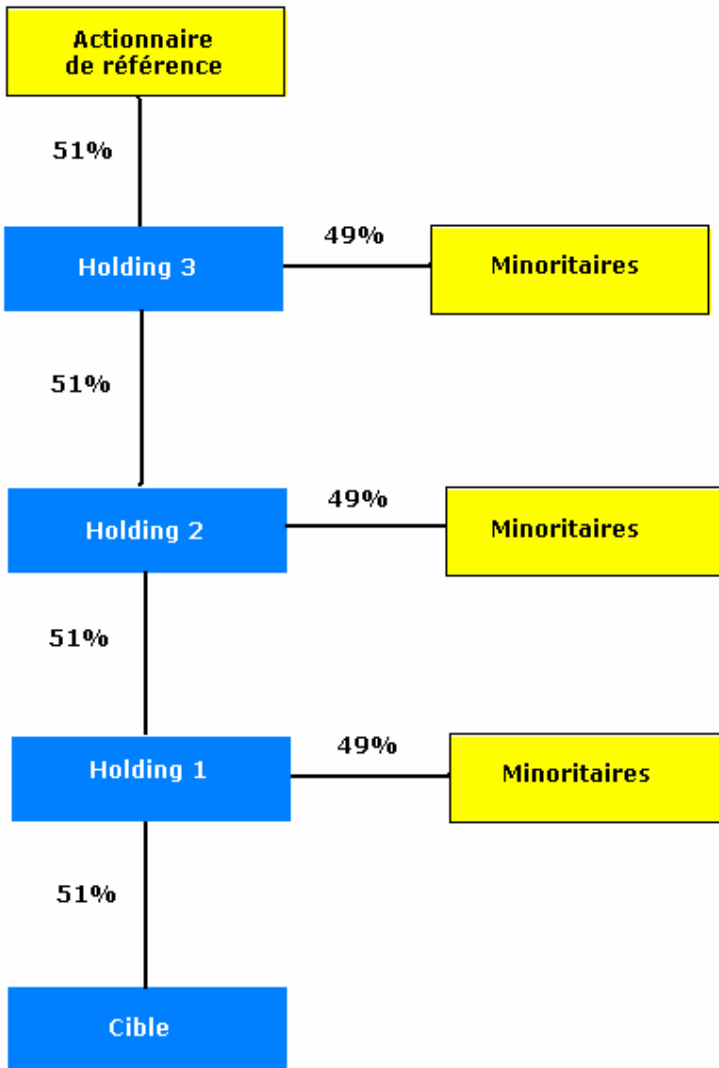


Schéma du levier juridique

44

Par ailleurs, certaines sociétés permettent de détenir des actions à droits de vote multiple ce qui permet d'obtenir un résultat de ce type sans passer par une succession de holdings détenues à la majorité simple. En effet, le système en cascade est complexe à mettre en place, les actionnaires de 49% restant à chaque niveau pouvant se sentir prisonniers d'une structure qu'ils ne contrôlent pas.

⁴⁴ Nicolas Boschin – Le guide pratique du LBO – Edition d'organisation

Ce levier vise simplement à démultiplier le pouvoir de contrôle par rapport au pouvoir financier sur la cible. On renforce ce levier juridique en endettant la holding, ce qui permet de contrôler une cible identique avec un apport moindre encore.

1.2.1.2.3 Le levier fiscal

Complétant les leviers précédents, le levier fiscal permet d'optimiser le montage par la déduction des intérêts liés à la dette d'acquisition.

Ainsi, pour reprendre la formule initiale, le levier est $(1-t)$, lorsque t est le taux d'imposition. Plus celui-ci sera élevé, plus le levier sera fort. Un taux d'imposition de 33,33 % revient à multiplier la charge réelle des intérêts financiers par 0,66. Par conséquent, la fiscalité supporte *in fine* un tiers de la charge financière annuelle liée à la dette d'acquisition.

Diverses techniques fiscales permettent ainsi d'amplifier considérablement l'effet de l'investissement effectué.

Le mécanisme le plus important est l'intégration fiscale, c'est-à-dire l'addition des résultats de la holding et de la cible en vue d'une imposition commune. Si l'une est bénéficiaire et l'autre déficitaire, on aura un clair mécanisme de compensation. En effet, on diminuera les bénéfices de l'une des pertes de l'autre, ce qui permet de pallier le problème que constituent l'existence d'un déficit fiscal chez l'une des sociétés et l'existence d'un résultat imposable chez l'autre.

Cela permet donc de réduire le coût d'une opération de LBO, la holding ayant un déficit du fait des intérêts d'emprunt, alors que la cible dégage un résultat imposable.

Pour qu'une telle technique puisse s'appliquer, il est nécessaire que la holding détienne au moins 95% des titres de la cible.

Si cette mécanique fonctionne au mieux dans le cadre d'un LBO, dans le cas de l'OBO des dispositions légales (amendement Charasse) viennent en contrarier le principe, considérant qu'il

est indu de faire supporter au Trésor une partie des frais financiers liés à une acquisition auprès de soi-même⁴⁵.

1.2.1.3 Différents types de LBO.

Si le LBO est un montage type structuré autour de l'acquisition d'une cible par une holding grâce aux effets de levier que nous venons d'examiner, dans le pratique ce concept unique ⁴⁶ recouvre différentes situations.

MBO (Leverage Management Buy Out).

Le MBO est le rachat d'une entreprise par son équipe de direction actuelle, constituée de cadres soit non actionnaires, soit minoritaires auparavant.

MBI (Leverage Management Buy In)

Le MBI consiste en l'acquisition d'une entreprise par une équipe de managers extérieurs à l'aide d'un effet de levier.

BIMBO (Buy In Management Buy Out).

Le BIMBO est le rachat d'une société par un dirigeant repreneur, en association avec le vendeur ou les principaux cadres de l'entreprise.

⁴⁵ Denis Andres – Cabinet Arsène – Amendement Charasse : Esprit es-tu toujours-là ?

⁴⁶ M. Cherif – Ingénierie financière et private equity – Revue Banque Edition - 2004

LBU (Leverage Build Up)

Le LBU consiste à racheter une première entreprise qui sert ensuite de plateforme pour l'acquisition d'autres sociétés, en vue de constituer au bout du processus un groupe, par effet de levier.

OBO (Owner Buy Out)

Rachat d'une entreprise par une holding détenue conjointement par le dirigeant actionnaire actuel de la cible et des partenaires, en général financiers. Ce modèle, moins courant fera l'objet de l'ensemble de notre étude.

Il convient de rappeler qu'il constitue l'un des types de LBO, tous ces montages utilisant la même matrice d'ingénierie financière et juridique, avec des acteurs différents.

1.2.1.4 Structuration du LBO.

Avant d'examiner le montage financier lui-même, qui constitue le centre du LBO (III), nous examinerons comment se structure le montage, tant dans ses aspects juridique que dans le processus qui est le sien.

1.2.1.4.1 La structuration juridique du LBO

Si nous avons vu quelles sont les conditions majeures concernant la cible (qui est une donnée), la holding de reprise est une construction qu'il convient d'optimiser.

La holding est presque toujours une holding dédiée, que celle-ci préexiste au montage ou non, seule sa pureté importe. Ce peut être aussi bien une société civile qu'une société commerciale, la détention des titres de la cible étant en soi une activité civile.

En pratique, c'est en général une société de capitaux, celle-ci devant satisfaire plusieurs conditions :

- responsabilité des actionnaires limitée aux apports
- titres librement cessibles et négociables
- soumission à l'IS

Ainsi, la SA (Société Anonyme), la SAS (Société par Action Simplifiée) et, moins souvent la SCA (société en commandite par actions) sont-elles utilisées pour ce type de montage.

Les deux dernières permettent de dissocier détention financière et contrôle, renforçant en cela très fortement l'effet de levier juridique⁴⁷.

La présence de fonds d'investissement au tour de table conditionne en général le choix de la forme de la société holding, leurs objectifs nécessitant d'éviter au maximum les blocages propres à certaines formes sociales.

1.2.1.4.2 Les intervenants

1.2.1.4.2.1 Le vendeur

Premier concerné, celui-ci est pour près de 50% des cas une personne physique, ou une famille réglant souvent un problème de succession. Dans 40% des cas, c'est un groupe souhaitant recentrer ses activités, et se séparant donc d'une filiale⁴⁸.

Rares sont les entreprises cotées rachetées dans ce cadre, du moins en France, la sortie de la cote étant trop difficile (le seuil de détention de 95% de titres étant prohibitif).

⁴⁷ Eric Cempura - L'utilisation d'une holding dans la reprise d'entreprise - Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris

⁴⁸ Marie-Jeanne Pasquette - Pariez sur les ventes à la découpe – La vie financière – 18 mai 2007

Le cédant cherchera logiquement à obtenir le meilleur prix pour son entreprise, avec parfois des objectifs annexes, protection des salariés, pérennité de l'activité ou refus de céder à un concurrent historique.

1.2.1.4.2.2 Les Investisseurs financiers.

Ce sont en général des fonds d'investissement (Private Equity) qui cherchent à maximiser la rentabilité de leurs investissements.

Ce sont soit des SA, soit des FCPR (Fonds Communs de Placements à Risque) ou des SCR (Société de Capital Risque). Ils dépendent selon les cas d'établissements financiers majeurs ou d'une simple équipe de dirigeants ⁴⁹. Dans le cadre de LBO importants, les différents fonds peuvent s'associer, afin de faire logiquement baisser leur risque individuel.

1.2.1.4.2.3 Les conseils

Ceux-ci regroupent l'ensemble des conseils en fusions acquisitions, banques d'affaires, avocats, auditeurs, experts comptables... qui visent à apporter à l'une des parties leur expertise concernant l'un des domaines de cette opération, au demeurant très complexe.

1.2.1.4.2.4 Les managers

Ils préparent le business plan qui servira de base à la transaction, et seront en même temps responsable de son application. Ils peuvent par ailleurs être associés au montage, et bénéficient parfois d'une forte incitation financière conditionnée par le bon déroulement final ⁵⁰ de l'opération.

⁴⁹ Agence pour la création d'entreprise – Panorama du capital investissement

⁵⁰ A Cheinel – Introduction à l'ingénierie financière – Banque Editeur – janvier 2000

1.2.1.4.2.5 Les banques

Elles apportent les financements nécessaires au montage, en cherchant à optimiser le couple risque / rendement. Elles ont pour objectif de s'assurer que la cible sera bien en mesure de faire face à ses échéances. L'effet de levier financier central dans le montage ne joue que grâce aux concours qu'elles apportent.

Les mezzaneurs sont des établissements spécialisés qui fournissent des financements mezzanines que nous étudierons par la suite.

Ces différents intervenants prennent chacun part au processus de structuration de l'opération, qui pour un LBO comme pour un OBO doit aboutir à un montage optimal.

1.2.2 Le processus de montage d'un LBO.

Le déroulement d'une opération de LBO sera pour ainsi dire identique quel que soit le type de LBO, aussi convient-il d'en comprendre la trame générale.

La première étape du processus se produit selon les cas à l'instigation du vendeur ou de l'acheteur. Cela suppose donc au préalable une réflexion stratégique. Le vendeur doit définir le type de transaction qu'il souhaite (cession, prise de participation d'un fonds...). L'acheteur, s'il a l'initiative définit le type de cible (voire l'entreprise) qu'il souhaite acquérir.

Dès lors, à travers des documents ne permettant pas de connaître le nom de l'entreprise, un premier travail de démarchage est effectué par les conseils du vendeur.

La mise sur le marché se fera soit de manière exclusive auprès d'un acheteur, soit concomitamment auprès de plusieurs d'entre eux, soit enfin par un processus de mise aux enchères (open bid), plus concurrentiel mais obligeant l'entreprise à lourdement se dévoiler⁵¹. Des lettres d'intention seront échangées, marquant l'intérêt pour la cible.

⁵¹ Jean-Philippe Lacour - Les ventes d'entreprises aux enchères se développent – La Tribune - 31 mai 2000

Par la suite, les acheteurs potentiels vont réunir le maximum d'informations sur la cible, son marché, ses perspectives, afin de pouvoir formaliser une proposition en terme de valorisation. Par la suite, devront déjà être examinées les possibilités de montages financiers, ce qui suppose de trouver les investisseurs.

Pour certains LBO, la banque conseil du vendeur structure elle-même un financement qu'elle propose « clef en main » aux acheteurs⁵². Cette solution a l'avantage d'être rapide (le travail est fait en amont), d'indiquer un prix à l'acheteur (le montant du package de financement) et d'être faite « sur mesure » pour la transaction considérée⁵³.

Quelle que soit l'option retenue, les investisseurs intéressés saisissent les banques, pour obtenir d'elles les concours bancaires nécessaires au levier financier, ceci à partir d'un mémorandum de présentation et d'un business plan élaboré grâce aux informations collectées et aux contacts avec le vendeur et son management.

A ce stade, l'architecture générale du montage se dessine précisément, autant d'un point de vue juridique (holding, actionnaires...) que financier (investisseurs, structuration de la dette...). C'est à ce stade que des propositions sont communiquées par les acheteurs potentiels aux conseils du vendeur, qui en retient alors un certain nombre (short list)⁵⁴.

Alors que jusqu'à présent les acquéreurs potentiels ne disposaient que des informations contenues dans le mémorandum de présentation et de celles collectées par eux, ils ont à ce stade accès aux data rooms (consultation dans un temps limité, avec l'aide de leurs conseils, de l'ensemble des informations concernant l'entreprise : comptables, financières, commerciales, sociales, industrielles, technologiques...). A l'issue, les acheteurs remettent une offre ferme qui permet au cédant de retenir l'un d'entre eux. Démarre alors une période d'exclusivité avec l'acquéreur retenu.

⁵² Emmanuelle Duten - Les financements de projets s'invitent de plus en plus dans les LBO - Capital Finance – 19 février 2007

⁵³ Franck Moulin - LBO : l'heure des choix - Capital Finance - 5 juin 2006

⁵⁴ Anne-Laurence Fitere - LBO : quand les PME prennent les devants – Enjeux Les Echos – 1^{er} septembre 2006

Celle-ci servira à auditer la cible afin de confirmer la valorisation proposée. L'audit d'acquisition vise à valider l'ensemble des éléments financiers et comptables, et donc *in fine* les hypothèses du business plan.

Dès lors, les différentes modalités accompagnant la cession que sont les garanties de passif, crédit vendeur, earn out... sont arrêtées. On procède alors au closing, qui consacre l'opération par l'échange des ordres de mouvement de titres et le paiement de l'acquisition ainsi que par l'ensemble des formalités de clôture.

Si ce déroulement type d'une opération de LBO est assez standard, chaque type de LBO aura des variantes, et chaque opération concrète ses spécificités qui se grefferont sur cette trame générale. L'OBO en particulier, dans la mesure où acheteur et vendeur sont identiques (fonds d'investissement exceptés), la recherche d'acquéreurs et la mise en concurrence de ceux-ci n'ont pas lieu d'être. Il n'en demeure pas moins que le processus général de structuration de l'opération restera le même⁵⁵.

1.2.2.1 Le montage financier d'une opération de LBO.

1.2.2.1.1 Principe

Le LBO est, par définition un montage à effet de levier financier, basé sur la création d'une holding, dotée de fonds propres, qui lève les dettes nécessaires à l'acquisition d'une cible commerciale ou industrielle.

L'enjeu principal réside dans la capacité à réaliser un montage équilibré, à savoir un montage qui permette de bénéficier au mieux du triple levier, tout en faisant face aux engagements bancaires qui sont ceux de la holding.

⁵⁵ AFIC – LBO : Guide pratique - 2006

Dernier équilibre à atteindre, celui entre développement industriel de la cible et respect du plan de remboursement de la dette d'acquisition. L'opération de LBO ne doit pas conduire à s'accaparer la totalité des cash-flows de la cible, lui interdisant ainsi tout investissement et obérant par la suite sa croissance⁵⁶. La réussite d'un LBO passe en effet par son caractère équilibré sur la durée du business plan.

Un LBO reste, dès sa mise en place un montage ayant une visée claire dans le temps. Il a vocation à être débouclé, pour permettre un retour sur investissement le plus élevé possible aux partenaires financiers, à horizon de 5 à 7 ans en général.

En conséquence, l'ensemble du financement sera structuré dans cette perspective, à savoir un respect satisfaisant du business plan et une sortie (revente) à moyen terme.

1.2.2.1.2 Le financement du montage.

Aspect central de toute opération d'ingénierie financière, le LBO fait appel à un large faisceau de sources de financement, que nous examinons à ce stade.

Le financement passe, bien entendu par la holding, et non par la cible. Cette dernière finançant simplement son exploitation et ses investissements. Celui de la holding quant à lui sert uniquement à l'acquisition de la cible. C'est la raison pour laquelle une holding pure (sans activités propres) est nécessaire au départ.

1.2.2.1.2.1 Les fonds propres.

Ce sont les apports faits par les actionnaires de la holding, en général en numéraire, mais parfois en nature. Dans le cas de l'OBO, ce seront au départ des titres de la cible.

Les différentes personnes, physiques ou morales présentes au tour de table en apportent chacune une partie : dirigeant, cadres, sociétés de capital investissement...

⁵⁶ Clémence Dunand - Opérations de LBO, mode d'emploi – Investir Hebdo – 10 février 2007

Ils recouvrent les actions, simples ou complexes, les comptes courants d'associés, ou encore les obligations convertibles en actions (OCA). Ils se décomposent entre fonds propres et quasi fonds propres. Les premiers comprennent les apports des repreneurs, dirigeants et investisseurs financiers.

Les quasi-fonds propres quant à eux sont constitués par les obligations convertibles, qui portent intérêt et peuvent être converties en actions sous certaines conditions.

En cas d'échec du LBO, ces capitaux propres ne font évidemment l'objet d'aucune garantie.

La dette quant à elle finance le reste du montant de l'acquisition. Elle se décompose en multiples tranches, chacune ayant sa logique propre et concourant au bon déroulement de l'opération. La taille de l'opération détermine logiquement le nombre de types de financement.

1.2.2.1.2.2 La dette senior.

C'est la dette principale de ce type de montage, qui présente les caractéristiques d'un prêt à moyen terme. Elle est levée auprès de banques traditionnelles, pour une durée de 5 à 7 ans, durée de débouclage habituelle d'un LBO. Son coût est relativement raisonnable, et est calculé en fonction du risque propre à l'opération. En général, du fait de la seniorité de cette dette, son taux est celui des obligations d'Etat (OAT 10 ans) ou de l'Euribor plus 250 à 350 points de base⁵⁷. Elle peut même être divisée en plusieurs tranche (A, B, C voire D), à la rémunération différente⁵⁸. En effet, elles constituent des créances prioritaires pour la holding. Cette dette peut être souscrite par plusieurs banques.

Les banquiers consentant ce type de dette ont accès durant toute la durée de l'opération à un niveau d'information extrêmement élevé quant à la réalisation des objectifs du business plan (et donc des cash-flows servant à payer la dette senior).

⁵⁷ Fabien Jakob - Les opérations de rachat à effet de levier: maximiser la rentabilité en limitant les capitaux propres investis – Le Temps – 21 mai 2007

⁵⁸ Des dettes toujours plus risquées pour augmenter les marges – La Tribune – 6 mars 2007

Ainsi, des clauses contractuelles (les covenants) encadrent très fortement la politique financière de l'entreprise jusqu'à complet remboursement des dettes seniors.

1.2.2.1.2.3 La dette mezzanine.

C'est un financement subordonné, ce qui signifie que son remboursement est conditionné par celui de la dette senior. Il présente donc un risque plus élevé. Son coût l'est par conséquent aussi. Il s'intercale entre les fonds propres et la dette senior. Ce financement est apporté soit par les sociétés de capital investissement, soit par des établissements spécialisés, les mezzaneurs, parfois aussi par des banques traditionnelles.

Cette dette a le caractère d'un emprunt obligataire, remboursé *in fine*. Ce sont des créances subordonnées de manière conventionnelle au remboursement d'autres créances. C'est aujourd'hui un élément important de tout montage de LBO, qui permet de ne rembourser la dette qu'au débouclage et d'alléger les charges financières pendant la période de remboursement de la dette senior.

1.2.2.1.2.4 La dette obligataire.

Dans le cadre de LBO de grande dimension, une émission d'obligations cotées peut être envisagée. Celles-ci devront avoir un haut rendement, dans la mesure où leur remboursement est prévu à terme, après celui de la dette senior. Elles peuvent faire l'objet d'une subordination structurelle⁵⁹ ou contractuelle. Ces obligations à haut rendement (High Yield Bonds) permettent de lever des fonds supplémentaires, en vue du bouclage du financement de l'acquisition⁶⁰.

⁵⁹François Poulet – Allen & Overy : « le porteur de high yields a un droit direct sur les actifs de l'émetteur et un droit structurellement subordonné sur les actifs des filiales » - Conférence B Capital.

⁶⁰ Laurent Flallo - LBO : la dette mezzanine se substitue aux « junk bonds » - Les Echos – 2 mars 2006

C'est une alternative à la dette mezzanine, par ailleurs elle permet de répondre aux besoins financiers d'entreprises ayant difficilement accès aux financements bancaires. Cela donne accès aux marchés financiers désintermédiés si les financements intermédiés sont insuffisants.

L'autre avantage est que ça ne se traduit pas par le même niveau de surveillance de l'entreprise que dans le cadre des prêts traditionnels.

Cela étant, pour les opérations d'OBO, ce type de financement est irréaliste, les montages n'ayant pas vocation à concerner ce type de capitalisation. D'autant que les frais de mise en place de ces instruments financiers sont pour le moins lourds. Les LBO concernés sont ceux dont les financements s'expriment en centaines de millions d'euros.

1.2.2.1.2.5 Le prêt relais.

Ce type de financement ne concerne que le court terme. En effet, si l'un des sources de financement, comme la remontée de dividendes exceptionnels ne peut avoir lieu avant le closing, un prêt relais peut y suppléer⁶¹.

Dans ce cas, celui-ci est en général consenti par l'émetteur de la dette senior, à des conditions de rémunération proches.

1.2.2.1.2.6 Le crédit vendeur.

C'est un mode de financement en ce sens que c'est l'un des moyens utilisé pour boucler le tour de table. En même temps, en cas de désaccord sur le prix, cela permet de subordonner la frange supérieure du paiement au bon déroulement de l'opération, cette dette ne faisant en général l'objet d'aucune garantie particulière.

Il est remboursé au bout d'un laps de temps allant de plusieurs mois à plusieurs années, et porte intérêt. En revanche, son cadre exact est, là encore, le fruit d'une négociation contractuelle, dont le but est clairement d'impliquer le vendeur dans la réalisation des objectifs du business plan.

⁶¹ AFIC – LBO : Guide pratique

Une subordination peut être demandée par rapport à la dette senior, afin que celle-ci reste bien prioritaire sur toutes les autres créances.

1.2.2.1.2.7 L'earn out.

Aussi appelé complément de prix, ce n'est pas exactement un moyen de financement mais aussi partiellement une modalité de paiement de prix, comme le crédit vendeur.

C'est néanmoins l'un des aspects financier important de l'opération. Il permet de limiter pour le vendeur le risque de surévaluation du prix.⁶² Cela contribue aussi à associer le cédant au bon déroulement du business plan, puisqu'il y a très clairement intérêt.

Une partie du prix de cession sera déterminée par les résultats futurs de l'entreprise pendant une période déterminée. Ce prix doit être déterminable sans nouvelle négociation et accord des deux parties, ce sans quoi la vente n'est pas valide, le Code prévoyant la détermination du prix comme condition de validité d'une vente⁶³. Ces clauses de révision du prix en fonction de ses performances, par essences futures, donc indéterminées continuent de comporter des risques juridiques au regard de la prohibition de l'indétermination du prix⁶⁴. En conséquence, non seulement la rédaction de l'acte de cession devra être précise et viser une méthode de détermination du prix qui ne nécessite plus un nouvel accord des parties mais également l'acte devra décrire une méthode objective de calcul du référentiel comptable utilisé⁶⁵.

On aboutit donc, en général à une structuration du financement type, que retrace le tableau suivant :

⁶² Resetting the Playing Field For Mid-Market M&A - Mergers & Acquisitions: The Dealmakers Journal – 1er octobre 1999

⁶³ Selon l'article 1591 du Code civil : "Le prix de la vente doit être déterminé et désigné par les parties". Toutefois, selon l'article 1592 du Code civil « Il peut cependant être laissé à l'arbitrage d'un tiers ; si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente ».

⁶⁴ Arrêt du 14 décembre 1999 de la Cour de cassation

⁶⁵ Charles-Emmanuel Prieur - Pourquoi et comment rédiger une clause d'earn out - UGGC & Associés

Financement type de LBO		
Actions ordinaires Actions de préférence	Fonds propres	30/35%
Prêts actionnaires Payment-in-kind (PIK) Pay-if-you-can (PIYC) Mezzanine type	Dette mezzanine	30/35%
Dette senio r	Dette classique	30/35%
Crédit vendeur		Variable

La traduction de ces différents éléments à travers le montage de LBO est illustrée par l'opération type suivante.

1.2.2.2 Opération type de montage de LBO

Dans le cas d'un montage de LBO, on considère trois éléments majeurs, en premier lieu, la valeur d'acquisition de l'entreprise, ensuite le business plan qui conditionnera le bon déroulement de l'opération et enfin, le financement du montage, structuré entre capitaux et différents types de dettes.

On peut ici donner un exemple type de montage de LBO, ceci afin de mettre en lumière sa structuration et son déroulement.

Le financement de la cible, valorisée à 250 M€ (valeur des fonds propres), est assuré par des fonds propres (90 M€) et par des dettes (150 M€). Ces dernières sont structurées selon les principes de séniorité que nous étudierons par la suite.

En l'occurrence, on ne procède pas à l'issue à une cession de la cible, celle-ci étant conservée, comme c'est souvent le cas dans le cadre spécifique d'un OBO.

On obtient donc la structure suivante, selon des hypothèses conformes à la réalité des montages réalisés au moment de la rédaction de cette thèse, en France⁶⁶.

Montage financier		(M€)					
Prix d'acquisition			250				
Hypothèses clés de financement							
Investissement en FP	40%		100				
Total Debt	60%		150				
Dette		Prix		Remboursement			
Dette senior - tranche A	13%	1.0x	34	Euribor +	225bps	Durée	5ans
Dette senior - tranche B	13%	1.0x	34	Euribor +	275bps	Durée	6ans
Dette senior - tranche C	13%	1.0x	32	Euribor +	325bps	Echéance	2007
Mezzanine	20%	1.5x	50	Euribor +	900bps	Echéance	2009
Euribor 3 M	4.183%	(2 août 2007)					150
Multiple d'EBITDA	7.5 x	▶	250				

On structure la dette senior en trois tranches :

- tranche A, remboursée pendant 5 ans
- tranche B, remboursée pendant 6 ans
- tranche C, remboursée à partir de 2007

La dette mezzanine quant à elle le sera en 2010, toute la dette senior ayant déjà été remboursée.

On aboutit au compte de résultat suivant, compte tenu des différents niveaux d'intérêts liés à chacune des tranches de dette. En effet, le LBO pèse fortement sur les frais financiers de l'ensemble consolidé.

Ainsi structuré, le LBO conduit à endetter lourdement la holding afin de permettre à celle-ci de procéder à l'acquisition de l'intégralité des titres de la cible. Ceci donne donc le bilan post-acquisition de la holding suivant, qui reprend les différentes catégories de dettes déjà identifiées.

⁶⁶ L'année 2000 comme année de réalisation de l'opération a été retenue afin de rendre plus aisée la lecture du déroulement des échéances.

Bilan Holding			
Titres de la cible	250	Fonds propres	100
		Dettes	
		Dette mezzanine	50
		Dette senior tranche C	32
		Dette senior tranche B	34
		Dette senior tranche A	34
Total Actif	250	Total Passif	250

Le compte de résultat suivant correspond à celui du groupe consolidé (Holding et cible), bénéficiant de l'intégration fiscale, selon un schéma de LBO traditionnel.

On considère par ailleurs que la cible ne jouit d'aucune trésorerie excédentaire à la base.

Compte de résultat												
Montant investi :		250M€										
Données en € m		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Année		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Chiffre d'affaires		300	320	350	380	430	475	520	550	561	572	584
Croissance			6.7%	9.4%	8.6%	13.2%	10.5%	9.5%	5.8%	2.0%	2.0%	2.0%
EBITDA		30	34	36	40	48	49	55	65	66	68	69
En % de chiffre d'affaires		10.0%	10.5%	10.3%	10.5%	11.2%	10.3%	10.6%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
Amortissements		(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)
EBIT		22	25	26	29	36	37	43	52	53	54	55
En % de chiffre d'affaires		7.3%	7.7%	7.4%	7.6%	8.4%	7.8%	8.3%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
Dettes												
Dette senior - tranche A			(2)	(2)	(1)	(1)	(0)	(0)	0	0	0	0
Dette senior - tranche B			(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	0	(0)	0	0	0
Dette senior - tranche C			(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(1)	0	0	0
Mezzanine			(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	0
Financement additionnel / excès de cash				(1)	(2)	(3)	(3)	(4)	(4)	(4)	(2)	(4)
Frais financiers			(13)	(14)	(14)	(14)	(14)	(13)	(12)	(10)	(9)	(4)
Résultat courant avant impôt			11	12	15	22	23	30	40	43	45	51
Impôt @ 33.3%			(4)	(4)	(5)	(7)	(8)	(10)	(13)	(14)	(15)	(17)
Résultat net												
En % de chiffre d'affaires			2.3%	2.4%	2.7%	3.4%	3.3%	3.8%	4.9%	5.1%	5.2%	5.9%

Ainsi, au départ le résultat d'exploitation est-il presque totalement consacré au paiement des frais financiers.

Par ailleurs, c'est la croissance du chiffre d'affaire, et partant celle de l'Ebitda sur la période, qui permet d'envisager la réussite finale du LBO. Une hypothèse de stagnation relative ne permettrait pas la mise en place d'un tel montage (ce qui justifie les conditions de définition de la « cible idéale »).

De même, comme le souligne le tableau de trésorerie suivant, le remboursement du principal de la dette conduit-il à devoir lever un financement complémentaire pour permettre de financer à la fois le LBO lui-même, les investissements et la variation du BFR⁶⁷.

Flux de trésorerie											
Données en € m	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Résultat net	881015162027283034										
Amortissements	9	10	11	12	12	12	12	13	13	13	13
Investissements	(11)	(12)	(13)	(14)	(14)	(14)	(14)	(15)	(15)	(15)	(15)
Variation BFR	(10)	(10)	(10)	(9)	(8)	(5)	(5)	(5)	(3)	(3)	(3)
Cash flow avt remboursement de la dette	(4)	(4)	(2)	4	6	13	20	23	25	29	29
Tranche A	(7)	(7)	(7)	(7)	(6)	0	0	0	0	0	0
Tranche B	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)	(4)	0	0	0	0	0
Tranche C - exigée	0	0	0	0	0	0	(20)	(3)	0	0	0
Mezzanine	0	0	0	0	0	0	0	0	(50)	0	0
Cash flow disponible	(17)	(16)	(14)	(9)	(6)	9	(0)	20	(25)	29	29
Tranche C - remboursement prématuré	0	0	0	0	0	(9)	0	3	0	0	0
Financement additionnel	17	16	14	9	6	0	0	(23)	25	(29)	(29)
Financement additionnel cumulé	17	33	47	55	61	61	61	38	63	34	34

On observe le remboursement progressif de la dette senior, dans ses tranches A et B, puis celle de la tranche C, et enfin, celui de la mezzanine, à la fin de la période.

⁶⁷ Besoin en fonds de roulement, qui représente le décalage de trésorerie provenant de l'activité courante de l'entreprise.

Il est obtenu par l'addition des comptes de stocks (matières premières, marchandises, produits et travaux en cours, produits finis) et de créances d'exploitation (encours clients, avances versées à des fournisseurs et autres créanciers d'exploitation), diminuée des dettes d'exploitation (dettes fournisseurs, dettes fiscales et sociales, avances reçues de clients et autres débiteurs d'exploitation) – Définition tirée de : Finance d'entreprise – Pierre Vernimmen

Dette financière

Montant investi : 250M€

Données en € m	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Dette senior - tranche A	34	27	20	13	7	1	0	0	0	0	0
Dette senior - tranche B	34	28	22	17	11	6	2	0	0	0	0
Dette senior - tranche C	32	36	36	36	36	36	32	0	0	0	0
Mezzanine	50	50	50	50	50	50	50	0	0	0	0
Financement additionnel / excès de cash		17	33	47	55	61	61	61	38	63	34
Dette	150	158	161	163	160	154	145	112	88	63	34
Capitaux propres investis	100	108	116	126	141	156	176	203	232	261	296
Gearing (D/FP)	1.50	1.47	1.39	1.30	1.13	0.98	0.82	0.55	0.38	0.24	0.12

La dette d'acquisition, complétée par un financement additionnel, est progressivement remboursée. Ceci explique que la dette globale croisse pendant 4 exercices, avant de décroître du fait du remboursement de la première tranche de dette senior et de la hausse des résultats.

Principaux ratios financiers

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Remboursement de la dette sénior	0%	9%	21%	34%	46%	58%	66%	100%	100%	100%	100%
Remboursement de la dette totale	0%	-5%	-8%	-9%	-7%	-3%	3%	25%	41%	58%	77%
Dette senior / EBITDA	3.3x	2.7x	2.2x	1.7x	1.1x	0.9x	0.6x	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x
Dette nette / EBITDA	5.0x	4.7x	4.5x	4.1x	3.3x	3.1x	2.6x	1.7x	1.3x	0.9x	0.5x
EBITDA / Frais financiers	2.5x	2.6x	2.9x	3.5x	3.6x	4.2x	5.6x	6.3x	7.3x	17.4x	
EBITDA- Invest / Frais financiers	1.7x	1.8x	2.0x	2.5x	2.6x	3.2x	4.3x	4.9x	5.7x	13.6x	
Dette senior / Dette junior + Capitaux propres	68%	67%	64%	57%	50%	42%	24%	13%	24%	12%	
Dettes / Capitaux propres	147%	139%	130%	113%	98%	82%	55%	38%	24%	12%	

L'Ebitda représente au minimum 2,5 fois les frais financiers, ces derniers représentant au maximum 50% de l'Ebit.

Si l'on considère une cession en 2008, on pose des hypothèses de multiples de 7,5 à 10,5, le gain représentant alors, par rapport à l'investissement initial entre 309 et 508 M€, ce qui représente un TRI allant de 16,94% à plus de 22%.

Analyse LBO								
Sortie		2008						
<i>Multiple d'EBITDA de sortie</i>		7.5x	8.0x	8.5x	9.0x	9.5x	10.0x	10.5x
EBITDA sur année	2008	66	66	66	66	66	66	66
Valeur d'entreprise		497	530	564	597	630	663	696
Dette financière nette		(88)	(88)	(88)	(88)	(88)	(88)	(88)
Valeur des fonds propres		409	442	475	508	542	575	608
Investissement initial		100	100	100	100	100	100	100
TRI		16.94%	17.96%	18.91%	19.80%	20.65%	21.45%	22.21%

Ceci permet de comprendre le déroulement exact d'une opération de LBO. En l'occurrence un financement à 40% de fonds propres et 60% de dettes soumet le déroulement du LBO à une forte pression financière. Cela explique donc que les exigences d'apport en fonds propres soient plus élevées actuellement qu'elles ne l'étaient auparavant.

On obtient néanmoins un niveau de TRI de l'ordre de 20% si la cession est réalisée sur la base d'un multiple d'Ebitda de 9, ce qui semble en ligne avec les transactions actuelles. Le niveau de TRI est alors très satisfaisant.

1.3 Une réponse efficace à travers l'OBO

1.3.1 Principes généraux de l'Owner Buy Out

En tant que montage basé sur la trame du LBO, l'OBO est une réponse efficace aux multiples situations précédemment exposées.

En effet, c'est avant tout une réponse, intéressante semble-t-il, à une réflexion patrimoniale logique pour tout entrepreneur ayant créé sa société, et qui pense être arrivé à un tournant soit de son développement industriel, soit de sa vie familiale ou professionnelle.

Une telle perspective aide ou incite à clarifier ses propres objectifs. La flexibilité du montage autorise une véritable démarche intellectuelle, aussi bien quant à l'avenir de son entreprise que concernant les projets du dirigeant qui en est l'actionnaire principal.

En l'espèce, l'OBO est autant une réponse à des aspirations personnelles qu'une source d'interrogations légitimes.

Par ailleurs, cela doit conduire à réexaminer la structure du capital, aspect central de l'OBO, par ailleurs nécessaire pour éviter la qualification d'abus de droit.

La remise à plat de la structure du capital concerne tant les héritiers potentiels que les cadres dirigeants qu'il serait pertinent d'associer plus étroitement ou les partenaires financiers qui pourraient être de véritables atouts dans le développement de l'entreprise.

De même le processus préalable au montage lui-même est avant tout un processus de formalisation d'objectifs et d'implication des parties prenantes. Ces dernières souvent négligées dans la plupart des PME prennent alors une importance nouvelle, ce qui a en général des effets bénéfiques sur l'exploitation.

La mise en place d'un OBO peut par ailleurs se révéler être une source d'efficacité générale pour l'entreprise, au-delà de la simple formalisation d'une stratégie à moyen terme.

En soi, cet objectif est déjà positif, rares étant les entreprises familiales à formaliser un plan de développement tant industriel que commercial ou financier à moyen terme.

Un OBO contraint d'une certaine manière à établir un business plan, et donc à localiser les potentiels de croissance et de rentabilité.

En effet, nous savons que la croissance des entreprises ayant fait l'objet d'un LBO, et dont un fonds d'investissement est l'un des actionnaires, est supérieure à celle de l'économie dans son ensemble et du secteur privé en particulier. Ces entreprises connaissant une croissance annuelle ces dernières années de près de 7%⁶⁸, un montage de haut de bilan comme un OBO serait donc de nature à doper la croissance de la cible, en renforçant les exigences et le suivi.

La mise en place de procédure de due diligence, nécessaire dès lors qu'un fonds entre au capital d'une entreprise sera l'occasion d'un audit détaillé, aussi bien financier et comptable qu'industriel ou écologique. Les études stratégiques menées dans ce cadre peuvent offrir des opportunités nouvelles à l'entreprise.

Le regard extérieur apporté par les procédures d'audit, de même que la vigilance des fonds d'investissement quant au respect du business plan sont clairement à même de renforcer la rigueur et l'efficacité d'une entreprise ayant fait l'objet d'un OBO.

La spécificité d'un OBO par rapport à un LBO classique tient au fait que le propriétaire reste, après l'opération, l'un des actionnaires majeurs et en même temps le dirigeant de l'entreprise. Cette spécificité est en elle-même une opportunité⁶⁹.

En effet, nous savons que deux raisons majeures expliquent l'échec des LBO :

- Tout d'abord, l'optimisme excessif de business plan dont les objectifs ne sont finalement pas atteints. Ceci provient principalement de l'asymétrie d'information entre l'acquéreur et le vendeur, ce dernier ayant intérêt à maximiser le prix, donc les perspectives de cash-flows futurs. Si le vendeur et l'acheteur sont, à quelques nuances près la même personne, les intérêts des uns et des autres en deviennent congruents.

⁶⁸ AFIC – Rapport annuel 2006

⁶⁹ Noro-Lanto Ravisy – Owner Buy Out, le LBO à double détention - Chronique Capital Investissement - 15 novembre 2005

- Par ailleurs, qui est plus indiqué que le dirigeant historique d'une entreprise pour déterminer ses capacités à générer des cash-flows pour les cinq années suivantes ? Et donc par là même les capacités contributives de la cible au remboursement de la dette d'acquisition ?

Un tel montage supprime déjà la cause d'échec majeur des LBO actuels⁷⁰.

Le second écueil est le mauvais choix de l'équipe de reprise. En effet, dans la plupart des cas, un LBO se traduit par des changements à la tête de l'entreprise, changements qui peuvent être bénéfiques ou se révéler un facteur d'échec majeur.

Les tentatives qui consistent à inclure une clause d'earn out, ou à obtenir de l'ancien dirigeant qu'il demeure pendant un certain temps au sein de l'entreprise ne résolvent pas totalement ces difficultés.

Si, à l'inverse, ce dernier reste l'actionnaire de référence, cet aléa est intégralement supprimé.

Mais cette réponse est, nous semble-t-il, avant tout pertinente parce qu'elle permet d'utiliser les techniques les plus modernes de l'ingénierie financière et juridique afin de résoudre des problèmes qui sont consubstantiels de tout développement entrepreneurial. C'est à ce titre, que l'OBO est véritablement un outil intéressant.

Dans la perspective qui est la nôtre, il faut garder à l'esprit qu'à la différence du LBO qui a une logique intrinsèquement financière, l'OBO procède quant à lui d'une logique avant tout patrimoniale. Si le LBO cherche la cible idéale pour profiter au mieux du triple effet de levier déjà exposé, ce montage-ci part de la cible, qui est la donnée de base, en vue d'optimiser une stratégie globale. De ce point de vue, l'OBO est à la fois une opération sur mesure tant dans sa logique que dans son architecture⁷¹.

Par ailleurs, dans un pays où les prélèvements obligatoires représentent près de 44,2% du PIB, l'OBO peut, à la différence du LBO, avoir une logique de départ fiscale. Ceci fait alors de lui un

⁷⁰ François Vidal - L'essor des opérations secondaires bouleverse le marché du LBO français – Les Echos – 1^{er} octobre 2004

⁷¹ Georges-Edouard Buet – l'OBO : un outil de gestion du patrimoine professionnel efficace – Option Finance – 2 octobre 2006

montage d'optimisation patrimoniale et fiscale, même si une telle optique ne peut se suffire à elle-même sous peine d'être considérée comme abusive.

La compréhension du mécanisme de l'OBO ne pouvant être dissociée de sa mise en place concrète, l'examen de plusieurs montages emblématiques, répondant aux cas abordés en I. A., servira de préalable à l'étude des modes d'optimisation (2^{ème} et 3^{ème} Parties).

1.3.2 OBO : Cas pratiques.

Efficace en tant que réponse à des logiques diverses, l'OBO est basé sur une trame générale, adaptant son architecture exacte à la problématique majeure de l'entrepreneur.

Les cas évoqués en I. mettaient en exergue les différentes situations conduisant à un montage d'OBO qui, reprenant le cadre du LBO doit maintenant être illustré.

Si l'on examine parmi les différentes situations d'entreprises familiales, celle où le dirigeant souhaite rééquilibrer ses patrimoines professionnel et personnel, en vue de conserver son entreprise ou de préparer sa succession, on aboutit à un montage « de base ». C'est celui que nous allons détailler dans un premier temps.

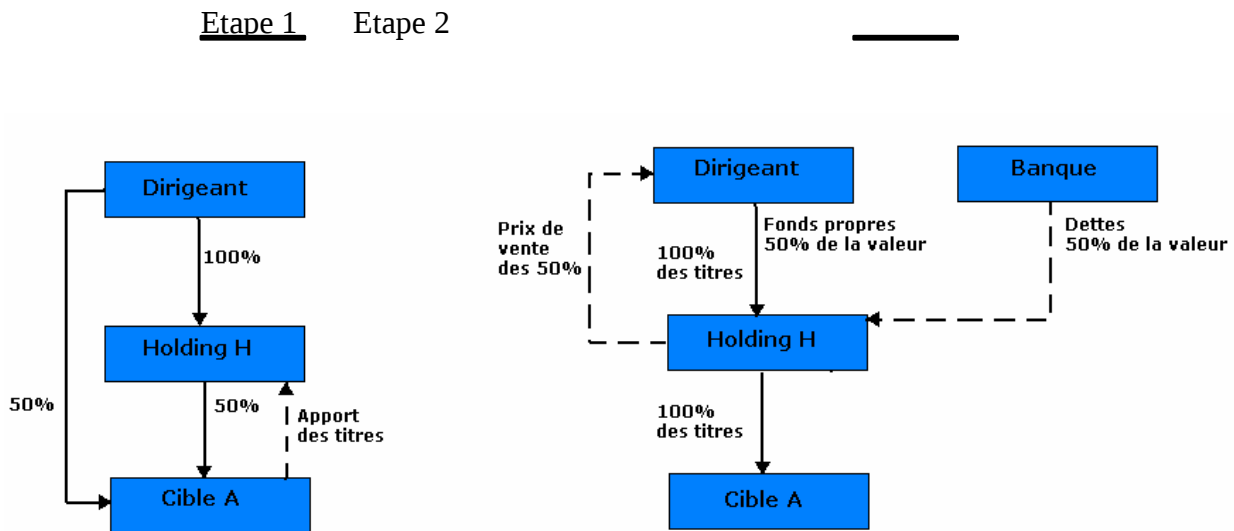
1.3.2.1 Une opération de rachat à soi-même.

Prenons le cas de l'entreprise que nous avons appelé « A ». Celle-ci a une valeur estimée à 1000, et réalise un résultat net annuel de 120, dont elle distribue un tiers à ses actionnaires, en l'occurrence la famille du dirigeant.

En considérant que la société en question est le principal actif détenu par l'entrepreneur, celui-ci a intérêt à sécuriser une partie de la valeur de celle-ci, afin de se mettre à l'abri d'un dépôt de bilan éventuel.

Le dirigeant commence par créer une holding H, à laquelle il apporte 50% des titres de A. Dans un second temps, la holding H acquiert les 50% de titres restants, grâce à un financement bancaire, ce qui permet à l'entrepreneur d'encaisser 500. Il s'acquittera alors de la fiscalité sur les plus-values sur les 500 provenant de la cession de ses titres.

Ceci aboutit au schéma suivant :



La dette représente un peu plus de 4 années de résultat, elle sera remboursée sur une durée de 6 à 7 ans, afin de laisser à A la possibilité de se développer.

Le dirigeant a donc bien procédé à un rééquilibrage total de son patrimoine personnel et de son patrimoine professionnel.

Si l'entrepreneur, alors propriétaire de 100% de la holding H souhaite préparer sa succession, il peut procéder à une donation des titres de la holding à son fils, ceci pour une valeur imposable moindre que si il lui avait donné directement les titres de A.

Dans cette configuration, le dirigeant, une fois retraité pourra placer les sommes provenant de la cession de ses titres, ce qui lui assurera un revenu substantiel, remplaçant en cela les dividendes qu'il percevait auparavant.

Par ailleurs, on pourra lui conseiller de faire entrer un fonds d'investissement, afin de réduire la dette bancaire à lever et de bénéficier du concours de partenaires financiers pour une nouvelle étape du développement de son entreprise. De même, il aura la possibilité de faire entrer les principaux cadres au capital de la holding, faisant de l'opération d'OBO une véritable stratégie en soi.

C'est ici le cas le plus simple, l'actionnaire unique de A restant l'actionnaire unique de B, ceci dans une perspective avant tout patrimoniale. Il permet à ce titre de bien comprendre le mécanisme de base.

1.3.2.2 Vers une optimisation du rachat de sa propre société.

L'une des problématiques habituelles de certaines PME est la constitution de réserves de trésorerie à l'utilisation sous optimale. En effet, la fiscalité sur les dividendes n'incite pas, en soi, les dirigeants à procéder à des distributions, lourdement imposées à l'IR.

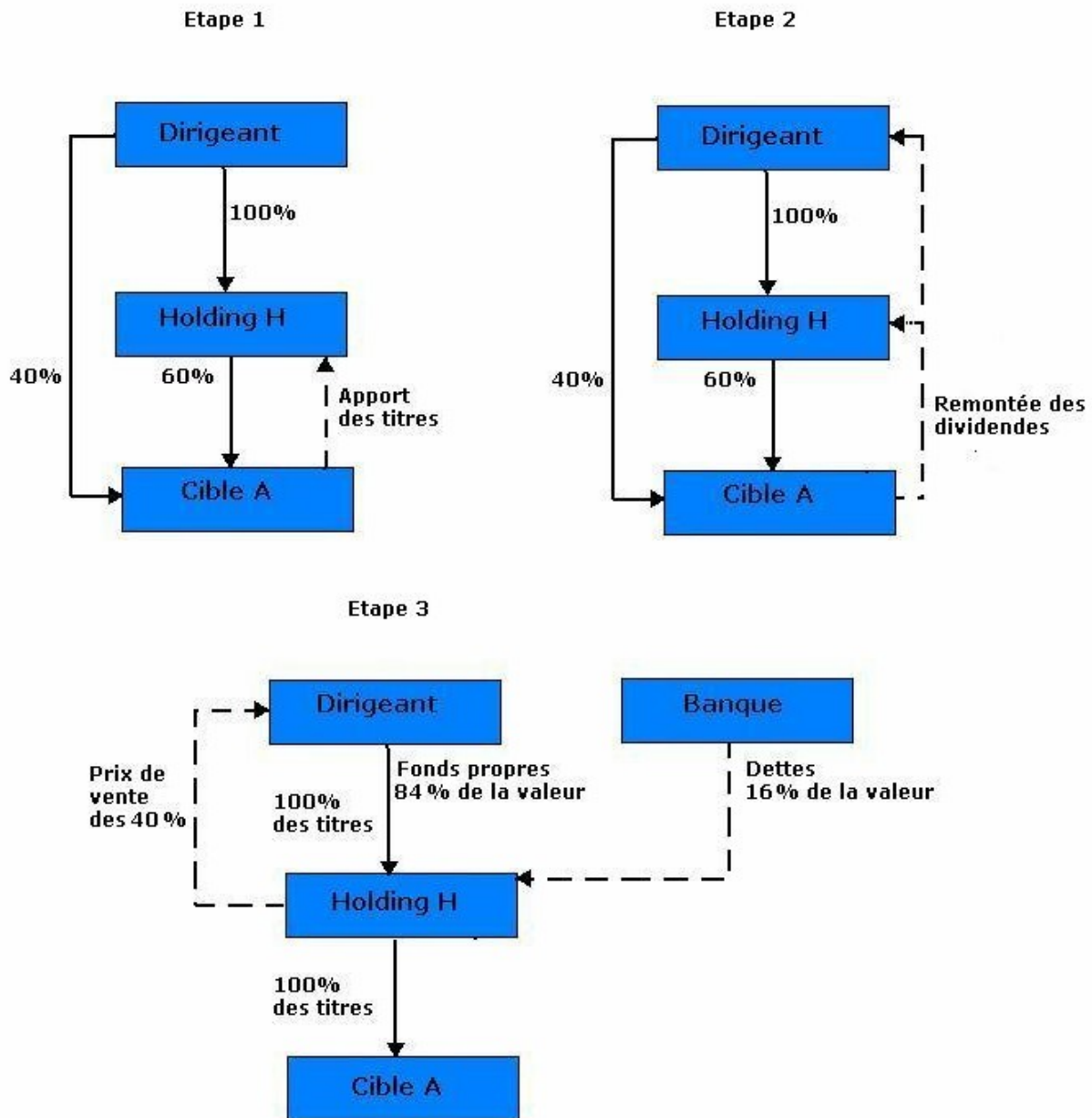
Si l'on reprend la configuration précédente, l'entreprise B valant 1000, ayant un résultat annuel de 120 et une trésorerie de 500, dont seuls 100 sont nécessaires à l'exploitation.

La première étape reste comme dans tout cas d'OBO la constitution d'une holding H, par apport de 60% des titres de B.

B procède alors à la distribution d'un dividende exceptionnel de 400, correspondant à la trésorerie inutilisée. 240 remontent donc vers la holding H, et 160 sont distribués au dirigeant. La holding procède alors à l'acquisition des 40% de B détenus par le dirigeant, pour un montant de 400. Ce montant est financé à hauteur de 240 par les liquidités procurées par le dividende exceptionnel (on néglige la fiscalité sur la distribution de dividendes intra-groupe) et de 160 par

endettement bancaire classique. La dette d'acquisition correspond alors à moins d'un an de demi de résultat de la cible.

Ce montage en 3 étapes apparaît clairement dans la série de schéma suivante :



Le dirigeant a finalement encaissé 160 de dividende exceptionnel et 400 de prix de cession, soit 560 (40% de 1000 + 400).

L'OBO réalisé permet alors de rééquilibrer le patrimoine de l'entrepreneur tout en optimisant l'utilisation de sa trésorerie.

Pour autant, ces deux montages répondent à des besoins certes réels pour les dirigeants, mais ils ne se traduisent pas par une évolution de la structure du capital, ce qui est pourtant l'une des opportunités offertes par un OBO.

1.3.2.3 Une véritable restructuration du capital via l'OBO.

Retenons enfin le cas d'une entreprise C, valorisée à 1000, comme les précédentes, réalisant un résultat de 120 et disposant d'une trésorerie de 100, nécessaire à l'exploitation.

Celle-ci est structurellement victime d'une insuffisance de fonds propres. Par ailleurs, elle se positionne sur un marché en forte croissance, ce dont elle ne profite que partiellement du fait de sa sous capitalisation.

Le dirigeant, souhaitant développer son entreprise tout en gardant le contrôle pourrait faire entrer au capital de celle-ci un fonds, afin d'en assurer le développement. Néanmoins, un tel mécanisme ne lui permettrait ni de mettre à l'abri une partie de son patrimoine, ni de bénéficier du moindre effet de levier.

Il procède donc à la création d'une holding H, par apport de 40% des titres de C, ce qui correspond à un montant de 400. Un fonds d'investissement F apporte à son tour 300 à la holding H. Les cadres quant à eux amènent 90.

La holding a donc un capital de 790, et 390 de liquidités.

Le dirigeant reste majoritaire au sein de la holding, et possède encore 60% des titres de la cible C.

En effet, le capital de la holding est réparti entre le dirigeant (50,6%), le fonds d'investissement F (37,9) et les cadres (11,39%).

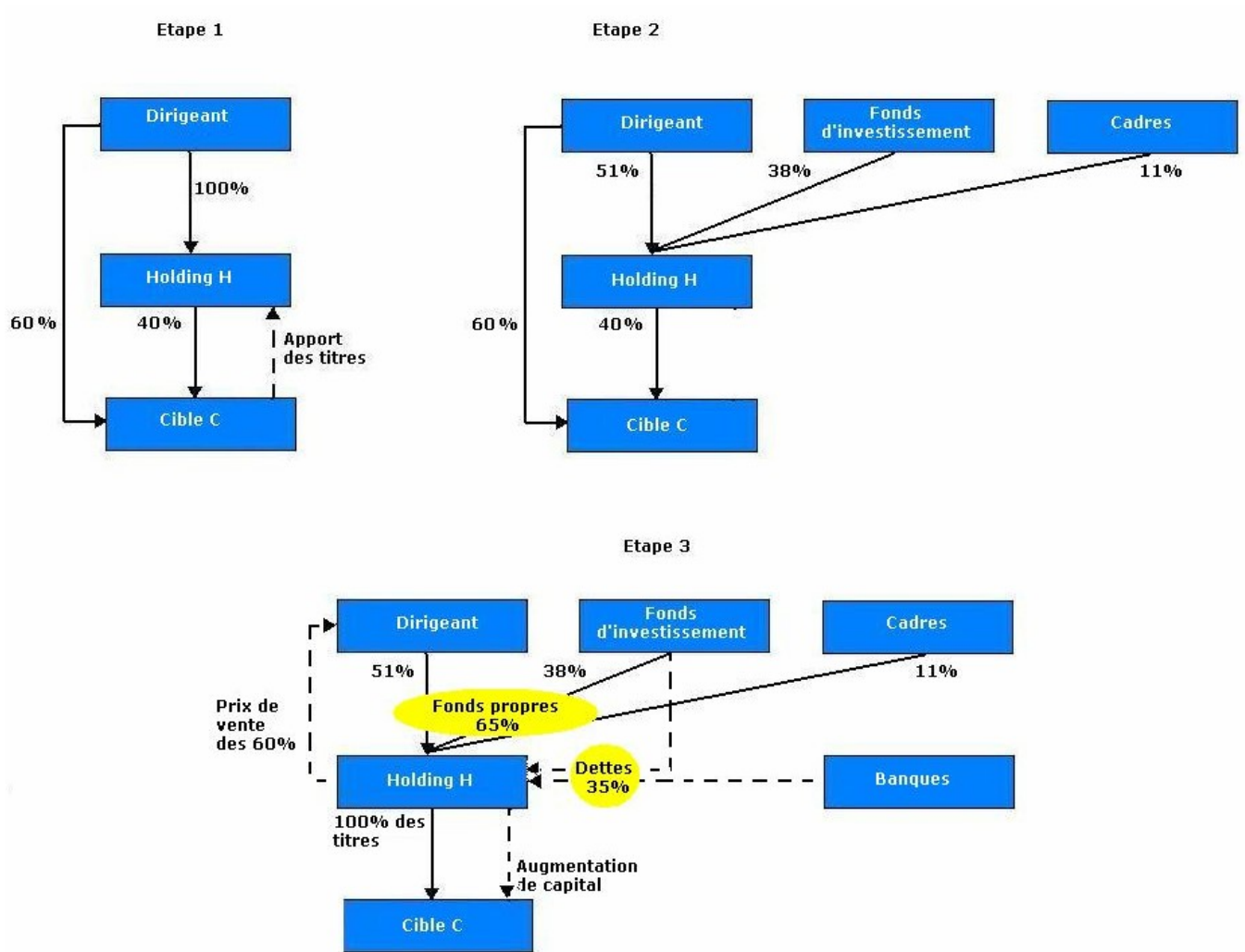
La holding lève alors une dette de 410, répartie entre 200 de dette senior classique et 210 d'obligations convertibles émises par le fonds d'investissement F.

Ceci porte donc les liquidités de la holding H à 800.

La holding procède alors au rachat des 60% de la cible C détenus par l'entrepreneur pour un montant de 600. Par ailleurs, elle procède à une augmentation du capital de l'entreprise industrielle C de 200. La cible a alors les moyens de financer son développement industriel et commercial.

La dette bancaire à laquelle la holding devra faire face s'élève à 210, soit moins de 2 ans de résultat net.

Ceci se traduit par une évolution de l'opération que résume la série de schémas présentée ci-dessous.



Si, comme prévu au business plan l'entreprise C connaît une croissance forte durant les 5 années suivantes, on peut prévoir une valorisation de sortie de l'ordre de 2000.

Si les obligations du fonds F sont converties en actions, celui-ci obtiendra 1000, pour une mise de 500. L'entrepreneur obtient quant à lui 800, tout en ayant conservé le contrôle de son entreprise jusqu'à la cession finale.

Si les obligations sont remboursées, le fonds F recevra alors 684, le dirigeant près de 900.

Les cadres quant à eux toucheront entre 180 et 220 selon que les OC sont converties ou non.

En l'espèce, ce montage permet d'actionner le levier financier, une holding capitalisée 790 détenant une cible dont la valeur des titres s'élève à 1200.

De même, le levier juridique fonctionne, puisqu'une majorité simple dans le holding permet à l'entrepreneur de conserver le contrôle de la cible C.

Enfin, il en va de même du levier opérationnel, puisqu'une sur-implication des cadres désormais actionnaires est prévisible (ceux-ci devant d'ailleurs souvent investir une partie de leur patrimoine propre, voire emprunter pour participer au tour de table).

En revanche, le dirigeant conservant le contrôle de la holding, le levier fiscal ne fonctionnera pas, en raison de l'amendement Charasse. Ceci pourra donc faire l'objet d'une optimisation propre.

Le souhait du dirigeant de rééquilibrer son patrimoine tout en continuant à développer son entreprise est ainsi pleinement réalisé. Il reçoit en effet une somme importante lors de la cession finale de son entreprise.

Ce dernier montage, certes plus complexe que les précédents, intègre bien des partenaires nouveaux et sert donc de socle à une stratégie qui devient plus que simplement patrimoniale. En effet, entrent au capital des partenaires qui auront un rôle important dans le développement économique de la cible :

- Les cadres, en tant qu'actionnaires, pour lesquels des mécanismes de ratchets peuvent être mis en place, qui permettent de suppléer à la faiblesse des apports personnels potentiels.
- Le fonds d'investissement, par ses capacités financières, le contrôle qu'il apporte à la gestion de la cible et à la bonne remontée des dividendes et enfin à son expérience en terme de valorisation de sortie.

De plus, comme exposé précédemment, le processus de montage de l'opération peut se révéler très bénéfique en terme de rationalisation, de mise à plat des objectifs et de définition d'une stratégie.

C'est bien évidemment vers des opérations de ce type que l'ingénierie financière et juridique oriente les entrepreneurs désireux de réaliser eux-mêmes une opération de haut de bilan sur leur

entreprise. C'est logique, puisque cela permet de maximiser les effets positifs de l'opération et de répondre aux nombreuses logiques en présence.

Bien entendu, un tel montage doit faire l'objet de nombreuses opérations d'optimisation, qu'elles soient financières, juridiques, fiscales, voire industrielles ou humaines.

Les deuxième et troisième parties de cette thèse y seront donc consacrées, les logiques en présence, la technique du LBO ainsi que la structure de base de l'OBO ayant déjà été développées (1^{ère} Partie).

2 L'ingénierie financière et juridique au service d'un projet global.

2.1 Le montage de l'OBO : une véritable architecture financière.

Comme nous l'avons déjà indiqué, l'OBO reprend la trame générale du LBO, en particulier la structuration de celui-ci autour d'un levier financier.

Aussi développerons-nous l'architecture financière qui sera mise en place dans le cadre d'un OBO, pour terminer par les possibilités d'optimisation financière qu'offre ce montage pour la cible elle-même.

2.1.1 Les principes de base de l'optimisation du levier financier.

La première condition pour mettre en place un levier financier reposant sur sa propre entreprise est bien évidemment que cette dernière réponde à un certain nombre de critères. En résumé, qu'elle approche au mieux ce que l'on pourrait appeler la cible idéale, puisqu'en l'espèce, la société cible est donnée dès le départ.

On peut résumer l'ensemble des conditions à travers l'idée que l'entreprise doit être financièrement et économiquement saine et qu'elle doit disposer de perspectives de croissance réelles.

En effet, cela conditionne la réalisation de plus-values potentielles lors de la sortie finale et donc l'attrait pour les investisseurs qui prendront part à l'OBO. Par ailleurs, si elle connaît une croissance extrêmement forte, un risque de conflit entre investissements industriels et remboursement de la dette d'acquisition est probable. Idéalement l'entreprise sera à maturité, sur un marché en croissance.

Sa rentabilité doit être élevée, et surtout constante. En effet, le montage suppose une visibilité financière sur 5 ans en général. On attend donc de l'entreprise qu'elle génère des cash-flows prévisibles, et suffisants pour faire face à la dette d'acquisition pendant toute la durée de l'opération.

De plus, sa structure financière importe autant que ses résultats financiers annuels. Ainsi, ses dettes d'exploitation ainsi que ses dettes à long terme doivent être limitées, le montage visant à générer un fort endettement. Si celui-ci existe déjà, cela reviendrait à endetter une entreprise surendettée, ce qui serait excessivement risqué.

A l'inverse, une trésorerie excédentaire est souhaitable, celle-ci permettant ainsi de faire face au besoin courant de l'entreprise sans mettre en péril le bon déroulement de l'opération d'OBO.

Afin de bénéficier des concours financiers nécessaires au montage, la présence d'actifs corporels substantiels mais surtout réalisables sera très utile. Sans servir de garantie juridique directe, ils contribuent à réduire fortement le risque du montage.

Pour finir, si le bilan présente des réserves distribuables élevées, ce sera une source intéressante de financement supplémentaire pour le montage de reprise.

Ensuite, la valorisation de la cible représente un aspect important du montage de l'OBO. En effet, ce montant doit faire l'objet d'un accord de toutes les parties (minoritaires potentiels, fonds d'investissement, cadres repreneurs).

Le dirigeant étant à la fois l'actionnaire de la cible et le repreneur de celle-ci, la valorisation de la cible doit lui permettre de toucher une somme élevée, tout en ne générant pas une dette excessive pour la suite.

Par ailleurs, surtout si des aspects successoraux entrent en jeu, cette valorisation doit pouvoir satisfaire aux critères de l'administration fiscale, qui croise des évaluations selon la méthode des multiples et une valorisation fondée sur l'actif net réévalué.

Enfin, le montage doit faire peser sur la holding de reprise, et donc in fine sur la cible, une dette à laquelle cette dernière puisse faire face. C'est en effet là l'enjeu principal des montages d'acquisition par effet de levier financier, c'est-à-dire par endettement.

Si la rentabilité économique de la cible doit être supérieure au coût du financement d'acquisition (taux d'intérêt), pour qu'existe un effet de levier, le respect d'un certain nombre d'autres ratios est indispensable.

Ceux-ci n'ont certes pas de valeur absolue, mais empiriquement, on sait qu'ils ont un pouvoir déterminant sur l'issue d'un LBO ou d'un OBO⁷².

On les qualifie à ce titre souvent de ratios prudentiels, les partenaires financiers, et en particuliers les banquiers senior leur accordant une importance considérable⁷³.

Les fonds propres doivent ainsi représenter au moins un tiers du montant total de l'opération. Dans le cas d'un OBO, l'apport des titres de la cible à la holding représente souvent près de 50% des actions détenues par le dirigeant, ceci afin de ne pas faire peser sur l'opération une tension excessive.

La dette nette ne doit pas excéder cinq fois le résultat d'exploitation (Ebit), ceci afin d'en rendre le remboursement possible, sans compter exclusivement sur des plus-values de sortie. C'est encore plus vrai si le dirigeant mettant en place un OBO ne compte pas céder son entreprise à la fin du processus. Il devra donc pouvoir rembourser la dette de l'OBO grâce aux résultats courants de sa société.

La dette senior quant à elle ne doit théoriquement pas dépasser trois à quatre fois l'Ebit.

Ce postulat est le corollaire direct du ratio établissant que les frais financiers ne doivent pas excéder 50% de l'Ebit. Le risque de dépôt de bilan est multiplié par près de 10, si ce ratio est dépassé, d'après les observations empiriques récentes.

Par ailleurs, le gearing mesurant le rapport entre les dettes totales et les fonds propres ne doit pas dépasser trois. Dans le cas contraire l'entreprise est clairement sous capitalisée.

Enfin, le montage se fondant sur la remontée des résultats de la cible vers la holding via les dividendes pour faire face à la dette d'acquisition, le montant de ceux-ci est crucial.

Le POR (Pay-Out-Ratio), qui mesure le rapport entre les dividendes et le résultat net de la cible, doit rester en deçà de 75 à 80%. En effet, dans le cas contraire, les résultats de la cible seront captés en vue du remboursement exclusif de la dette d'acquisition, ce qui risque d'étouffer la société cible, et d'en interdire le développement, qui conditionne pourtant la réussite de l'opération.

⁷² Banque de France – Le système bancaire français face au risque Private Equity / LBO

⁷³ AFIC – LBO : Guide pratique

L'idée centrale reste donc de mettre en place une architecture équilibrée de montage en maximisant l'effet de levier financier, tout en trouvant un équilibre permettant de faire face à la dette d'acquisition ainsi qu'au service de celle-ci.

L'équilibre concerne tout autant la répartition des résultats entre cible et holding, ou entre montage financier et développement industriel.

Le propre de l'OBO étant de mettre de part et d'autre le même dirigeant actionnaire, la survalorisation de la cible couplée à une faiblesse de fonds propres de la holding mettant en risque l'ensemble du montage, elle doit donc plus facilement pouvoir être évitée.

En effet, le but d'un OBO étant d'assurer la pérennité de l'entreprise, le dirigeant sera amené à rechercher un montage aussi équilibré que possible, apportant en cela une réponse à la difficulté habituellement rencontrée par les montages de LBO.

2.1.2 Structure générale du financement du montage.

Différentes sources de financement sont traditionnellement utilisées pour parvenir à boucler les montages de LBO. L'OBO les reprend, bien que la structure générale du financement soit particulière, du fait de la détention par le dirigeant actionnaire des titres de la cible au départ. Néanmoins, on construit le financement global d'une manière proche. Aussi doit-on examiner, dans le cadre d'un OBO, ceux des financements types qui peuvent être retenus.

2.1.2.1 Les fonds propres.

Ceci recouvre l'apport en numéraire réalisé par les investisseurs, en échange des titres de celle-ci. Ces investisseurs, actionnaires de la holding sont soit des personnes physiques, soit des sociétés industrielles ou des fonds d'investissement.

C'est logiquement le type de financement le plus risqué, ces investisseurs ne bénéficiant d'aucunes garanties, la perte de leurs apports étant quasi certaine en cas de dépôt de bilan. En revanche, lors de la sortie à l'issue du processus, des plus-values importantes sont escomptées.

Dans le cadre considéré, une partie plus importante du montage sera constituée de fonds propres, le dirigeant ayant intérêt à ne pas sous-capitaliser la holding qu'il crée lui-même.

Ceux-ci se décomposent en actions, simples ou complexes (une dissociation du contrôle et du pouvoir financier étant possible), ainsi qu'en obligations convertibles, qualifiées de *sweet equity*. Ces dernières permettent en général de pallier un manque de fonds de la part des repreneurs physiques. On aura recours pour un OBO à des actions simples, ainsi qu'à des obligations convertibles dans de nombreuses opérations.

2.1.2.2 Les apports en titres.

Ce type de financement du montage est propre aux OBO. En effet, lors de la constitution de la holding, le dirigeant apportera à celle-ci une partie des titres de la cible (en général entre 40 et 60%)⁷⁴. Dès lors, les fonds propres de la holding de reprise seront majoritairement constitués d'apports en nature, sous forme de titres, auxquels on ajoutera éventuellement des apports en numéraire par un fonds d'investissement. A l'inverse, dans le cadre d'un LBO, les fonds propres de la holding proviennent quasi exclusivement d'apport en numéraire.

Ces apports en titres entraîneront, pour le dirigeant actionnaire la constatation d'une plus-value, ce qui l'obligera alors à acquitter les impôts correspondant, même s'il n'a pas encaissé de cash à ce moment-là.

Aussi, si dans le cadre du LBO, les repreneurs physiques se heurtent souvent à l'impossibilité d'apporter des fonds propres substantiels, ici le dirigeant actionnaire est en mesure de faire de apports importants à la holding.

On évite déjà l'une des sources de tension majeures des montages habituels.

⁷⁴ Georges-Edouard Buet – L'OBO : un outil de gestion du patrimoine professionnel efficace – Option finance n° 900 – 2 octobre 2006

2.1.2.3 La dette senior.

Cette dette est levée auprès de banques traditionnelles, et est qualifiée de senior du fait de sa priorité de remboursement (absence de subordination).

Elle constitue en général la source majeure de l'endettement dans le cadre des LBO, ceci étant plus vrai encore dans le cadre des OBO, pour lesquels les fonds propres sont déjà assez abondants. De plus, dans la mesure où ce type de montage concerne des capitalisations inférieures à 150 M€, ce type de financement reste plus accessible et moins difficile à structurer techniquement.

En effet, la dette senior présente les caractéristiques d'un emprunt à moyen terme, tant concernant ses caractéristiques, que son remboursement, sa durée et son taux. Son coût est ainsi souvent inférieur à celui du financement courant de l'entreprise, la dette senior étant particulièrement encadrée. A ce titre, la mise en place de covenants régit de manière souvent drastique la politique financière de l'entreprise une fois reprise, et sanctionne l'éventuel non respect des paramètres définis.

Elle se décompose en tranches, chacune ayant un niveau de subordination, et donc de risque, propre, ce qui se traduit par des niveaux de rémunérations différents. Un OBO ne nécessite pas, en théorie la mise en place de très nombreuses tranches pour deux raisons majeures. Il porte sur des opérations de taille moyenne. Il nécessite des financements par endettement moindre que les autres types de LBO.

2.1.2.4 Les tranches intermédiaires

A la différence de la tranche A de la dette senior, les tranches B et C ont l'avantage pour l'emprunteur d'être remboursables in fine et ce sur une durée plus longue. Par ailleurs, pour reprendre les termes de Tyrone Cooney, directeur du Leverage finance chez Barclays, « les tranches B et C avec les tranches subordonnées sont les seules qui permettent d'augmenter le

volume de dette sans impacter les échéances de remboursement. Si l'on augmentait la tranche A, il pourrait y avoir une insuffisance de cash-flow disponible pour couvrir le service de la dette ⁷⁵».

Le second lien en particulier a connu un fort développement ces dernières années. Compris entre la dette senior et la mezzanine, il se révèle moins cher que la mezzanine classique. De plus, ne comportant pas de BSA, il n'entraîne pas de dilution lors du débouclage du montage.

Alors que ce type de dette était encore négligeable en 2003, son montant a été multiplié par 20 l'année suivante en Europe, près de 10% des LBO en comportant actuellement.

2.1.2.5 La dette mezzanine.

Dès lors que les montants à lever sont importants, on a recours à une beaucoup plus grande diversité de types de financement. A ce titre, la dette mezzanine, répond aux problématiques propres aux LBO et permet de compléter les sources de financement classique que sont les fonds propres et la dette. C'est par essence une dette faite pour les montages de LBO.

Le remboursement de cette dette est conditionné par celui de la dette senior, à laquelle elle est subordonnée. Elle présente logiquement un risque plus important, dont la contrepartie est une rémunération supérieure.

Si ce type de financement est tout particulièrement adapté aux LBO, des dettes mezzanines peuvent aussi être levées dans le cadre de l'expansion industrielle ou du refinancement d'une entreprise. Elle peut être utilisée pour « financer des acquisitions ou le développement de nouveaux produits, marchés ou implantations, et dans certains cas servir de financement relais précédant une introduction en bourse »⁷⁶.

En réalité, ce type de financement recouvre lui-même une certaine diversité. Toutes reposent sur des techniques de subordination conventionnelles : stipulation pour autrui, conventions sur le rang...

Sa rémunération peut prendre des formes diverses, parmi lesquelles les intérêts cash (tout au long de la durée du prêt), les intérêts capitalisés (intérêts PIK, Pay In Kind), les BSA (bons de

⁷⁵ Anne Drif - LBO : les prêteurs font du sur-mesure – Les Echos - 23 mai 2005

⁷⁶ Indigo Capital – Le Financement mezzanine

souscription d'actions), les intérêts PIYC (Pay If You Can, payés cash si certains ratios sont atteints, capitalisés dans le cas contraire)...

Par ailleurs, elle peut même être divisée en tranches, dont la subordination et la rémunération seront différentes. Ce financement est de nature obligataire et permet souvent aux mezzaneurs de prendre à terme une participation dans le capital de l'entreprise. Pour cette dernière, cela représente l'avantage d'améliorer sa rentabilité en réduisant ses frais financiers, de reporter l'échéance de remboursement de cette dette, tout en permettant de maximiser l'effet de levier du montage.

Ce type de dette étant particulièrement adapté au LBO, et son montant pouvant en général aller de quelques millions d'euros à plusieurs centaines de millions, elle peut être utilisée pour structurer le financement d'un montage d'OBO, tout en laissant à la cible les moyens financiers de son expansion industrielle.

En effet, elle permet de réduire le dilemme entre utilisation des résultats de la cible pour son développement ou utilisation de ceux-ci pour faire face aux charges financières du montage.

2.1.2.6 Le capital hybride

De même que les tranches intermédiaires ont connu un essor récent en Europe, après avoir été créées aux Etats-Unis, le capital hybride a été consacré en France par la loi de sécurité financière du 2 août 2003⁷⁷ à travers la création des titres super subordonnés.

Qualifiés de valeurs mobilières donnant accès au capital par la loi, les titres super subordonnés sont considérés fiscalement comme des dettes (obligations) et comme du capital par les agences de notations. Ceci permet donc de maximiser le levier sans entraîner une baisse des notations, donc une hausse des primes de risque.

Ceci répond donc bien aux soucis des entreprises mettant en place des LBO : pérenniser voire augmenter leur flexibilité financière, stabiliser leur notation, optimiser le coût de leur dette, rallonger la maturité moyenne de celles-ci. Ainsi, ajouter une couche de capital hybride dans le

⁷⁷ Loi n° 2003-706, du 2 août 2003 et ordonnance du 23 juin 2004

financement d'une acquisition payée en espèces permet d'augmenter le levier financier sans dégrader sa note⁷⁸.

Les intérêts versés seront considérés comme des charges, et seront donc fiscalement déductibles. Si ces tranches connaissent un développement récent, on ne les utilisera pas à priori pour les OBO, les sociétés en question ne faisant pas l'objet, en très grande majorité, d'une notation par des agences internationales.

2.1.2.7 L'émission d'obligations à haut rendement

Dans le cadre spécifique des LBO très importants, pour lesquels les sources de financement précédentes ne sont pas suffisantes pour boucler la dette d'acquisition, on peut recourir à l'émission d'obligations à haut rendement (High Yield Bonds).

Ces obligations, remboursées si la dette senior l'a été, permettent de recourir directement aux marchés financiers. Ce sont des titres dont la rémunération est fixe, et dont l'échéance est longue (une dizaine d'années), ce qui permet de bénéficier d'une souplesse que n'autorise pas la dette senior.

En revanche, ce type de financement ne s'adresse qu'à des LBO de plusieurs centaines de millions d'euros⁷⁹, voire de plusieurs milliards d'euros, ce qui le rend totalement inutilisable dans le cadre des OBO, du moins actuellement. En effet, ces titres sont complexes et coûteux à mettre en place, ce qui exclut d'y recourir pour les montages qui concernent avant tout des PME.

Au-delà de ces types de financement externes, la cible est parfois considérée comme une source réelle de financement de sa propre acquisition.

Que ce soit pour la trésorerie qu'elle détient ou afin de garantir les autres emprunts, un examen attentif de cette option est nécessaire. On doit aussi garder à l'esprit que bien souvent dans les

⁷⁸ Muriel Nahmias - Financements hybrides : le coût de la subordination en forte baisse – Conférence B Finance

⁷⁹ B Capital - Les émissions high yield s'accroissent de différents types de subordination

montages d'OBO, les cibles sont des PME disposant d'une trésorerie qui n'est pas indispensable à l'exploitation.

2.1.3 Emprunts et garanties auprès de la cible ?

Avant tout examen des possibilités que nous offre l'ingénierie financière, nous devons nous pencher sur les dispositions légales en la matière.

Ainsi, L 217-9 dispose « Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers. Les dispositions du présent article ne s'appliquent ni aux opérations courantes des entreprises de crédit, ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition par les salariés d'actions de la société ou de l'une de ses filiales »

L'article L 225-226 du Code de Commerce, anciennement 454-1, issu de la même loi du 24 juillet 1966 dispose que « le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme qui auront, au nom de celle-ci, effectué les opérations interdites au premier alinéa de l'article 217-9 sont passibles d'une amende de 10 000 euros ».

Il semble donc bien que la possibilité de procéder au remboursement de la dette d'acquisition grâce à la trésorerie de la cible ou de faire garantir cette dette par la cible soit impossible du fait de la loi. En la matière, que le prêt soit antérieur ou postérieur à l'acquisition ne modifie pas l'interdiction.

La sanction de la violation de l'article L 217-9 est la nullité du prêt, accompagnée d'une amende. Il n'en demeure pas moins que cette disposition représente un obstacle réel à l'optimisation financière des montages en question, ce que justifie la recherche de solutions légales permettant d'y remédier.

2.1.3.1 Assistance financière de la cible à la holding

Comme énoncé précédemment, l'un des obstacles rencontrés pour le montage de ce type d'opération réside dans l'impossibilité pour la holding d'optimiser l'opération grâce aux ressources dont dispose la cible⁸⁰.

Cet interdit se traduit simultanément par la prohibition de la garantie des emprunts liés à l'acquisition par la cible. En effet cette dernière n'a pas le droit d'engager son patrimoine en vue de permettre l'achat de ses propres actions.

Bien entendu, si cette garantie ne peut être juridiquement mise en place, la solidité financière de la cible et la qualité de ses actifs pèseront sur la capacité de la holding à lever la dette d'acquisition.

Dans le cadre d'une véritable assistance financière, comme prévu à l'article L217-9, les dirigeants s'exposent à des poursuites pour abus de biens sociaux. En effet, l'article L 434-3 de la même loi précise que s'en rendraient coupables les dirigeants « d'une société anonyme qui, de mauvaise foi, feraient des biens ou du crédit de la société un usage qu'ils savent contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement ».

Il semble bien qu'il ne soit pas dans l'intérêt de la cible de garantir un prêt visant à acquérir ses actions. Dans le cas d'un OBO, il est évident que le dirigeant de la cible qui ferait garantir par celle-ci un emprunt contracté par la holding pourrait éventuellement entrer dans le cadre spécifique de l'ABS.

Toutefois, dans le cadre d'un groupe de sociétés, ce qui pourrait éventuellement être le cas ici, la jurisprudence de la Cour de Cassation précise que « le concours financier apporté par les dirigeants de fait ou de droit d'une société à une autre entreprise d'un même groupe, dans laquelle ils sont insérés directement ou indirectement, doit être dicté par un intérêt économique, social ou financier commun ».

La garantie ou le prêt visant à financer l'acquisition par la holding des titres de la cible est à bannir, puisqu'il violerait l'article L 217-9 et ne pourrait justifier d'un intérêt commun.

⁸⁰ Ernst & Young Société d'avocat – Levée de fonds : à quoi faut-il s'attendre en matière juridique

De plus, dans le cas de minoritaires présents au capital de la cible, une telle disposition peut clairement constituer un abus de majorité.

La jurisprudence considère que celui-ci est constitué dès lors qu'une décision est « prise contrairement à l'intérêt de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité » (en l'espèce la holding), au détriment de la minorité.

2.1.3.2 Optimisation financière du montage par la fusion de la cible et de la holding.

Afin d'optimiser la trésorerie de la cible, une solution a été imaginée, qui consiste à fusionner les deux sociétés, cible et holding. Dans ce cas, la dette d'acquisition supportée par la holding est transférée sur la société opérationnelle.

Deux conséquences en résultent :

- la trésorerie de la cible peut être utilisée pour le remboursement, alors qu'autrement, celle-ci devrait remonter vers la holding à travers la distribution de dividendes exceptionnels, plus contraignante et plus longue,
- la dette d'acquisition peut être garantie par les actifs de la cible (immobilisations, fonds de commerce...).

Cet aspect du montage est en lui-même financier, puisqu'il porte sur la manière dont sera structurée, éventuellement garantie et enfin remboursée la dette d'acquisition. Pour autant, la solution de la fusion rapide des deux entités crée une difficulté fiscale, dans le cadre précis de l'OBO, concernant la déductibilité des intérêts financiers d'emprunt, à travers l'amendement Charasse. Nous examinerons cet aspect en détail dans la troisième partie du présent mémoire.

Dans le cadre de l'optimisation financière du montage, la licéité de la fusion rapide doit être examinée. En effet, tout comme l'assistance financière est interdite par l'art L 217-9 du Code de Commerce, la fusion rapide est sujette à caution⁸¹.

Tout d'abord, la jurisprudence ne considère pas ce type de pratique comme relevant de l'article cité ci-dessus. En effet, dans le cadre d'une fusion, les règles à suivre et l'intervention des organes de contrôle compétents doivent prévenir les abus. Par ailleurs, cela ne revient théoriquement pas à vider la cible de sa substance. Quoiqu'il en soit, la fusion post-acquisition de la cible et de la holding est source d'interrogations majeures, parmi lesquels :

2.1.3.2.1 Abus des biens et du crédit de la société.

Une distinction fondamentale doit être effectuée entre prérogatives de l'actionnaire et prérogatives du dirigeant. L'abus des biens ou du crédit de l'entreprise s'applique aux décisions prises dans le cadre des fonctions de direction, et non quant aux prérogatives des actionnaires. La dissolution ou la fusion étant des décisions qui appartiennent aux actionnaires (prérogatives de l'AGE), elles ne peuvent, théoriquement être qualifiée d'actes de gestion. En revanche, comme dans le cas précédent, la décision de fusion peut relever de l'abus de majorité.

2.1.3.2.2 Abus de majorité

Dès lors que la fusion vise à transférer sur la cible la dette d'acquisition des titres de cette dernière, en vue de conférer un avantage à la holding (c'est-à-dire au majoritaire), on peut considérer que l'on est en présence d'un abus de majorité.

En effet, le patrimoine de la holding étant constitué des titres de la cible et des dettes d'acquisition (au passif), la fusion revient à faire peser l'endettement sur la cible. C'est donc une opération à éviter dès lors que sont présents des minoritaires.

⁸¹ Didier Poracchia - La fusion rapide dans les LBO

Si la holding a des créances envers la cible (prêts...), une fusion viserait qui plus est à éteindre ces dettes. Celle-ci serait alors à déconseiller vivement.

La solution de la fusion rapide permet en effet à la holding d'utiliser la trésorerie de la cible dans le cadre du remboursement de la dette d'acquisition, et aux créanciers de bénéficier de garanties supérieures.

Néanmoins, dans le cas d'un déséquilibre trop évident entre les avantages retirés de la fusion par la holding et par la cible, l'optimisation financière qui en résulte risque de se heurter à d'évidents risques juridiques.

Par ailleurs, la fusion rapide a des implications fiscales qui sont de nature à entraîner la qualification d'abus de droit. Ceci signifie qu'une opération a été réalisée dans un but affiché qui ne correspond pas à la finalité réelle de l'acte en question qui vise avant tout à éviter d'acquitter l'impôt.

A ce titre, les praticiens constatent qu'empiriquement ce montage est réellement risqué⁸², Par conséquent, il semble que seules d'excellentes raisons peuvent le justifier sans s'exposer à une requalification lourdement dommageable.

2.1.3.3 Centralisation de trésorerie.

Compte tenu des risques afférant à la fusion rapide et de l'interdiction formelle pesant sur les prêts de la cible à la holding, la solution de la centralisation de trésorerie peut être envisagée. Dans ce cadre, une convention est passée entre les différentes entités du groupe, conduisant à la mise en commun de la trésorerie de la cible et de la holding. Néanmoins, dans le cadre d'un LBO ou d'un OBO, une telle solution doit faire l'objet de grandes précautions.

Ainsi, la cible ne doit pas financer l'acquisition de ses propres titres par ce biais.

⁸² Maître Olivier Paulhan – Entretien réalisé le 13 juin 2007

On doit, comme dans les cas précédents se référer à la jurisprudence Rozemblum de la Cour de cassation (4 février 1985), qui définit les critères au respect desquels on est tenu pour ce type de montage :

- Un intérêt commun,
- Doit comporter une contrepartie,
- Ne doit pas rompre l'équilibre entre les engagements des deux sociétés,
- Ne doit pas excéder les capacités financières de la cible.

2.1.3.4 Debt push down

Considérant que la holding est endettée et que la cible dispose de bénéfices distribuables ou de réserve, on peut envisager une distribution de dividendes exceptionnels.

Celle-ci, d'un point de vue juridique et comptable peut parfois excéder la trésorerie dont dispose effectivement la cible. La distribution de dividendes financée par emprunt au niveau de la cible est désormais acceptée. Dans ce cas, cela revient très prosaïquement à transférer la dette de la holding à la cible. L'autre avantage apprécié par les banques est que cela fait « descendre » les dettes au niveau de la société opérationnelle, donc, *in fine* en face des actifs⁸³.

Un tel mécanisme est autorisé aussi longtemps qu'il n'obère pas le développement industriel normal de la cible. La présence de minoritaires au capital de la cible doit conduire à exclure en soi ce type d'opérations.

Dans l'ensemble des cas, les options retenues doivent privilégier l'optimisation financière du montage tout en conservant comme souci principal le respect des règles applicables en droit des sociétés et en droit fiscal.

La solution des distributions de dividendes post acquisition doit permettre, dans le cas d'un OBO où aucun minoritaire n'est présent au capital de la cible, d'optimiser le financement global de l'acquisition tout en minimisant les risques d'ordre juridique.

⁸³ Colin Millar – Le debt push down se généralise dans les financements de LBO – avril 2007

2.1.3.5 Prêt sur le modèle du back-to-back

Si la cible dispose de trésorerie, elle ne peut théoriquement être mise à la disposition de la holding en vue du remboursement de la dette d'acquisition, à moins de respecter des critères précis. De même, la holding ne peut lever des dettes garanties par les actifs de la cible.

En revanche, il est techniquement possible de mettre en place un prêt selon le modèle du back-to-back. Deux sociétés d'un même groupe situées dans des pays différents procèdent mutuellement à des emprunts l'une envers l'autre.

On peut donc contourner les dispositions légales si la cible procède à un dépôt dans une banque étrangère (Luxembourg par exemple, ou Etat n'appliquant pas la transparence bancaire), celle-ci effectuant à son tour un prêt à une autre banque, cette dernière consentant enfin un prêt correspondant à la holding.

La holding peut alors utiliser la trésorerie de la cible, moyennant un différentiel de frais financier (intérêt du prêt à la holding – rémunération du dépôt effectué par la cible). Néanmoins ce montage présente des risques, notamment en cas de difficultés de la cible.

2.1.3.6 Les sûretés et garanties

De manière logique, les banquiers assurant le financement de l'opération, au premier rang desquels les banquiers seniors, cherchent à obtenir des garanties de la part des actionnaires de la holding.

Les sûretés sont à ce titre des réponses, mais si elles se heurtent à une difficulté :

- Si elles portent sur des actifs de la cible, elles contreviennent à l'article L 217-9
- Si elles portent sur des biens personnels des acquéreurs, elles seront par nature limitées (d'autant que ces derniers y sont rarement très favorables).

Aussi, la garantie principale qu'obtiennent les créanciers dans ce type de montage est un nantissement sur les titres de la cible ⁸⁴, qui constituent l'actif majeur détenu par la holding

⁸⁴ Frédéric Mascré – Comment réussir une opération de LBO – Echange n° 243 – mai 2007

endettée. Le nantissement en question est une réponse au risque de défaut de la holding, qui ne serait plus en mesure de faire face à ses dettes. Ce qui signifierait alors que la cible ne distribue pas les dividendes prévus, ses cash-flows étant insuffisants. Dans ce cas, la situation financière de la cible semblant détériorée, le nantissement sur les titres de la cible est, à priori peu efficace, pour trois raisons :

- la réalisation des actifs que sont les titres de la cible risque d'être longue et difficile.
- le passage du statut de créancier à celui d'actionnaire rend la position du banquier moins favorable (en cas de liquidation, les actionnaires étant pour ainsi dire assuré de ne rien récupérer).
- la responsabilité de la banque peut être engagée, si la situation se détériore davantage après le changement d'actionnaire.

Quelles qu'elles soient, les sûretés consenties sont limitées en terme d'efficacité, puisqu'elles ne peuvent porter sur les actifs de la cible, seule garantie dont la valeur soit dissociée des résultats de celle-ci.

Par conséquent, la structuration du financement d'acquisition doit avant tout reposer sur des apports extérieurs, que ce soient en fonds propres ou en dettes, à travers le large éventail existant pour ce type de montage.

L'utilisation de la trésorerie de la cible ou de ses actifs doit être excessivement prudente. La présence de minoritaires au capital de la cible empêche de fait l'optimisation de l'utilisation de ses ressources. A ce titre, dans le cadre d'un OBO, conserver des minoritaires est une option à éviter. En effet, il semble plus intéressant soit d'en assurer la sortie, soit de les faire entrer au capital de la holding. Dans cette perspective, une utilisation optimale de la trésorerie, voire des capacités d'endettement de la cible est possible (debt push down, via des distributions de dividendes exceptionnels).

Ce type de structuration doit en priorité s'inscrire dans une perspective post acquisition, la cible ne devant pas, du moins directement, concourir au financement de l'achat de ses propres titres.

La fusion rapide, qui présenterait de nombreux avantages (transfert des dettes, garanties possibles...) présente des risques trop importants (poursuites pénales des dirigeants) et s'accompagnerait de corollaires fiscaux pénalisants. Elle est donc à bannir.

Au-delà de la structuration du montage d'acquisition dans le cadre d'un OBO, une opération de ce type est aussi une source d'optimisation financière interne.

2.1.4 Optimisation financière de la cible propre à l'OBO.

En effet, la mise en place d'une opération d'OBO est une opportunité de remise à plat de la politique financière de l'entreprise. C'est en premier lieu un moyen de réduire le coût de son financement.

2.1.4.1 Faire baisser son WACC via l'OBO.

Le WACC (Weighted Average Cost of Capital, ou Coût Moyen Pondéré du Capital) est le taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds de l'entreprise (actionnaires et créanciers) pour assurer son financement (investissement et cycle d'exploitation).

Or, le coût de la dette est en général inférieur à la rentabilité exigée des capitaux, ceci étant logique, dans la mesure où le taux rémunère le risque associé à un type d'actif et que les apports en fonds propres sont plus risqués que les emprunts bancaires.

De plus, la dette senior répondant à un business plan précis et étant accompagnée de covenants rigoureux, son taux est inférieur à celui des concours bancaires courants. Par conséquent, la structure du passif consolidé de la cible et de la holding va évoluer avec la mise en place d'un OBO, la proportion de dettes augmentant fortement. Or celles-ci sont moins rémunérées que le capital.

Ainsi, le coût global du financement de l'entreprise doit donc baisser.

Pour autant, « selon la théorie des marchés en équilibre, et en l'absence de toute distorsion fiscale, ce coût est indépendant de la structure financière de l'entreprise ; il n'existe donc pas de structure financière optimale. »⁸⁵

Ce qui signifie que la modification de la proportion de fonds propres et de dettes dans le financement de l'entreprise ne doit pas s'accompagner de changement du niveau global de rémunération du passif.

Selon cette même théorie, la hausse de l'endettement s'accompagnant simultanément d'une augmentation du risque, on aboutit à un accroissement du coût des fonds propres. La modification du financement provoquée par l'OBO serait donc neutre en terme de coût.

En effet, le WACC se calcule selon la formule suivante :

$$\text{WACC} = K_e \times (E / E+D) + K_d \times (D / E+D)$$

avec :

E : Equity (fonds propres)

D : Debt (dette nette)

K_e : rémunération exigée des fonds propres

K_d : taux d'intérêt de la dette

L'OBO ne permettrait alors d'optimiser le coût du financement que si le coût du capital (K_e) reste constant.

Or,

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

avec :

R_f : Return free of Risk (rentabilité du placement d'Etat, tel que l'OAT 10 ans)

R_m : Return of the market (rentabilité du marché)

β : coefficient de volatilité du titre par rapport au marché

Par conséquent, l'élément déterminant est le coefficient bêta, qui mesure le risque intrinsèque lié au titre, donc aux fonds propres de la société.

⁸⁵ Pierre Vernimmen – Finance d'entreprise.

On sait que le bêta se calcule selon la formule suivante :

$$\beta = \frac{Cov(r_p, r_m)}{Var(r_m)}$$

Il y a toutefois lieu de se méfier de relations arithmétiques pures. Elles supposent d'admettre l'hypothèse d'efficience du marché et aussi que les risques et volatilités futures seront équivalentes à celles du passé, hypothèses dont on sait qu'elles ne sont que partiellement réalisées⁸⁶. Par ailleurs, dans le cas d'OBO portant avant tout sur des PME, le phénomène d'efficience des marchés fondée sur une information gratuite, intégrale et disponible est encore plus limité.

Empiriquement, on observe qu'une hausse de l'endettement n'entraîne pas immédiatement et proportionnellement une hausse du bêta et donc du coût du capital.

Par conséquent, on peut faire varier la dette jusqu'à un certain point sans renchérir la rentabilité exigée des fonds propres. Aussi, a-t-on intérêt à accroître le gearing (rapport dette nette / fonds propres) aussi longtemps que le coût du capital ne s'en trouve pas modifié.

On peut donc légitimement considérer que la hausse de la dette consolidée de la structure holding/cible après le montage permettra de faire baisser le WACC global.

A la différence du LBO, où le WACC baisse certes, mais au profit des nouveaux actionnaires, l'OBO permet aux actionnaires en place de le faire baisser à leur profit exclusif.

De plus, la pérennité de l'équipe opérationnelle est en soi une source de limitation du risque. Par conséquent, si la WACC doit diminuer grâce au montage, comme ce serait le cas dans un LBO traditionnel, le fait que les dirigeants demeurent après le montage permettra de bénéficier d'une prime de risque moindre.

⁸⁶ Sébastien Bonnet – La volatilité implicite comme actif alternatif de gestion – Mémoire DESS Ingénierie Financière – Université de Nice-Sophia Antipolis - 2000

Aussi si l'on réalise sur une cible identique un LBO ou un OBO, le coût du financement de l'OBO sera plus faible, toutes choses égales par ailleurs.

Cette baisse du WACC est donc un mode d'optimisation financière directe, interne à l'entreprise. Cela a deux conséquences pour les actionnaires :

2.1.4.1.1 Une hausse de la création de valeur

Celle-ci est mesurée par le différentiel entre la rentabilité économique de l'entreprise et le coût de son financement (mesuré par le WACC). En l'espèce le WACC diminue, ce qui doit augmenter l'écart en question. Toutefois, la dette générant des frais financiers, ceux-ci ont un impact négatif sur les résultats, donc la rentabilité. Les taux d'intérêts étant actuellement assez faibles, et la déductibilité des frais financiers conduisant à ne supporter que les 2/3 du service réel de la dette, un tel montage peut créer de la valeur. On doit néanmoins veiller à assurer la déductibilité des frais financiers, ce que limite l'amendement Charasse lorsque les actionnaires restent les mêmes avant et après le LBO, c'est-à-dire lorsque l'on est en présence d'un OBO.

De même, la rentabilité des fonds propres est mesurée par la somme de la rentabilité économique (propre à l'exploitation) et de l'effet de levier (structure financière du passif). Si la rentabilité économique ne connaît pas de modification, et que l'effet de levier s'accroît fortement en raison de l'endettement d'acquisition, la rentabilité des fonds propres croît.

Si à long terme, une rentabilité économique forte est le véritable facteur de création de richesse, à court terme, l'ingénierie financière que développe ce type de montage améliore la rentabilité des fonds propres.

2.1.4.1.2 Une hausse de la valeur d'entreprise.

Si l'on cherche à évaluer la valeur d'entreprise au regard de ses perspectives futures, on devra la valoriser selon la méthode DCF.

Celle-ci visant à actualiser les cash-flows futurs en utilisant le WACC comme taux d'actualisation, une baisse de celui-ci entraîne mécaniquement une hausse de la valeur d'entreprise. Toutefois, la valeur des fonds propres est mesurée par la formule :

Valeur fonds propres = Valeur d'entreprise – Dette.

L'accroissement de la dette devrait donc compenser cette hausse de la valeur d'entreprise.

Mais, comme énoncé précédemment, les relations mathématiques entre les différents agrégats ne sont pas absolues, aussi est-il possible de générer une hausse de la VE du fait de la baisse du WACC et d'une croissance potentielle plus forte, qui ne soit pas intégralement compensée par l'accroissement de la dette nette.

L'OBO permet donc de restructurer le financement long terme de l'entreprise, comme le permet un LBO, sans pour autant céder le capital de la société et donc de profiter des effets de cette modification.

2.1.4.2 Optimiser la trésorerie.

L'un des enjeux auxquels sont confrontés les dirigeants actionnaires de PME en France est l'optimisation de l'utilisation de la trésorerie générée par l'exploitation. En effet, la distribution de celle-ci se révèle en général très coûteuse, puisqu'elle s'effectue sous forme de dividendes. La fiscalité applicable étant lourde, les actionnaires familiaux préfèrent souvent limiter la distribution de dividendes. Il convient par ailleurs de garder à l'esprit que bien souvent certaines des dépenses des dirigeants sans lien avec l'activité de l'entreprise sont supportées par celle-ci. La distribution de dividendes élevés est dans ce cadre d'un intérêt limité.

En revanche, si la distribution de la trésorerie disponible peut se révéler coûteuse, la rentabilité de la trésorerie conservée dans la société est beaucoup plus faible que la rentabilité économique de l'entreprise. Elle est donc inutile.

Cette trésorerie historique ne présente pas d'intérêt pour les fonds d'investissement, dans la mesure où ils n'en auraient pas l'utilité directe et où elle ferait ainsi baisser leur ROE futur⁸⁷.

Dans le cas d'une cession de l'entreprise, la trésorerie ne sera pas valorisée de manière optimale. En effet, on appliquera la formule : valeur de FP = VE – EFN, mais si l'endettement est négatif, du fait du coût fiscal de restitution de la trésorerie excédentaire aux nouveaux actionnaires, celle-ci risque d'être valorisée en dessous de sa valeur faciale.

Dans l'un comme l'autre des cas, la présence d'une trésorerie excédentaire, non nécessaire à l'exploitation est dommageable.

L'OBO offre, comme cela a été exposé dans les exemples développés en première partie de cette thèse, la possibilité d'optimiser l'utilisation de cette trésorerie.

En effet, si on parvient à l'utiliser dans le cadre du montage :

- on évite une distribution coûteuse,
- on évite aussi une utilisation sous-optimale de celle-ci en placements peu rémunérés,
- on n'est pas contraint de lui appliquer une forte décote lors d'une cession de la société.

C'est pourquoi, dans le respect du cadre légal portant sur l'assistance financière entre sociétés, la mise en place d'un OBO peut se révéler une opportunité pour optimiser l'utilisation de la trésorerie disponible⁸⁸.

Bien entendu, le montage doit permettre de démontrer qu'il n'est pas effectué uniquement en vue d'une optimisation fiscale, au risque d'être qualifié d'abus de droit.

L'optimisation financière recouvre donc deux aspects spécifiques, dans le cadre d'un OBO, le premier étant la structuration du financement, de telle sorte que la cible puisse y faire face tout en maximisant l'effet de levier. Le second porte sur l'optimisation de la rentabilité de l'entreprise, à savoir celle de son exploitation, en lui assurant les moyens de son développement, et celle de ses fonds propres, en en maximisant la rémunération.

⁸⁷ Virgine Pham, Frédéric Garcia – LBO : Mode efficace de financement d'acquisition des entreprises ? Etude des mécanismes et analyses de facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprise par effet de levier – 2003 CNAM - p 24

⁸⁸ Georges-Edouard Buet – L'OBO : un outil de gestion du patrimoine professionnel efficace – Option finance n° 900 – 2 octobre 2006

La particularité réside dans le fait que ce type de montage consiste in fine à introduire une opération d'ingénierie financière au sein d'un processus marqué par une forte continuité, tant des actionnaires que des dirigeants.

Alors que dans le cadre du LBO, l'optimisation provient de la rupture, en l'espèce l'optimisation est un corollaire de la pérennité.

De plus, dans une perspective financière, l'OBO présente un avantage majeur au regard de la théorie de l'information.

Nous savons qu'en soi l'OBO porte sur des entreprises de taille moyenne, non cotée dans leur écrasante majorité. Par conséquent, celles-ci font l'objet d'une faible visibilité pour les marchés et les acteurs financiers détenteurs de capitaux.

Si la cession d'une entreprise est en soi un signal négatif (qui peut expliquer les décotes d'introduction dans le cadre des IPO par exemple), la mise en place d'un OBO est un signal éminemment positif.

On peut se référer à la théorie des signaux élaborée par Claude Shannon en 1948⁸⁹. Si l'on considère son application financière, la théorie des signaux se fonde sur le fait que l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoyeurs de fonds. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal, décision financière porteuse de conséquences financièrement négatives pour son initiateur au cas où ce signal se révélerait erroné. Cette théorie, qui met en évidence l'importance de la crédibilité du signal (d'où la nécessité des sanctions en cas de mensonge), incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de toute décision financière (et non sur sa seule portée objective)⁹⁰.

La mise en place d'un OBO constitue donc de ce point de vue un signal fort et crédible envoyé par les dirigeants, indiquant qu'ils croient aux perspectives futures de leur entreprise.

⁸⁹ Claude Shannon - A mathematical theory of communication - Bell System Technical Journal, vol. 27, pp. 379-423 and 623-656, July and October, 1948

⁹⁰ Pierre Vernimmen - Finance d'entreprise

De plus, si des investisseurs financiers ont accepté de participer au montage (Fonds d'investissement, mezzaneurs...) cela signifie que l'entreprise en question présente un intérêt. Un tel montage ne pouvant en soi être réalisé que sur une entreprise en bonne santé financière, cela revient à l'indiquer à ses partenaires.

Enfin, cela donne une visibilité financière, à défaut de pouvoir parler de notoriété, à l'entreprise, ce qui peut être profitable, notamment lors du débouclage de l'OBO, s'il se traduit par une cession définitive.

2.2 Une structuration juridique particulière comme facteur d'optimisation

L'idée centrale de tout montage de LBO, ou en l'occurrence d'OBO, repose sur la mise en place d'un triple effet de levier : financier, juridique et fiscal. Ainsi, si les mécanismes financiers et les techniques d'ingénierie récentes permettent de maximiser le gearing, donc l'effet de levier financier, l'architecture juridique du montage permet d'accroître encore ce levier.

L'enjeu sera donc d'optimiser la puissance du levier, et donc sa capacité à « soulever » une cible importante avec un capital beaucoup plus faible. Comme exposé en première partie, la théorie la plus simple consiste à mettre en place une succession de holdings. Ainsi, si pour contrôler une entreprise, conformément au droit des sociétés, l'investisseur doit détenir 51% de son capital, donc apporter des fonds propres correspondant à ce montant, l'interposition de holding permet de conserver le contrôle tout en réduisant les apports financiers. Ainsi, si l'on interpose une holding, le contrôle sera assuré avec seulement 26% des fonds propres, si on en met deux en place, avec 13% et avec trois, le niveau des apports tombe à 6,5%. Bernard Arnault contrôlait ainsi le groupe LVMH à travers 11 niveaux d'interposition, Vincent Bolloré dirigeait quant à lui Bolloré Technologies avec près de 1,3% du capital de cette dernière.

Néanmoins, après des périodes de forte utilisation de ces cascades de holding, la pratique semble indiquer que de tels montages sont difficiles. En effet, les minoritaires à chaque niveau seront d'une certaine manière prisonniers du montage en cascade ⁹¹. Par ailleurs, cela ne représente pas d'intérêt clair pour ces derniers.

De plus, dans le cas des LBO, opérations complexes par nature, la mise en place dès l'origine de ces successions de holdings n'est pas évidente. Ainsi, faire remonter les dividendes vers une holding située tout en amont devient long, voire aléatoire si chacune d'elle met en place un LBO sur la holding précédente.

Dans la cadre d'OBO, qui s'adresse en eux-mêmes à de petites, voire moyennes capitalisations, une telle architecture juridique semble disproportionnée et donc difficile. Par ailleurs, le dirigeant détenant à la base la majorité, voire la totalité du capital de la cible, il a y moins nécessité de trouver une alternative à la faiblesse des capacités financières personnelles ⁹² que dans un LBO classique.

Pour autant, la recherche d'une optimisation du levier financier demeure un des objectifs de l'OBO. A ce titre, si l'on considère que seule la mise en place d'une holding est possible, des options juridiques différentes doivent permettre d'y pallier.

C'est pourquoi dans le cas d'un OBO, le levier juridique repose avant tout sur le choix de la forme juridique de la holding, voire sur une optimisation des titres de celle-ci.

Parallèlement, l'ingénierie juridique permet d'assurer la cohérence du montage financier en structurant entre eux les types de financement.

2.2.1 La forme de la holding comme facteur de levier juridique.

La holding, dans le cadre d'un LBO sera une holding dédiée. En effet la structuration de la dette ainsi que la subordination nécessitent que ne s'entremêlent pas financement d'acquisition et financement d'exploitation.

⁹¹ Développement d'un capitalisme sans capital ? – Boursilex

⁹² AFIC – Guide pratique di LBO

Par conséquent, la détention de titres (ceux de la cible) étant par nature une activité civile, la holding peut être une société civile.

2.2.1.1 Le choix d'une forme civile.

Le levier juridique repose sur le concept de contrôle sans lien proportionnel avec l'apport en capital. Les sociétés civiles permettent de jouir d'une grande liberté statutaire quant aux pouvoirs du gérant, aux conditions de majorité pour sa nomination ou à l'étendue de ses prérogatives⁹³. La transmission ou la cession des titres fait l'objet de règles beaucoup plus contraignantes, que peuvent renforcer les statuts, par exemple par des clauses d'agrément. Légalement, la cession des parts sociales doit être autorisée par l'ensemble des associés, ce qui permet d'assurer une forte stabilité du capital.

La liberté contractuelle est ici un clair atout pour doter le dirigeant de pouvoirs étendus, le fait que les titres ne soient pas librement cessibles ou transmissibles peut se révéler problématique dans la constitution d'un tour de table.

En revanche, les associés seront responsables des dettes de la société civile, à proportion de la part qu'ils détiennent dans le capital. De même, elle sera fiscalement transparente, ce qui conduit les actionnaires à être imposés à titre personnel, sans déduction possible des intérêts d'emprunt, ce qui revient à faire disparaître le levier fiscal.

Par ailleurs, une telle forme menace clairement le levier financier, dans la mesure où sa forme civile interdit à ce type de société d'émettre des obligations, donc des OCA (Obligations convertibles en actions), des ORA (obligations remboursables en actions), OBSA (obligations à bons de souscription d'actions), qui sont l'une des composantes importantes du financement d'acquisition. En effet, le capital d'une société civile n'étant pas constitué d'actions mais de parts

⁹³ Cozian M, Vandier A et Deboissy F. Droit des sociétés, Litec, Paris, 2005

sociales, et n'étant pas librement cessible et transmissible, de tels instruments ne peuvent s'y appliquer.

Cette forme ne semble donc que peu appropriée pour les LBO ou pour les OBO, puisqu'elle réduit sensiblement deux des leviers principaux, même si elle permet de « verrouiller » le capital. Dans le cas des OBO, un risque propre existe. En effet, dans la mesure où les anciens actionnaires de la cible sont aussi ceux de la holding, et que cette dernière, malgré sa forme civile vise à reprendre une société exerçant une activité commerciale, une requalification en société commerciale n'est pas à exclure. Ceci entraînerait un passage à l'IS, ainsi que le paiement d'amendes qui pèseraient fortement sur l'efficacité du montage.

Un montage d'OBO doit donc se fonder sur une holding dont la forme sociale est commerciale, ce que la confirme la pratique⁹⁴.

2.2.1.2 Une holding à forme commerciale.

Cette option semble être la plus à même de nous permettre d'utiliser de manière efficace les trois leviers du LBO. Deux types majeurs de sociétés commerciales existent, les sociétés de capitaux et les sociétés de personnes, ainsi que les sociétés hybrides.

2.2.1.2.1 Les sociétés de personnes.

Celles-ci recouvrent les SNC (Société en Nom Collectif) et les SCS (Société en Commandite Simple). Il n'existe pas de capital minimum pour leur constitution, en revanche, les associés sont responsables des dettes sociales sur leurs biens personnels, et ce indéfiniment.

Leurs parts sociales ne sont, par nature ni librement cessibles, ni librement négociables. On comprend aisément le peu d'intérêt de celles-ci pour des montages de LBO ou l'OBO, les

⁹⁴ Eric Cempura - L'utilisation d'une holding dans la reprise d'entreprise - CCIP – Fiche de synthèse

investisseurs étant extrêmement réticents à la perspective de se trouver prisonniers dans une de ces opérations. On les qualifie parfois à ce titre de véritables pièges à capitaux⁹⁵.

2.2.1.2.2 Les sociétés de capitaux.

Ce sont les SA (Société Anonyme), les SAS (Société par Actions Simplifiée) et les SCA (Société en Commandite par Actions). Leur capital minimum de 37 000 € ne pose aucun problème pour des holdings appelées à recevoir des fonds propres substantiels.

Deux avantages majeurs par rapport aux précédentes options : la limitation de la responsabilité des actionnaires à leur apport, la libre cessibilité et négociabilité des actions.

Si la SA fait l'objet d'un formalisme important, la SAS et la SCA laissent une plus grande liberté statutaire à leurs actionnaires. Ceci permet donc d'envisager la création d'un effet de levier sans juxtaposition de holdings.

Enfin, les actions étant librement cessibles et négociables, les sociétés de capitaux peuvent être introduites en Bourse. Ceci peut représenter une forme particulièrement intéressante de débouclage du montage.

2.2.1.2.3 Les sociétés hybrides.

Cette catégorie recouvre les Sarl (Société à responsabilité limitée) et Eurl (Entreprise unipersonnelle à responsabilité limitée).

Si les associés sont responsables des passifs sociaux à hauteur de leurs apports, les parts sociales de ces sociétés ne sont pas librement cessibles et négociables, d'où une absence d'intérêt pour les montages considérés.

Ceci nous amène donc à retenir deux options concernant la forme sociale de la holding dans les montages de LBO ou d'OBO : la SAS et la SCA.

⁹⁵ Jean Pierre Bertrel – Faut-il choisir une société de personnes ou de capitaux ? – Le revenu français - septembre 1998

En effet, elles ne présentent pas les inconvénients de sociétés de personnes et des sociétés hybrides, mais surtout elles offrent la possibilité de dissocier pouvoir de contrôle et détention du capital et ainsi de créer un effet de levier juridique.

2.2.1.3 Les options retenue pour la holding.

2.2.1.3.1 La Société par Actions Simplifiée (SAS).

Lors de sa création en 1994, la SAS n'était absolument pas destinée à servir de holding mais de filiale commune (Joint Venture) pour des entreprises souhaitant se rapprocher. Aussi faisait-elle l'objet d'une plus grande souplesse statutaire pour pouvoir s'adapter au mieux aux modalités particulières de coopération entre les deux sociétés préexistantes.

A compter de 1999, la SAS peut être créée par des personnes physiques. Ceci rend donc son utilisation possible dans le cadre d'un OBO.

Concernant l'effet de levier juridique, elle présente deux atouts. Des droits de vote doubles peuvent être créés pour certaines actions, renforçant le pouvoir politique de certains actionnaires. La SAS fait l'objet d'une vaste liberté contractuelle concernant la rédaction de ses statuts, qui lui permet d'organiser sur mesure les pouvoirs de direction et de contrôle dans la société. Ceci autorise une organisation sur mesure, ce qui est particulièrement approprié, compte tenu du fait que l'OBO est lui-même un montage directement lié aux objectifs du dirigeant actionnaire. Elle permet une grande liberté, dans la mesure où les statuts peuvent écarter la notion d'égalité entre les actionnaires, dissocier pouvoir de contrôle et détention du capital, voire prévoir l'inaliénabilité de certaines actions (limitée à 10 ans). De même, ceux-ci peuvent prévoir des clauses d'agrément concernant l'entrée au capital de nouveaux actionnaires.

A la différence de la SA, statuts et pacte d'actionnaires sont ici confondus, ce qui entraîne la publicité de fait de ce dernier.

L'article L.227-5 disposant : « les statuts fixent les conditions dans lesquelles la société est dirigée », la liberté contractuelle prévaut en la matière. Ainsi, le président de la SAS, obligatoire du point de vue légal, peut aussi bien être une personne physique que morale, par exemple une Sarl dans ce dernier cas. L'aménagement de la transmission de cette Sarl peut ainsi être prévu par les statuts. Pour autant, dans le cas d'un OBO, le montage étant fondé sur un très fort *intuitu personae*⁹⁶, la présidence de la SAS sera probablement assurée par le dirigeant historique de la cible. Néanmoins, on peut envisager des aménagements, que rendrait possible la souplesse de la SAS.

En revanche, du fait de son histoire et de sa légèreté de fonctionnement, la SAS ne peut faire appel public à l'épargne. On peut toujours imaginer que dans le cas d'une possible introduction en bourse à l'issue de l'opération d'OBO, une transformation de la SAS en SA pourra résoudre ce problème.

2.2.1.3.2 La Société en Commandite par Actions (SCA).

Cette société met en présence deux catégories d'associés : les gérants commandités et les actionnaires commanditaires. Le ou les commandités sont indéfiniment responsables des dettes sociales de la SCA, les commanditaires à l'inverse, ne le sont qu'à hauteur de leurs apports. Comme le président de la SAS, le gérant de la SCA peut être une personne physique ou morale, dont on peut prévoir l'irrévocabilité pratique dans les statuts, et donc, pour une personne morale, la cessibilité.

Les commanditaires peuvent, normalement récupérer leurs apports à tout moment, ce qui peut être une grande souplesse pour les investisseurs. Néanmoins, des aménagements statutaires permettent de limiter cette faculté de retrait, afin de laisser une plus grande liberté, *in fine*, aux commandités.

Cette société présente l'avantage majeure de mettre en place une structure de gérance commanditée qui permet de détenir et d'exercer le pouvoir de contrôle sur la SCA. Cette

⁹⁶ Marie Babonneau - Dix bonnes raisons de choisir la SAS – L'Entreprise – 14 décembre 2006

direction irrévocable présente l'avantage de pouvoir être cessible et de pouvoir résister à toute OPA hostile ⁹⁷, celle-ci ne pouvant de toute façon emporter le pouvoir de direction. Le cas de l'OPA annoncée en 2006 sur EuroDisney illustre ce principe ⁹⁸.

Quoiqu'il en soit, si elle permet d'épouser au mieux les rapports de forces internes et de laisser aux dirigeants de plus grandes marges de manœuvre par rapport aux détenteurs du capital, elle est d'une architecture délicate à mettre en place⁹⁹.

2.2.1.3.3 L'option à retenir pour un OBO.

Dans le cadre d'un OBO, les praticiens sont très majoritairement amenés à retenir l'option de la SAS pour la forme sociale de la holding.

En effet, celles-ci fait l'objet d'une grande souplesse statutaire et par la suite son fonctionnement est particulièrement léger.

Cette option permet, par les droits de vote multiples de conférer un pouvoir de contrôle à un dirigeant qui ne détiendrait qu'une majorité relative du capital. Ceci permet donc bien l'effet de levier juridique recherché.

Enfin, le statut d'actionnaire commanditaire au sein de la SCA est en soi peu apprécié par des investisseurs (fonds de capital-investissement...) qui exigent en général de pouvoir contrôler l'évolution de l'opération de LBO ou d'OBO. Intellectuellement intéressante, cette option ne semble pas pouvoir être retenue dans le cadre d'une thèse professionnelle. Les cas, très souvent mis en avant des SCA Lagardère ou Michelin ne sont pas, en soi suffisants pour valider ce choix. Le but dans des montages concernant avant tout des PME est en effet d'obtenir une véritable souplesse statutaire, source d'efficacité tant en terme d'architecture globale que de fonctionnement courant. Aussi, le choix de la SAS, confirmée empiriquement semble être celui

⁹⁷ La SCA en question – Agence pour la création d'entreprise

⁹⁸ OPA sur Disney : le gendarme de la bourse enquête – Le Figaro - 29 novembre 2006

⁹⁹ Virgine Pham, Frédéric Garcia – LBO : Mode efficace de financement d'acquisition des entreprises ? Etude des mécanismes et analyses de facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprise par effet de levier – 2003 CNAM

vers lequel ont intérêt à s'orienter les dirigeants actionnaires souhaitant monter un OBO sur leur entreprise.

Si la holding doit faire l'objet d'une optimisation juridique poussée, la cible, bien que préexistante peut aussi faire l'objet de certains aménagements¹⁰⁰.

En effet, la cession de part sociale entraîne l'acquittement de droits correspondant à 5% de la valeur de titres cédés, et ce, sans plafond. A l'inverse, la cession d'actions s'accompagne de droits de 1,2%, plafonnés à 4 000 €.

Dans ce cadre, en prévision d'un montage entraînant la cession des titres de sa société, le dirigeant a intérêt à transformer, par exemple, sa Sarl en SA ou SAS.

2.2.2 L'optimisation juridique de la cible.

2.2.2.1 Scinder les actifs de la cible elle-même.

Dans le cadre du montage financier de haut de bilan, une dissociation des actifs historiques de la société peut s'avérer avisée en soi, et optimale en l'espèce¹⁰¹.

En effet, beaucoup d'entreprises familiales ont acquis au fil de ans des actifs, immobiliers en particulier. Ceux-ci ont par ailleurs dans de nombreux cas une valeur nettement supérieure à leur valeur d'acquisition historique.

Or, on ces actifs sont mal valorisés par les différentes méthodes utilisées pour évaluer les entreprises qui les détiennent. En effet, si l'on considère un immeuble valant 1 M€, sa valeur locative avec un taux de rentabilité de 6% sera de 60 000 €.

¹⁰⁰ J-P Bertrel et M Jeantin - Acquisitions et fusions des sociétés commerciales - Litec - 1989

¹⁰¹ Franck Fougerat - Immobilier et transmission d'entreprise – MBA Capital

Si cet immeuble est la propriété de l'entreprise et qu'il est amorti, la valeur d'entreprise sera calculée sur la base d'un multiple d'Ebit ou d'Ebitda (méthode souvent utilisée pour les petites capitalisations, entre autres). Si ce multiple est fixé à 8 fois l'Ebit, alors :

$VE = 8 \times Ebit$, cette valeur d'entreprise incluant l'immeuble en question.

Si au contraire, la société loue l'immeuble, elle acquittera d'un loyer annuel de 60 K€.

Dans ce cas, la valorisation de la société intégrera cette charge supplémentaire, à travers une diminution de l'Ebit.

D'où une valorisation d'entreprise qui s'établit comme suit :

$$VE = (Ebit - 60\,000) \times 8$$

Ceci entraîne donc une diminution de la valeur d'entreprise de 480 000 €.

La méthode des multiples intégrera alors l'immeuble dans l'évaluation de l'entreprise pour moins de la moitié de sa valeur.

On a donc intérêt à se séparer des actifs patrimoniaux de l'entreprise au moment de la cession de celle-ci dans la mesure où ils seront probablement mal valorisés dans ce cadre.

De plus, le montage nécessitant à la fois de réduire le prix afin de rendre sa structuration plus facile et de maximiser la trésorerie disponible, une restructuration de l'actif du bilan peut être bienvenue.

Cet allègement du bilan peut concerner différents éléments valorisables néanmoins, il est en général admis que les actifs immobiliers sont ceux dont il est le plus intéressant de se séparer.

2.2.2.2 La constitution d'une SCI dédiée.

Dans ce cas, la constitution d'une SCI, montage très classique appliqué dans de nombreuses PME, se révèle être une véritable source d'optimisation.

En premier lieu, elle permet de mieux valoriser les actifs immobiliers en question, ce qui permet d'optimiser le montage d'un point de vue financier.

De plus, cela allège le montage, on évite de faire supporter par celui-ci la vente des structures d'exploitation et la vente de l'immobilier.

Mais cette approche est avant tout profitable pour le dirigeant actionnaire qui crée la SCI. En effet, ce montage lui permettra de mettre à l'abri des actifs aisément valorisables. En cas d'échec de l'OBO, il conservera l'immobilier isolé. Néanmoins, si la cible dépose le bilan, une action en confusion de patrimoine risque d'être menée¹⁰². Quoiqu'il en soit, la constitution d'un SCI recevant les actifs immobiliers est un moyen intéressant pour accroître la diversification du risque du dirigeant actionnaire.

Par ailleurs, à terme cela permettra d'assurer des revenus fonciers complémentaires aux associés de la SCI.

De plus, dans le cadre d'une optimisation successorale, cette solution peut présenter un avantage certain, une donation pouvant être effectuée, ou une prise de participation directe des héritiers au sein du capital de la SCI.

Si l'on retient les hypothèses suivantes, on aboutit à ce montage pour la reprise des actifs immobiliers de la cible.

Prix d'acquisition	
Apport	25%
Emprunt	75%
Taux	4.00%
Rentabilité locative	6.00%

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Loyer	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Intérêt	30,000	28,867	27,703	26,509	25,282	24,023	22,730	21,403	20,040
Amortissement (sur 40 ans)	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
IS (33,33%)	1,667	2,044	2,432	2,830	3,239	3,659	4,090	4,532	4,986
Remboursement du principal	28,334	29,089	29,865	30,661	31,479	32,318	33,180	34,065	34,974
Dette restante	721,667	692,577	662,713	632,051	600,572	568,254	535,074	501,008	466,035
Fonds propres de la SCI	278,334	307,423	337,287	367,949	399,428	431,746	464,926	498,992	533,965
Total Bilan	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
Gearing	2.59	2.25	1.96	1.72	1.50	1.32	1.15	1.00	0.87

¹⁰² AFIC – De la sous performance à la sortie de crise – Guide pratique pour les investisseurs en capital et les dirigeants - 2007

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
18,641	17,205	15,731	14,217	12,662	11,067	9,429	7,747	6,020	4,247	2,427	558
25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000	25,000
5,452	5,931	6,422	6,927	7,445	7,977	8,523	9,084	9,659	10,250	10,857	11,479
35,906	36,864	37,847	38,856	39,892	40,956	42,049	43,170	44,321	45,503	46,717	47,962
430,129	393,265	355,418	316,562	276,669	235,713	193,664	150,494	106,173	60,670	13,954	0
569,871	606,735	644,582	683,438	723,331	764,287	806,336	849,506	893,827	939,330	986,046	1,034,009
1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,034,009
0.75	0.65	0.55	0.46	0.38	0.31	0.24	0.18	0.12	0.06	0.01	0.00

On obtient ainsi un montage simple, et beaucoup moins risqué que celui de l'OBO lui-même. En effet, il est assis sur des actifs immobiliers et le plan de remboursement l'est pour sa part sur des loyers annuels garantis par un bail 3/6/9. A l'issue du bail en question, la dette ne représente plus que 46 % de la valeur des actifs. Le risque principal réside alors dans l'échec de l'OBO qui rendrait vaine la garantie apportée par un bail commercial.

En effet, l'ensemble du plan de remboursement de l'emprunt lié à l'acquisition repose sur la régularité de la perception de loyers fixés à un niveau suffisant pour acquitter les intérêts et participer au remboursement du principal.

L'autre limite réside dans le fait que sortir tous les actifs valorisables de la cible peut poser des difficultés en ce qui concerne le financement de l'OBO, les banquiers considérant ces actifs comme des garanties indirectes des prêts consentis à la holding.

Quoiqu'il en soit, cette solution paraît optimale à la fois pour la cible dans le cadre du montage dont elle assurera le succès et pour le dirigeant qui vise à développer une véritable approche patrimoniale de diversification des risques.

2.2.2.3 Redessiner l'architecture de la cible.

Dans la perspective d'un LBO ou d'un OBO, redessiner le contour de la cible peut s'avérer profitable.

Cela consiste principalement à donner une architecture juridique à la cible qui corresponde à ses activités. Le but est alors d'établir une congruence entre activités d'exploitation et structures juridiques. En effet, cela permet de valoriser au mieux les différentes branches, voire d'adopter des solutions différentes pour chacune d'entre elles.

En effet, on peut avoir intérêt à se recentrer sur son cœur de métier ou à réduire la voilure générale du montage en allégeant son périmètre.

Cela correspond d'ailleurs à un fort mouvement actuel, de grands groupes cédant certaines de leurs filiales ou filialisant certaines de leurs branches d'activité afin de renforcer leur cohérence. Ceci conduit d'ailleurs à la mise en place de nombreux LBO de reprise¹⁰³.

Dans cette perspective, un montage préalable va consister à filialiser les différentes activités jusque là réunies au sein de la cible. La société initiale apporte des actifs correspondant à une branche à une société nouvelle dont elle détient 100% des titres.

Un commissaire aux apports doit procéder à l'évaluation des apports en question.

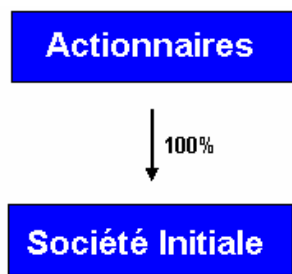
In fine, nous obtenons une société initiale qui devient une holding de fait, et des filiales à 100%. Concernant la holding, cette modification de fonds doit être approuvée par une Assemblée Générale Extraordinaire.

Le résultat est la constitution d'un groupe à partir d'une seule entreprise initiale.

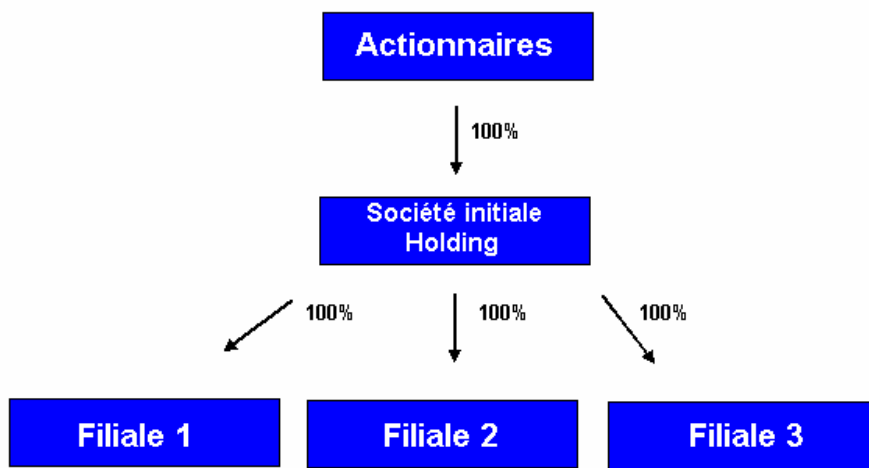
En revanche, d'un point de vue fiscal, cette restructuration juridique risque d'avoir un coût, puisqu'une plus-value sera probablement constatée au sein de la holding.

¹⁰³ Marie-Jeanne Pasquette - Pariez sur les ventes à la découpe – La vie financière – 18 mai 2007

Situation initiale



Situation après montage



2.2.3 La structuration juridique du financement.

Fondamentalement, les LBO ont pu se développer grâce à l'évolution conjointe des ingénieries financière et juridique.

En effet, sans elles, la mise en place de structures complexes, notamment en terme de financement, serait impossible, et partant de là, les LBO tout comme les OBO n'auraient pu connaître leur développement actuel.

L'ensemble de la dette d'acquisition est levé par un holding qui se doit d'être pur, afin de servir de réceptacle à l'ensemble du financement. Ce dernier est construit sur une idée simple, le niveau de rémunération et le degré de subordination sont intrinsèquement liés. Le principe fondamental est que tout prêteur junior ou mezzaneur ne peut être remboursé de son principal qu'après le remboursement intégral de l'ensemble des dettes senior.

Il en va de même de toute garantie consentie à l'un des prêteurs juniors. Elle ne pourra être exercée que lorsque l'ensemble des dettes seniors aura été payé.

Il convient donc de donner un cadre juridique à la subordination en question¹⁰⁴.

Différentes techniques utilisant des engagements contractuels passés par les établissements consentant les dettes d'acquisition ont été développées.

La première solution est la mise en place de créances de dernier rang, c'est-à-dire que son titulaire consent à ce qu'elles soient remboursées après toutes les autres créances chirographaires, antérieures ou postérieures.

D'un point de vue juridique, cela se traduit par une stipulation pour autrui, le bénéficiaire étant le banquier senior, le promettant le mezzaneur et le stipulant la holding d'acquisition¹⁰⁵.

C'est une mesure simple qui présente l'avantage d'être opposable au tiers.

La cession d'antériorité organise quant à elle la subordination à travers une convention passée entre le prêteur senior et le prêteur junior, ce dernier s'engageant à ne recevoir aucun remboursement aussi longtemps que la dette senior n'aura pas été totalement éteinte. Néanmoins, la convention n'étant pas passée directement avec la holding, elle se révèle moins efficace que la précédente.

Enfin, les différentes conventions organisant la subordination entre prêteurs comprennent en général une clause limitant l'exercice de certains de leurs droits par les prêteurs juniors. Ces clauses, souvent qualifiées de claw-back¹⁰⁶, prévoient que le mezzaneur ne pourra agir en cas de manquement de la holding à ses obligations qu'avec l'accord du prêteur senior.

Ainsi, il ne peut déclarer exigible ses créances ni déclencher une procédure de redressement judiciaire à l'encontre de la holding sans l'accord des banquiers seniors.

Cette clause semble juridiquement potestative, dans la mesure où il confère par avance un droit discrétionnaire à l'une des parties, en l'occurrence les banquiers seniors.

¹⁰⁴ Les dettes de LBO - LexInter

¹⁰⁵ Ernst & Young Société d'avocats – Levée de fonds, à quoi faut-il s'attendre ?

¹⁰⁶ Franck Moulins - La crise du venture a sensiblement modifié les pratiques des LP's – Capital Finance - 24 janvier 2005

Néanmoins, à ce jour, aucune jurisprudence n'existe sur la validité de ces conventions en cas de défaillance de la holding de reprise.

La question principale qui se pose ici est la validité des engagements conventionnels modifiant le rang de créanciers, alors que les textes en la matière sont d'ordre public.

Dans le cas d'une procédure collective, il est possible d'imaginer que les paiements soient effectués de manière identique que les prêteurs soient seniors ou juniors.

Dans ce cas, aussi longtemps que les conventions entre banquiers seniors et mezzaneurs sont valides, les remboursements reçus par ces derniers devront être rétrocédés aux prêteurs seniors.

En l'occurrence, l'ingénierie juridique sert véritablement de support à l'ingénierie financière, l'optimisation d'un montage d'OBO passant tout d'abord par la structuration du financement et ensuite par la mise en place de conventions établissant des relations juridiques entre créanciers¹⁰⁷.

2.3 Un moyen de consacrer logique industrielle et humaine.

La spécificité de l'OBO tient au fait qu'il vise à concilier deux logiques en général contradictoires dans les montages financiers : patrimonialisation et pérennité du contrôle de l'entreprise.

En effet, le choix de ce montage résulte avant tout de la volonté de ne pas procéder à un LBO traditionnel qui entraîne une cession pure et simple, tout en sécurisant une partie de son patrimoine. C'est pourquoi, dans la mesure où l'actionnariat conserve la même base qu'auparavant et que les principaux dirigeants demeurent, l'OBO est véritablement un moyen de consacrer les logiques industrielles et humaines à l'œuvre dans l'entreprise, si son montage est optimal.

In fine, il doit permettre à l'entrepreneur de rééquilibrer ses patrimoines professionnels et personnels, sans se désengager de son entreprise, celle-ci étant souvent l'œuvre d'une vie. Mais

¹⁰⁷ Anne Grif - LBO : les prêteurs font du sur-mesure - Les Echos - 23 May 2005

c'est aussi un moyen pour l'entreprise d'éviter une transition brutale, et par la même potentiellement dangereuse, tout en mettant en œuvre des évolutions souvent nécessaires en ce qui concerne les PME.

2.3.1 A la recherche du montage optimal.

La première étape d'une opération de haut de bilan de ce type en est la conceptualisation. En effet, avant d'être réalisé, un OBO doit être pensé, à la fois par le dirigeant actionnaire qui en est, en général l'initiateur mais aussi par les différentes parties prenantes. Celui-ci doit tout d'abord intégrer cette option, et en définir les contours. C'est seulement après cela que l'ébauche d'un montage peut débuter. La dimension psychologique de ce choix est fondamentale dans le cas de PME familiale, plus encore si le nom du dirigeant est directement associé à celui de la société. Simultanément, l'ensemble des parties prenantes (stake holders) doit formaliser ses objectifs propres, son implication par rapport à l'entreprise considérée. La définition d'objectifs clairs à moyen, voire à long terme permet ensuite d'élaborer une véritable stratégie, tant actionnariale qu'industrielle.

Le temps nécessaire à la mise en place d'une opération d'OBO doit être mis à profit afin que chacun prenne position par rapport à l'opération, et ainsi éventuellement privilégier les acteurs les plus engagés, et donc potentiellement les plus efficaces par la suite.

De plus, la prise en compte des objectifs des uns et des autres vise à maximiser l'implication dans le déroulement de l'OBO. L'aptitude à susciter l'adhésion au tournant que représente nécessairement une opération financière par nature inhabituelle ¹⁰⁸ est fondamentale. La situation optimale est celle où le dirigeant parvient à convaincre ses principaux cadres, la masse de ses salariés, ses partenaires industriels et ses concours financiers de la pertinence de l'étape que représente ce montage dans le développement de l'entreprise.

¹⁰⁸ « Private equity » - Les Echos Week-End - 1 juin 2007

2.3.1.1 L'optimisation préalable de la cible.

Dans la perspective d'un type quelconque de LBO, nous avons déjà exposé qu'il convient de rechercher une cible saine, présente sur un marché en croissance, et disposant d'une structure financière solide.

En l'espèce, la cible est une donnée pour l'entrepreneur, qui doit donc chercher à la faire approcher, au maximum, des critères de la cible idéale.

Ceci conduit donc à un processus d'optimisation, qui vise à la fois :

- à préparer le montage en maximisant les résultats
- à convaincre les investisseurs potentiels
- à lever les obstacles éventuels à la mise en place du montage.

Ainsi, la rationalisation des processus d'exploitation, la mise en place d'objectifs techniques, commerciaux ou financiers sont des corollaires logiques à la préparation de ce type d'opérations, risqué et exigeant par nature.

Un certain nombre de changements internes préparera dans ce cadre la mise en place de l'OBO lui-même.

Dans le même temps, une refonte du périmètre de la cible peut être envisagé, afin d'en renforcer la cohérence. On a ainsi souvent coutume, comme détaillé ci-dessus, de sortir le patrimoine immobilier, par la création d'une SCI dédiée¹⁰⁹.

De même, une optimisation de l'utilisation de la trésorerie et des différents actifs de la cible peut être recherchée au préalable.

Dès lors que cela se fait dans une perspective de renforcement de la cohérence et de l'efficacité de l'entreprise, et non comme un désossage pour préparer un montage irréaliste, l'OBO est un vecteur d'optimisation de la cible.

¹⁰⁹ Patricia Erb - Le micro-holding familial : un mode de transmission hors norme – La Tribune – 4 mai 2007

2.3.1.2 Maximiser les cash-flows pour faire face à la dette.

Un LBO en général, ou un OBO en l'occurrence revient à faire peser sur une entreprise, certes saine et rentable, une dette d'acquisition, par nature très importante en proportion de ses résultats. Mécaniquement, ce phénomène crée une forte pression sur la cible, que cela conduit à devoir mettre en avant un objectif de maximisation de sa rentabilité.

Le remboursement de la dette étant assis sur les free cash flows générés par la cible, lesdits cash flows seront pour les actionnaires une véritable priorité.

De cela va découler une action logique sur chacun des éléments constituant ce cash flow.

En premier lieu, l'enjeu résidera dans la maximisation de l'Ebitda, donc de l'efficacité de l'exploitation. Ceci concerne donc les différents postes que sont les achats, charges de personnel, sous-traitance... Un processus de maîtrise des coûts et de hausse du CA suivra donc l'opération financière elle-même. L'objectif sera alors à la fois de rendre l'exploitation plus rentable, tout en développant l'activité, ce qui doit permettre de renforcer le résultat.

Comme nous l'avons dit précédemment, même dans le cadre d'un montage financier de haut de bilan, la véritable source de création de valeur est, à terme l'amélioration de la rentabilité économique. Celle-ci est pleinement du ressort des dirigeants.

Parallèlement, l'un des autres paramètres jouant pesant fortement sur les FCF est la variation du BFR. Ce dernier peut connaître des évolutions désastreuses en cas de gestion approximative des délais de règlement clients et de paiement des fournisseurs. A l'inverse, un suivi sérieux permet d'en améliorer l'évolution et in fine de peser positivement sur le cash flow.

En revanche, cela ne doit pas conduire à réduire les investissements, ce qui certes, aurait pour conséquence directe d'accroître le cash flow, mais pèserait à terme sur la productivité de l'entreprise, et donc sur sa rentabilité. Cet écueil, qui représente le principal arbitrage des opérations de LBO, doit impérativement être évité.

Enfin, le véritable facteur de réussite de l'opération d'OBO réside dans la capacité à faire fortement augmenter la valeur de la cible au cours des 5 à 7 années initialement prévues. C'est cet accroissement de valeur qui permet, avant tout de faire face au débouclage de la dette au moment de l'échéance finale.

Une véritablement politique de développement industriel mais aussi d'expansion commerciale doit permettre d'atteindre cet objectif. Evidemment, cela peut être une source de conflit avec l'objectif de maximisation des cash-flows.

Un équilibre doit donc être trouver entre ces deux impératifs, en vue de rendre l'opération optimale, à la fois dans sa perspective financière et dans ses aspects industriels.

La logique financière propre à l'OBO est ici sous-tendue par la logique industrielle de renforcement de l'efficacité de l'exploitation et de la présence de l'entreprise sur son marché. La pression financière du montage doit alors servir d'aiguillon pour améliorer la gestion de la cible dans cette perspective.

2.3.1.3 L'OBO comme bilan de santé de l'entreprise.

Mettre en place un OBO sur une cible quelconque revient à reconnaître que celle-ci est en bonne santé, de manière générale.

Toutefois, entreprendre une opération de ce type est, en même temps l'occasion de dresser un véritable bilan détaillé de l'entreprise cible. En cela, ce type d'opération peut se révéler intrinsèquement positif.

En effet, la réalisation d'un OBO, dans la mesure où il impliquera nécessairement un nombre important de partenaires, exige que soit mené un travail d'analyse approfondi de l'entreprise.

La spécificité de l'OBO me semble en l'occurrence bien réelle. En effet, lors d'une cession par LBO, ce type de processus est logique. En revanche, dans le cadre normal de l'exploitation, ce type de travail de fond est inenvisageable. Dans le cas d'une réorganisation classique du capital, une telle mise à plat n'aura pas lieu non plus.

A l'inverse, dans le cadre d'un OBO, qui constitue une étape au sein d'une certaine continuité de l'actionnariat et du management, on appliquera des méthodes propres aux fusions acquisitions. Ainsi, nous pouvons y voir l'opportunité pour l'entreprise et ses dirigeants d'analyser de manière très poussée leurs performances en ayant la possibilité d'en appliquer eux-mêmes les enseignements.

Les méthodes liées au travail de mise en place du montage peuvent se révéler des facteurs importants d'amélioration de l'efficacité directe de l'exploitation.

L'analyse stratégique menée par des professionnels extérieurs à l'entreprise peut permettre d'envisager des évolutions auxquelles le management, et surtout le dirigeant historique ne pouvaient songer. De plus, c'est aussi l'occasion d'une réflexion critique mais potentiellement constructive sur les orientations retenues jusque là.

Les due diligences, et notamment les missions d'audit menées en cette circonstance sont l'un des aspects clefs du bilan de santé de l'entreprise que constitue l'OBO¹¹⁰.

En effet, ce sera l'occasion de faire vérifier l'intégralité des états financiers mais aussi de très nombreux éléments annexes par des agents extérieurs à l'entreprise, et donc de déceler d'une manière beaucoup plus précise l'ensemble de ses défauts, financiers ou comptables.

Le passage de ses procédures au crible, qui ne pourrait avoir lieu en temps normal, est clairement l'occasion de déceler les dysfonctionnements qui ont pu se développer au cours du temps.

La mise en place de procédures de reporting précises, souvent insuffisante dans les PME, peut aussi être l'une des conséquences appréciables de ces audits.

Ceci sera alors utile pour le bon déroulement du business plan et de l'opération d'OBO.

Les audits complémentaires, qu'ils soient juridiques, fiscaux ou environnementaux permettent de localiser les risques qui pèsent sur l'entreprise, et ainsi de les prévenir, ou de les provisionner. C'est donc l'occasion pour certaines PME de renforcer leur conformité avec les différentes normes en vigueur.

¹¹⁰ Anne-Laurence Fitere - LBO : quand les PME prennent les devants – Enjeux Les Echos – 1^{er} septembre 2006

L'optimisation du processus généré par l'OBO passe aussi par la mise en place d'outils en terme de comptabilité et de gestion qui permettra de satisfaire aux exigences des partenaires financiers. Ces outils seront profitables au niveau interne dans la mesure où ils contribueront à l'amélioration de la qualité de l'information des dirigeants, souvent insuffisante dans ce type d'entreprise¹¹¹.

Par ailleurs, cela contribue directement à réduire le caractère indispensable du dirigeant actionnaire initial, ce qui est un facteur important de réduction du risque. En effet, les PME familiales sont tout particulièrement exposées en soi aux aléas pesant sur la vie de leur dirigeant.

2.3.2 Un levier propre : le levier opérationnel.

Si l'on cite souvent le triple levier, financier, juridique et fiscal, caractéristique du LBO, on omet souvent de s'intéresser au levier opérationnel qui l'accompagne.

En effet, dès lors que le management entre au capital, on constate empiriquement que se met en place une forme de sur-implication dans l'entreprise, que l'on qualifie de levier opérationnel¹¹². Si l'on conçoit même de faire entrer au capital un nombre plus élevé de salariés, et en particulier à des conditions préférentielles, on peut développer un vrai levier social. C'est le cas, par exemple dans les anciens RES (Reprise d'entreprise par les Salariés).

Malgré ces différences notables, un véhicule commun est susceptible de recueillir les investissements des salariés à côté de ceux des managers¹¹³.

Pour autant, l'entrée au capital des salariés dans leur ensemble est rarement retenue. D'une part, elle peut être complexe à mettre en place, et peser négativement sur le rendement des investisseurs financiers. D'autre part, dès que l'entreprise est d'une taille substantielle, l'implication de tous les salariés ne va pas de soi. En effet, en vertu du paradoxe d'Olson, selon lequel « *les groupes relativement petits sont fréquemment capables de s'organiser sur la base du*

¹¹¹ Matthieu Pechberty - Les banques adaptent leurs conseils aux fonds LBO - La Tribune – 12 juillet 2007

¹¹² Banque Fortis – Les petites et moyennes capitalisations vont-elles surperformer ?

¹¹³ Emmanuelle Barbara - Avis d'expert - Et si les LBO profitaient à tous ? - Capital Finance - 13 Novembre 2006

*volontariat et d'agir en conformité avec leurs intérêts communs, les grands groupes ne sont pas dans l'ensemble en mesure d'y parvenir*¹¹⁴ », une partie des salariés risque de se comporter en « passagers clandestins » (free riders). Plus un groupe est nombreux, plus la probabilité qu'il agisse en vue de la réussite du LBO est faible car la contribution marginale d'un membre à la réussite du groupe est décroissante.

Aussi, les LBO et les OBO en particulier viseront à impliquer les dirigeants principaux, et en général les cadres dont la participation est nécessaire à la réussite du montage.

Pour ce faire, on peut mettre en place dans le cadre d'un LBO ou d'un OBO, des clauses préférentielles peuvent permettre aux managers de bénéficier d'une participation finale plus que proportionnelle à leurs apports. Ce sont, par exemples les ratchets. Ceux-ci ont pour objectif de corriger la valeur initiale d'entrée au capital d'une catégorie d'investisseurs. En pratique, ce droit consiste à émettre à leur profit des bons de souscription d'actions (BSA) dès leur entrée au capital, leur donnant la possibilité de souscrire à l'occasion de futures augmentations de capital un certain nombre d'actions, en général au nominal. Cela s'applique en particulier lors du débouclage du montage¹¹⁵. Bien évidemment, la conséquence en est la dilution des autres actionnaires, en particuliers des investisseurs financiers.

Ces BSA présentent ainsi plusieurs avantages.

Ils permettent d'intéresser le management à la prise de valeur globale de l'entreprise, leur intérêt étant de pouvoir réaliser une plus-value substantielle lors de la sortie finale.

De plus, cela évite de conférer des droits politiques immédiats, et donc de diluer le contrôle du dirigeant principal pendant la durée de l'opération.

Enfin, les managers ayant souvent des moyens financiers personnels assez limités, cela permet malgré tout de mettre en place le levier opérationnel recherché.

¹¹⁴ Mancur Olson - *Logic of Collective Action*, Harvard University Press, 1971. Traduction française : *Logique de l'action collective*, préface de Raymond Boudon, PUF, 1978

¹¹⁵ Maître Olivier Paulhan – « Les principaux mécanismes d'ajustement du prix d'acquisition ou de cession des actions »

Le débat actuel qui porte sur le capital-investissement a tendance à se focaliser sur les financiers, et selon Dominique Sénéquier, présidente de Axa Private Equity, à négliger, celui « des créateurs de valeur : les entrepreneurs et les managers. La valeur des entreprises dans lesquelles nous investissons repose essentiellement sur la qualité de ses équipes. C'est un facteur que non seulement les critiques du private equity négligent mais que même certains investisseurs oublient dans leurs modélisations »¹¹⁶. Cela revient à reconnaître que l'un des leviers majeurs à activer est bien le levier opérationnel.

Par ailleurs, dès lors que les dirigeants principaux auront investi dans le capital de la holding de reprise, ils auront effectué un processus inverse à celui de l'actionnaire de référence qui a rééquilibré patrimoine personnel et professionnel. Eux auront de leur côté concentré leur patrimoine dans l'entreprise, cette dernière devenant ainsi la source de leurs revenus salariaux et un élément central de leur patrimoine.

Ils auront donc un intérêt maximal à ce que l'opération de LBO ou d'OBO fonctionne. L'effet est encore plus important si certains managers ont eu recours à l'emprunt pour financer leur prise de participation.

Quoiqu'il en soit, les objectifs de maîtrise des coûts, et d'expansion industrielle seront instantanément partagés par l'ensemble des responsables présents au tour de table.

C'est donc bien là une opportunité claire pour l'entreprise, le renforcement de l'efficacité générale de l'exploitation se traduisant sur :

- les cash-flows permettant de tenir le plan de remboursement de la dette
- la valorisation finale de la société à N+5 ou N+7

Par ailleurs, ces effets doivent logiquement perdurer au-delà de la seule période considérée.

Grâce au LBO qu'il réalise lui-même sur sa propre entreprise, l'entrepreneur parvient à actionner des leviers d'efficacité opérationnelle qui se seraient révélés particulièrement difficiles à mettre en place sans montage de haut de bilan.

¹¹⁶ Dominique Sénéquier - Le capital-investissement sert l'Europe industrielle – La Tribune - 15 mai 2007

Le dirigeant doit donc parvenir à faire entrer au capital ses principaux collaborateurs, ce qui ne constitue pas une faveur à leur égard, mais un avantage très appréciable pour l'actionnaire principal¹¹⁷.

Dès lors, des conditions préférentielles d'entrée au capital pour le management trouvent une légitimité financière évidente. L'ingénierie juridique permet de trouver une solution au problème habituel du manque de fonds propres de ces derniers, voire de répondre à la réticence de certains à l'idée de concentrer revenus et patrimoine dans la même entreprise.

Au-delà de cela, ça peut aussi permettre d'assurer la pérennité industrielle de l'entreprise, en renforçant le lien entre celle-ci et ses cadres principaux.

2.3.2.1 Elargir le capital

L'un des impératifs de l'OBO est la restructuration du capital à travers le montage. En effet, un montage qui reproduirait dans le holding la structure de l'actionnariat initial de la cible risquerait de constituer un abus de droit.

Mais cela reviendrait surtout à négliger l'une des opportunités majeures que représente le montage en question.

En effet, lors de la constitution d'un OBO, on a la possibilité de repenser le capital de l'entreprise dans la mesure où le ticket d'entrée, grâce aux effets de levier, baisse très sensiblement par rapport à un investissement classique.

Si l'on garde à l'esprit l'une des logiques fondamentales à l'œuvre dans un OBO, à savoir d'assurer la pérennité de l'entreprise, on a intérêt à constituer un tour de table élargi.

Dans ce cadre, l'intérêt de l'OBO est d'intégrer certaines des parties prenantes en vue du développement de l'entreprise. Cela peut concerner les partenaires financiers traditionnels de l'entreprise, voir certains partenaires commerciaux ou industriels.

¹¹⁷ Stéphane Le Page - Le salarié, un actionnaire à intéresser – Les Echos – 14 juin 2007

Comme nous l'avons déjà exposé, le levier opérationnel permet d'impliquer davantage les cadres dirigeants. L'ouverture du capital peut s'accompagner du recrutement de managers extérieurs à l'entreprise, dont les compétences sont reconnues. L'entrée au capital peut être l'un des facteurs déterminants les concernant. C'est donc un moyen de renforcer le management existant par des éléments performants, impliqués et habitués à ce type de montage.

En cas d'incapacité à susciter en interne des cadres à la carrure suffisante, c'est un moyen efficace d'en recruter à l'extérieur. En effet, une PME ne pouvant pas toujours accorder un niveau de rémunération en ligne avec les plus grandes entreprises ou les groupes internationaux, la participation au capital peut permettre de résoudre ce problème.

Surtout, dans la perspective de pérennisation de l'entreprise, c'est un moyen de préparer une transition future en faisant entrer au capital des successeurs potentiels, aussi bien issus de la famille qu'extérieurs à celle-ci.

On pense en particulier à des actionnaires plus jeunes, surtout dans le cadre du départ à la retraite de la génération du baby boom, dont est issue une partie substantielle des dirigeants de PME. A ce titre, l'organisation de la transmission est plus une nécessité qu'une véritable option, dans la mesure où " alors que près de 700.000 chefs d'entreprise issus du baby-boom partiront à la retraite dans les dix prochaines années, il existe un manque cruel de repreneurs ", selon André Marcon, le président du réseau CCI-Entreprendre en France¹¹⁸.

Dans ce cadre, la durée de l'opération d'OBO peut servir de période de gestation, à l'issue de laquelle le dirigeant principal peut envisager de passer la main. Un LBO peut alors être monté pour acheter la majorité du capital.

Par ailleurs, l'un des corollaires habituels de la mise en place d'un LBO ou d'un OBO est l'entrée au capital d'un fonds d'investissement. Loin d'être un élément périphérique, c'est souvent l'un des aspects majeurs de l'opération.

¹¹⁸ Enquête - Entrepreneurs, la nouvelle vague - La Tribune - 30 January 2007

2.3.2.2 Faire entrer un fonds d'investissement

Faire participer un fonds au tour de table est à la fois une nécessité pour boucler le financement (2.1.) et une opportunité en termes industriels et stratégiques.

Un fonds d'investissement prenant une participation substantielle dans le capital d'une PME surveillera attentivement la gestion de cette dernière pendant tout le cours de l'opération. Des administrateurs indépendants ainsi que des membres du fonds seront très probablement nommés au CA/CS. Ceci permettra alors de bénéficier d'expertises extérieures à la structure initiale¹¹⁹. On obtient alors une structure de management plus professionnelle, appuyée sur des procédures en ligne avec les normes en vigueur dans la plupart des entreprises actuelles.

De plus, la présence d'un fonds est de nature à faciliter une évolution future de la structure du capital. Si par exemple l'entreprise a besoin de procéder à une augmentation de capital pour assurer son développement, il est peu probable que les actionnaires physiques en aient les moyens.

A l'inverse, un fonds sera en mesure d'apporter les capitaux nécessaires, si l'opération s'est déroulée dans de bonnes conditions jusque-là. Cela permet d'éviter le risque de sous-capitalisation qui touche de nombreuses entreprises françaises à actionnariat principalement familial.

Enfin, un fonds d'investissement se révélera un partenaire précieux lors de la sortie finale à horizon 5 à 7 ans, si le dirigeant actionnaire souhaite définitivement céder l'entreprise. En effet, les fonds basant leurs investissements sur la réalisation de TRI élevés, la cession de leurs titres à l'issue de l'opération est fondamentale. Leur expertise en la matière (valorisation, recherche d'investisseurs, maîtrise des processus) est donc un atout pour l'ensemble des actionnaires¹²⁰.

Faire participer un fonds au tour de table est à la fois une nécessité pour boucler le financement (2.1.) et une opportunité en termes industriels et stratégiques.

¹¹⁹ Emmanuelle Duten - « Dans un LBO, l'alignement de l'intérêt social est critique » - Capital Finance – 25 juin 2007

¹²⁰ Georges-Edouard Buet – l'OBO : un outil de gestion du patrimoine professionnel efficace – Option Finance – 2 octobre 2006

2.3.3 L'OBO au service de la pérennité de la cible.

L'OBO étant un montage mis en place dans une logique propre, c'est une source de pérennité industrielle pour l'entreprise, pour trois raisons majeures :

- Tout d'abord, cela permet d'éviter la cession pure et simple à un industriel, ce qui se traduit en général par une fusion des deux entités et souvent une disparition à moyen terme de l'absorbé.
Par ailleurs, les conséquences sociales sont souvent assez lourdes dès lors que le repreneur valorise la cible partiellement au regard des synergies qu'il pourra réaliser.
- Ensuite, un OBO permet de ne pas céder l'entreprise exclusivement à un fonds, qui réalisera un montage purement financier et risque donc de chercher uniquement à maximiser son TRI
- Enfin, il écarte l'un des risques d'échec majeur dans le cadre de ce type de reprise, à savoir l'inadéquation de l'équipe de reprise, le dirigeant historique restant ici en place. Tous les risques liés à la transition sont donc réduits d'autant¹²¹.

Mais c'est aussi un moyen d'assurer la pérennité de la cible elle-même en dessinant le montage selon les objectifs de sortie à terme de l'actionnaire principal. Cela doit donc permettre une succession familiale ou une reprise progressive par une nouvelle équipe.

Nous identifions donc deux variables clefs, déterminant l'aptitude du montage à consacrer les logiques humaines et industrielles initiales :

- Déterminer précisément les objectifs et le cadre du déroulement de l'opération (rentabilité, équilibre entre impératifs financiers et industriels, niveau de contrôle...)

¹²¹ Clémence Dunand - Les opérations phares du LBO - Etudes & Dossiers – Investir Hebdo – 24 février 2007

- Trouver les « bons » nouveaux actionnaires, à même d'assurer le développement de l'entreprise et utile dans l'optique d'une nouvelle étape (expansion commerciale, soutien financier, débouclage du montage).

L'idée centrale reste ici que l'actionnaire historique parvient à actionner ces différents leviers, dans un cas optimal, tout en conservant le contrôle de son entreprise, à la fois en termes financiers et politiques.

2.3.4 OBO et société cotée.

Une étude complète portant sur les montages d'OBO ne peut faire l'économie d'une analyse de la problématique particulière que constituent dans ce domaine les sociétés cotées.

Ces opérations font alors face à des enjeux supplémentaires, propres aux sociétés faisant appel public à l'épargne. Même minoritaires, ces cas présentent, en particulier d'un point de vue juridique, un intérêt tout particulier.

Un dichotomie absolue semble au premier abord porter sur ces deux notions.

En effet, comment concevoir que l'on rachète à soi-même (ce que constitue un OBO) des titres qui sont déjà dans le public ?

De même, l'OBO appartient par essence au domaine du Private Equity, dont la spécificité est de concerner des sociétés non cotées.

Enfin, ce type de montage porte avant tout sur des PME ou des entreprises familiales, dont l'introduction en bourse constitue souvent une alternative en soi à un LBO (ou à un OBO).

Pour autant, même si les cas de LBO portant sur des sociétés cotées sont rares et que les OBO sur ce type de cibles le seront encore plus, cette question mérite d'être abordée. L'OBO pourrait,

dans ce cadre être une solution de P-to-P (Public to private), opérations pratiquées en ce moment même sur de très fortes capitalisations¹²².

On constate actuellement des rendements boursiers nettement inférieurs à ceux enregistrés dans le domaine des LBO. Après une période où l'introduction en bourse semblait être une sorte de consécration pour les PME, il semble que la mode, d'une certaine manière, soit passée aux LBO.

Ainsi, un OBO a été réalisé sur la société cotée Gérard Perrier Industrie. A travers ce montage, le fondateur, Gérard Perrier reprend le contrôle (51% de la holding contre 46,5% du groupe auparavant) de l'équipementier électronique.

Un fonds d'investissement, Sigefi PE (Siparex), prend 32,5% du capital de la holding, alors que le management en acquiert 10%¹²³.

Le groupe se trouve donc contrôlé à 50,1% par la holding SFGP (Société financière Gérard Perrier), cette dernière l'étant par le fondateur. La levée d'une dette d'acquisition permet de reprendre le contrôle de la majorité des titres sur le marché.

Ce montage répond bien aux logiques mises en avant dans la première partie de cette thèse, comme le souligne la direction du groupe : « Gérard Perrier souhaitait réorganiser l'actionnariat afin de préparer au mieux la pérennité de l'entreprise dans la perspective d'une future transmission¹²⁴ ».

A l'inverse, un OBO peut aussi conduire à faire sortir une société de la cote.

C'est le cas de Staci, spécialiste de la gestion des achats et de la logistique des supports de vente. Groupe coté à la base, et contrôlé par son fondateur, Jean-Pierre Masse, Staci a fait l'objet d'un OBO en 2004, les titres sur le marché faisant l'objet d'un rachat par une holding détenue par le dirigeant (48,30%), le fonds Initiave & Finance (37,6%) et les cadres de l'entreprise (14,10%). En toute logique, cette opération s'est traduite par un retrait de la cote du groupe, introduit en bourse en novembre 1998¹²⁵.

¹²² Elsa Conesa - Les fonds d'investissement s'intéressent aux actifs cotés – Les Echos – 2 janvier 2007

¹²³ Sigefi PE engrange 40,1 MEuro(s) de plus-values brutes – Capital Finance – 19 septembre 2005

¹²⁴ Sigefi PE entre dans le groupe coté Gérard Perrier Industrie – Capital Finance – 19 septembre 2005

¹²⁵ Reuters - Staci - Placement global sursouscrit 5,5 fois – 19 novembre 1999

Un nouveau LBO, entraînant cette fois-ci le contrôle du groupe par un fonds, Astorg Partners¹²⁶ a eu lieu en 2006, montrant que des montages à effets de levier successifs peuvent apparaître comme une réelle alternative aux marchés financiers directs. Le dirigeant historique de même que les principaux cadres restent présents au tour de table, de même que le fonds ayant réalisé l'OBO initial. Pour Jean-Pierre Masse, c'est donc la troisième opération portant sur la structure du capital de son entreprise réalisée en l'espace de 8 ans¹²⁷, cette fois-ci en tant qu'actionnaire minoritaire.

Dans ce cadre, la participation en question vise avant tout à assurer le développement de l'entreprise, par des moyens financiers supplémentaires.

Dans l'un comme l'autre de ces exemples, l'OBO apparaît comme un moyen dont dispose l'entrepreneur pour redéfinir le niveau de son implication financière dans son entreprise.

Fondamentalement, de telles opérations soulèvent une question majeure : le lancement d'une OPA risque-t-il d'être rendu obligatoire par la mise en place de l'OBO, celui-ci portant sur des blocs de titres importants¹²⁸. Le seuil de déclenchement étant fixé à un tiers, toute opération de haut de bilan porte en général sur une proportion du capital plus élevée.

En effet, l'article 234-2 du Règlement général de l'AMF précise que « lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article de 233-10 du code de commerce, vient à détenir plus du tiers du capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF ».

Dans le cas d'un actionnaire détenant la majorité du capital d'une société cotée, un OBO portant sur ses titres peut lui permettre de réaliser une partie de son patrimoine tout en conservant le

¹²⁶ Dominique Malecot - Le fonds Astorg va accompagner le logisticien Staci dans son expansion – Les Echos – 25 septembre 2006

¹²⁷ LBO en série – Capital Finance – 28 août 2006

¹²⁸ Noro-Lanto Ravisky – Owner Buy Out : le LBO à double détente – Stratégie, Finance & droit – 15 novembre 2005

contrôle de l'entreprise. La première condition réside dans la capacité à actionner le levier financier par un contrôle suffisant de la cible, pour pouvoir faire face à la dette d'acquisition. Cette condition validée, il faut éviter que l'opération d'ingénierie financière n'oblige à lancer une OPA, résultat qui serait in fine catastrophique pour l'actionnaire majoritaire.

En l'occurrence, il est possible d'échapper à cette obligation, si l'on répond à l'un des 7 critères établis par l'article 234-8 du Règlement de l'AMF. Les opérations de fusions, ou d'apport de titres permettent de déroger à l'obligation de déposer une offre publique.

Le concept central est au regard de ces différents articles, celui de contrôle de la cible. Si le contrôle n'est pas modifié, alors la mise en place d'une holding comme intermédiaire de détention des titres ne devrait pas entraîner l'application de l'article 234-2. Concrètement, cela suppose que les actionnaires majoritaires de la cible restent prédominants au niveau de la holding.

Il appartient alors à l'AMF, et à elle seule de constater que la holding n'est pas tenue de déposer une offre publique d'achat portant sur le reste des titres. L'enjeu est alors de dépasser le cadre précis des critères de l'article 234-8 au profit d'une interprétation plus large accordant une place centrale à la notion de conservation du contrôle, essence même de l'OBO.

Dans ce cadre précis, dont on doit reconnaître que ces contours quelque peu indéfinis présentent des risques, il est alors possible de conserver le contrôle d'une cible faisant l'objet d'un LBO tout en bénéficiant de la liquidité des marchés financiers.

Le montage vise alors, à moins qu'un retrait de la cote ne soit visé, à monter un LBO sur 51% des titres, ou sur le bloc conservé par l'actionnaire majoritaire. Un fonds entrera au capital de la holding, le financement final sera complété par des dettes classiques. Le dirigeant conservera donc le contrôle de la cible. D'un point de vue juridique, une extrême vigilance devra être portée au respect des droits des minoritaires, ceux-ci faisant l'objet d'une protection particulière dans le cadre des sociétés faisant appel public à l'épargne. C'est une situation où l'on peut maximiser le levier juridique, les minoritaires au niveau de la cible provenant directement du marché boursier.

Hors levier financier, le contrôle pourra être assuré par une participation de l'ordre de 26% de la valeur de la cible, dans le cas d'une société déjà cotée.

Néanmoins, la double pesanteur de la cotation en bourse et de la réalisation du business plan de l'OBO peut se révéler excessive pour des cibles de dimension moyenne¹²⁹.

Par ailleurs, un tel montage suppose un niveau de dividendes élevé, dividendes dont une partie sera distribuée aux actionnaires minoritaires, privant l'entreprise de ressources sans servir pour autant au remboursement de la dette.

Quoiqu'il en soit, si ce cas reste par essence marginal, il n'en demeure pas moins intéressant. De plus, il montre combien l'OBO peut être une réponse ingénieuse à des contextes spécifiques, comme ceux rencontrés par Gérard Perrier Industrie ou Staci.

¹²⁹ Marie Lafourcade - La Bourse de Paris ne fait plus rêver, la concurrence des fonds d'investissement s'intensifie - La Tribune - 26 Novembre 2004

3 L'optimisation fiscale indispensable à l'efficacité du montage

3.1 Un montage à visée patrimoniale.

La visée première d'un OBO est de retirer les bénéfices provenant de la cession de son entreprise sans pour autant en perdre le contrôle. Dans cette perspective, le dirigeant actionnaire vise à maximiser l'efficacité du montage en minimisant, voire en éliminant les frottements fiscaux. D'autre part, en vue d'une sortie globale à terme, l'OBO peut servir de cadre préparatoire à la cession finale des titres de la holding. A l'inverse, si le montage vise à préparer une succession, réduire autant que possible les droits de succession sera l'un des buts recherchés.

Dans tous les cas, la pleine réussite de l'opération passe par l'optimisation de la fiscalité qui s'appliquera aux différents stades de son déroulement :

- mise en place de l'OBO
- période de réalisation du business plan
- sortie finale (2^{ème} cession éventuelle)

A chacun de ses stades, le dirigeant initiateur du LBO aura à cœur de limiter la fiscalité qui lui sera applicable, ou dans le cas d'une succession, celle qui pèsera sur ses héritiers.

3.1.1 La fiscalité applicable sur les plus-values.

3.1.1.1 Plus-values sur les apports à la holding

La première étape du montage soumise à la fiscalité est l'apport des titres de la cible à la holding. Dans ce cadre, une plus-value sera mécaniquement constatée, puisqu'un OBO n'a d'intérêt que si la valeur de la société a augmenté depuis sa création (ou son acquisition).

Cet apport en titres à une société soumise à l'IS (on a précédemment expliqué les raisons du choix d'une holding de ce type), les plus-values constatées ne sont pas immédiatement imposables. En effet, ces échanges de titres sont réalisés en fonction de la valeur des titres au moment de l'OBO. Pour autant, ils ne s'accompagnent pas d'une contrepartie en cash. Par conséquent, en vertu de l'article 150-0 B et 150-0 D 9 et 10 du Code Général des Impôts (CGI), ces plus-values bénéficient de plein droit d'un sursis d'imposition¹³⁰ jusqu'à la cession des droits sociaux en question.

Le régime du sursis d'imposition remplace le régime du report d'imposition, quelle que soit la nature juridique des titres échangés depuis le 1^{er} janvier 2000. L'opération est considérée comme présentant un caractère intercalaire et n'est donc pas prise en compte pour le calcul de l'impôt sur le revenu au titre de l'année de l'échange, mais sera prise en compte lors de la cession ultérieure. Le gain net réalisé sera calculé à partir de la différence entre la valeur d'acquisition des titres remis à l'échange et le prix de cession final de ces derniers.

Ce sursis d'imposition présente l'avantage de ne pas porter intérêt sur les montants dus. Ceci réduit donc mécaniquement la valeur actualisée de l'impôt à acquitter (une cession finale à horizon de 7 ans à un taux s'actualisation de 6% réduit d'un tiers la valeur de l'impôt correspondant).

Afin de bénéficier de ce sursis, la soulte accompagnant l'échange ne doit pas excéder 10% de la valeur nominale des titres (ce qui est logique, la soulte permettrait dans ce cas d'acquitter les impôts correspondant). Dans le cadre d'un OBO, une soulte n'ayant pas de logique intrinsèque, elle est à éviter impérativement.

De plus, concernant l'apport des titres du dirigeant à la holding, aucun droit d'enregistrement n'est dû, en effet l'art 810 bis du CGI dispose que dans les apports purs et simples bénéficient d'une exonération de droits.

¹³⁰ Déclaration des plus-values en report d'imposition – www.impots.gouv.fr

3.1.1.2 Plus-values sur les cessions à la holding.

Dans ce cas, les plus-values constatées sont soumises au régime d'imposition de droit commun. En l'occurrence, l'actionnaire devra donc acquitter un impôt de 16% auquel s'ajoutent 11% de prélèvements obligatoires, le seuil annuel de 15 000 € (20 000 € au titre de l'année 2007) étant forcément dépassé dans le cadre d'un montage financier de haut de bilan.

Néanmoins, un abattement est prévu depuis le décret du 21 novembre 2006 pour les plus-values sur cession de valeurs mobilières après une détention de 6 ans, soit pas avant 2013.

L'abattement est réservé aux plus-values réalisées par les personnes physiques dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé à l'occasion de la cession, à titre onéreux d'actions ou de parts sociales, de l'usufruit ou de la nue-propriété de ces actions ou parts.

L'exonération en question obéit au barème suivant :

- 6 ans de détention : exonération de 33%
- 7 ans de détention : exonération de 66%
- 8 ans de détention : exonération de 100%¹³¹

Un régime spécifique concerne les dirigeants de PME, pour qui un régime spécifique est dès à présent mis en place.

Néanmoins, il n'est en aucun cas applicable dans le cadre d'un OBO.

En effet, il concerne les PME définies de manière précise (ce qui exclut une partie des cibles), mais surtout il précise que le dirigeant doit immédiatement exercer ses droits à la retraite et ne doit pas détenir de participation dans la société à laquelle il cède ses titres (maximum admis de 1% de détention)¹³². Ces critères excluent précisément (et sans doute à dessein) les montages d'OBO.

Selon le régime de droit commun, l'imposition est établie au titre de l'année de la cession, quelles que soient les modalités de paiement du prix. Par exception, l'éventuel complément de prix (earn out) est imposable au titre de l'année où il est reçu.

¹³¹ « Une réforme en deux temps », PME Finance (site internet)

¹³² « Exonération des plus-values mobilières des particuliers : An II », CMS Bureau Francis Lefèvre

Les droits d'enregistrement sur la cession de ces titres (actions et non parts sociales, comme recommandé) seront de 1,1% plafonnés à 4 000 €.

Par conséquent, l'année de mise en place du montage d'OBO, le dirigeant actionnaire ne devra acquitter que la fiscalité portant sur les droits sociaux cédés à titre onéreux à la holding de reprise, exception faite d'un earn out potentiel.

3.1.2 Vers une optimisation de la fiscalité personnelle.

3.1.2.1 Optimisation de l'ISF

En vue d'une réduction de l'ISF du dirigeant actionnaire, la qualification de biens professionnels des titres de la holding doit être recherchée.

Les titres répondent à la qualification en question si :

- leur détenteur (ou l'un des membres de son foyer fiscal) exerce l'une des fonctions de direction prévues à l'article 885 O du CGI, soit :
 - gérant de Sarl
 - gérant commandité ou président du Conseil de surveillance d'une SCA
 - président du CA, directeur général ou directeur général délégué, président du conseil de surveillance ou membres du directoire d'une SA
 - président ou directeur général (s'il est enregistré au RCS) de SAS
- ils doivent représenter au moins 25% du capital de la société, à moins que ceux-ci représentent 50% de son patrimoine imposable (dans ce cas le seuil de 25% n'est pas applicable). Ce seuil concerne le groupe familial du dirigeant, et non son seul foyer fiscal.
- Leur détenteur exerce effectivement l'une des fonctions de direction citée et que celle-ci représente plus de 50% de ses revenus professionnels.

- La société en question est de nature industrielle, commerciale, agricole ou libérale.

Cette dernière condition est précisément celle qui soulève une difficulté quant à l'application de ce régime privilégié dans le cadre d'un OBO. En effet, ce régime ne peut s'appliquer aux sociétés dont l'activité est la gestion de valeurs mobilières ou d'actifs immobiliers.

En revanche, ce régime est applicable dans le cadre des holdings qualifiées d'animatrices¹³³. Afin de recevoir cette qualification, la holding doit participer de manière active à la gestion de ses filiales (en l'espèce de la cible). Ceci recouvre la définition de la politique industrielle et commerciale de la cible, ainsi que la fourniture d'éventuels services intragroupe (comptables, financiers, juridiques ou administratifs).

Il est impératif de mettre en place des moyens attestant du rôle effectif de la holding dans l'animation de la cible, l'administration fiscale étant particulièrement vigilante en la matière.

En l'occurrence, un seul niveau d'interposition est accepté entre le détenteur personne physique et la société industrielle ou commerciale. Ceci exclut donc la mise en place d'une cascade de holdings visant à maximiser le levier juridique. Par ailleurs, l'une des fonctions de direction doit être exercée au sein de la holding.

Dans cette configuration, la mise en place d'un OBO ne remettra pas en cause l'exonération d'ISF dont bénéficiait précédemment l'entrepreneur s'il respecte les critères définis ci-dessus.

3.1.2.2 L'optimisation fiscale des actifs dissociés.

Dans la perspective de l'isolation des actifs patrimoniaux que constitue l'immobilier de l'entreprise, une optimisation de la fiscalité concernant cet aspect est nécessaire.

¹³³ « Faire d'un holding patrimoniale un bon outil de transmission » – Maître Olivier Paulhan

En effet, l'OBO étant mis en place par le dirigeant dans le but de se constituer un patrimoine propre, à l'abri des risques pesant sur son entreprise, le choix du cadre initial de cet investissement doit être fait en vue d'en minimiser le coût fiscal.

Il convient de déterminer quel est le vecteur optimal de détention des actifs immobiliers isolés dans le cadre de l'OBO.

Il est tout d'abord possible pour le dirigeant de procéder en direct à l'acquisition des actifs immobiliers. Si en revanche, il souhaite faire participer ses héritiers à cette phase du montage, on risque d'obtenir un cas d'indivision. Celui-ci est par essence peu efficace et convient mal à des investissements réalisés dans le cadre d'un montage global d'ingénierie financière.

La mise en place d'une SA immobilière ne présente pas non plus d'avantage, eu égard à la lourdeur de cette forme sociale et à son peu d'intérêt fiscal.

On peut, à l'inverse, créer comme nous l'avons déjà souligné, une SCI, qui achètera les immeubles, en recourant à un emprunt bancaire.

On a alors deux alternatives concernant la SCI : soit de la soumettre à l'IR de ses associés, soit à l'IS.

Dans le cas de l'imposition à l'IR, les associés sont imposés sur la part de la SCI qui leur incombe. Les règles applicables sont alors celles propres aux revenus fonciers de personnes physiques. S'ils ont souscrit un emprunt pour souscrire au capital de la SCI, ils peuvent en déduire les intérêts. Dans le cadre d'un OBO, il est alors probable que les associés soient imposés au taux marginal d'IR, soit 40%.

Néanmoins, il est possible de déduire les intérêts, les travaux effectués et les charges de la SCI, ce qui peut éventuellement même se traduire par une imputation des pertes de la SCI sur revenu imposable des associés.

Lors de la cession des actifs immobiliers en question, la plus-values réalisée est exonérée de 10% chaque année à partir de 5 ans de détention. Ceci signifie qu'au bout de 15 ans, elle est totalement

exonérée. Ceci présente pour nous un avantage majeur, et plus particulièrement si les immeubles en question voient leur valeur fortement augmenter au cours de la période (sièges sociaux notamment).

On peut donc imaginer des revenus limités pendant une période de 15 ans (d'où une faible contribution marginale à l'IR) et une plus-value finale élevée totalement exonérée. C'est alors un facteur d'optimisation fiscale réelle de cette partie du montage global d'OBO.

Si on fait le choix d'une imposition à l'IS, elle est alors imposée comme société de capitaux. Aussi, paiera-t-elle l'IS sur les résultats qu'elle réalise, les associés acquittant à leur tour la fiscalité applicable aux dividendes.

Dans le cas d'une cession des actifs, aucune exonération liée à la durée de détention ne sera possible¹³⁴. En conséquence, les plus-values subiront un important impact fiscal.

Les deux cas suivants reprennent les hypothèses financières retenues dans le cadre de l'optimisation juridique de l'OBO (2.2). Dans le premier, la SCI est imposée à l'IS, alors que dans la seconde, la SCI l'est à l'IR.

En tenant compte d'une cession au bout de 15 ans pour un montant deux fois supérieur au montant d'acquisition, soit 2 millions d'euros, on obtient :

Dans la SCI à l'IS, le revenu net final pour les associés est de 878 K€, alors que dans le cas de la SCI imposée à l'IR, il est de 1,374 K€, pour un apport initial identique de 250 K€. En effet, dans le premier cas, la plus-value est calculé sur la base d'une valeur nette comptable, soit d'une valeur d'acquisition diminuée des amortissements. Cette plus-value fera alors l'objet d'une imposition sans la moindre exonération.

Dans le cas d'une imposition à l'IR, à l'inverse, aucun amortissement ne sera pratiqué. Par ailleurs, au bout d'une durée de détention de 15 ans, les plus-values réalisées feront l'objet d'une exonération totale.

Les tableaux de synthèses ci-dessous expliquent les différences entre les deux options.

¹³⁴ Fiscalité des sociétés civiles immobilières – SCI – Dossiers Les Echos

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Loyer	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000	60 000
Intérêt	30 000	29 472	28 931	28 378	27 811	27 230	26 636	26 027	25 404	24 765	24 112	23 442	22 757	22 055	21 336
Travaux périodiques	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Charges diverses	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
Résultat avt impôt	22 000	22 528	23 069	23 622	24 189	24 770	25 364	25 973	26 596	27 235	27 888	28 558	29 243	29 945	30 664
IR (40%)	8 800	9 011	9 227	9 449	9 676	9 908	10 146	10 389	10 639	10 894	11 155	11 423	11 697	11 978	12 265
Résultat dispo après impôt	13 200	13 517	13 841	14 173	14 514	14 862	15 219	15 584	15 958	16 341	16 733	17 135	17 546	17 967	18 398
Dettes nettes	736 800	723 283	709 442	695 269	680 755	665 893	650 675	635 091	619 133	602 792	586 059	568 925	551 379	533 412	515 014
Prix de cession	2 000 000														
Plus value	1 000 000														
Prélevement sociaux (11%)	110 000														
Dettes restantes	515 014														
Revenu net pour les associés	1 374 986														

Année	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Loyer	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Intérêt	30,000	29,147	28,271	27,371	26,448	25,500	24,526	23,527	22,501	21,448	20,366	19,256	18,116	16,946	15,744
Travaux périodiques	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
Charges diverses	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Amortissements	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
Résultat avt impôt	2,000	2,853	3,729	4,629	5,552	6,500	7,474	8,473	9,499	10,552	11,634	12,744	13,884	15,054	16,256
IS (33,33%)	667	951	1,243	1,543	1,851	2,167	2,491	2,824	3,166	3,517	3,878	4,248	4,627	5,018	5,418
Résultat après impôt	1,333	1,902	2,486	3,086	3,702	4,334	4,983	5,649	6,333	7,035	7,756	8,496	9,256	10,037	10,838
Cash flow disponible	21,333	21,902	22,486	23,086	23,702	24,334	24,983	25,649	26,333	27,035	27,756	28,496	29,256	30,037	30,838
Dettes nettes	728,667	706,764	684,278	661,192	637,490	613,156	588,173	562,525	536,192	509,156	481,400	452,904	423,647	393,611	362,773
Prix de cession	2,000,000														
VNC	700,000														
Plus value	1,300,000														
IS sur plus value	433,290														
Dettes restantes	362,773														
Dividende distribuable	1,203,937														
Imposition dividendes	325,063														
Revenu net pour les associés	878,874														

Il existe par ailleurs différents abattements et réduction qui peuvent renforcer la rentabilité de ces investissements ou réduire les plus-values en cas de cession avant la période d'exonération.

Le dirigeant, ainsi que ses héritiers éventuels ont très clairement intérêt à mettre en place une SCI imposée au titre de l'IR de chacun de associés au prorata de leurs parts sociales. Cette solution présente un intérêt tout particulier si on peut prévoir une forte plus-value en cas de cession des immeubles en question.

De plus, la pratique confirme empiriquement cette option, de très nombreux entrepreneurs ayant localisé leur actif immobilier au sein d'une SCI de ce type, même hors de tout OBO ou LBO.

3.1.3 Une optimisation de la succession.

L'OBO s'adressant en particulier à des entrepreneurs mûrs et à des PME familiales, la problématique successorale est au centre des réflexions quant à l'optimisation du montage en question¹³⁵.

Cette succession peut viser la transmission de l'entreprise aussi bien en vue d'un maintien dans le cadre familial que d'une cession définitive de la société. Ainsi, dans cette perspective, la phase de transmission peut aussi bien être localisée avant qu'après la mise en place de l'OBO.

3.1.3.1 Succession pré-OBO

Dans la perspective d'une succession, on peut envisager une donation avant la mise en place de l'OBO. Dans ce cas, l'actionnaire procède à une donation de la pleine propriété ou de l'usufruit à ses héritiers. Dans le cas de donations de valeurs mobilières en pleine propriété, au-delà des abattements, une réduction sur le montant des droits est possible. Elle est de 50% si le donateur a moins de 65 ans et de 30% s'il a moins de 75 ans¹³⁶. Dans ce cas, aucune taxation sur les plus-values n'interviendra. L'héritier sera alors l'actionnaire principal dans le cadre de l'OBO. Pour autant, cela ne permet pas à l'actionnaire initial de se constituer un patrimoine.

Une autre option consiste à procéder à une donation de la nue-propriété, le dirigeant actionnaire restant alors à la tête de son entreprise. Dans ce cas, les réductions d'impôts sont moindres, soit 35% avant 65 ans et 10% avant 75 ans.

Dans cette perspective, un crédit concernant le paiement des droits peut être accordé. Pendant 5 ans, seuls seront versés des droits, au-delà, une fraction de la valeur de titres correspondant à un vingtième sera payée chaque semestre. Ce crédit porte un intérêt au taux légal, soit 2,95% en ce

¹³⁵ Julien Tarby - Est-on jamais mieux racheté que par soi-même? - Le Nouvel Economiste – 3 mai 2007

¹³⁶ Banque Robeco – Donations : Calculs de droits

moment. Ce taux peut même être divisé par trois si la donation porte sur plus du tiers du capital, soit si chaque héritier reçoit plus de 10% de celui-ci. Une cession des titres rend exigible le paiement des droits, à l'inverse, l'apport des titres à une holding n'entraîne pas la remise en cause du crédit d'imposition.

Dans ces deux cas, la donation avant montage financier permet de réduire les droits et de limiter l'imposition des plus-values, mais cela ne s'accompagne pas pour l'actionnaire de la réalisation de ses actifs.

Le seul moyen envisageable serait alors de procéder à une donation des titres qui seront apportés à la holding (conférant ainsi la majorité dans celle-ci aux héritiers) et de faire procéder au rachat des titres restant en la possession du dirigeant par la holding.

Dans ce cadre, on aurait alors bien constitution d'un patrimoine personnel sécurisé et transmission optimisée du patrimoine professionnel.

Si les droits à acquitter restent assez élevés pour les héritiers (près de 20%), ils bénéficient néanmoins d'un crédit d'impôt qui peut permettre de ne les acquitter qu'au moment du débouclage final (ou au bout de 5 ans, soit vers la fin de l'opération d'OBO).

3.1.3.2 Succession post montage financier

Si, à l'inverse, on considère une succession postérieure à la mise en place de l'OBO, on aboutit à d'autres options.

A ce titre, la loi Dutreil II, du 2 août 2005¹³⁷ présente des opportunités appréciables pour les entreprises familiales. Conçue en soi pour les successions de type classique et, à ce titre, moins adaptée aux montages de haut de bilan¹³⁸, elle-ci peut néanmoins être un vecteur d'optimisation fiscal du montage.

¹³⁷ Loi n°2005-882 du 2 août 2005 en faveur des PME, dite loi Dutreil II

¹³⁸ « Entreprises familiales, on vous aime » in Les Echos, 4 novembre 2005, Judith Sebillotte-Legrès, directrice de l'ingénierie patrimoniale, Banque Pictet.

En effet, ce texte prévoit une réduction possible des droits de transmission à acquitter de l'ordre de 75%. Pour cela, un engagement collectif de conservation doit être signé entre au moins deux actionnaires détenant 20% des titres d'une société cotée et 34% d'une non cotée. Les titres d'une holding animatrice entrent en compte dans le calcul des seuils en question.

Cet engagement est d'une durée minimale de 2 ans. Ce délai minimal n'est pas interrompu par le décès de l'actionnaire ou la donation des titres.

A l'expiration de ce délai, un engagement de conservation individuel doit être signé, l'un des héritiers devant par ailleurs exercer une fonction de direction au sein de la société. L'exercice de cette fonction est obligatoirement de 5 ans, par l'un des signataires d'un engagement de conservation (il peut changer au cours de la période). La conservation des titres est quant à elle de 6 ans.

La transmission des titres à une holding rompt de plein droit l'engagement de conservation, ce qui ne provoque pas de sanction mais annule les effets fiscaux du pacte ¹³⁹. De même, aucune cession à l'un des membres du pacte n'est possible.

Dans le cas particulier d'un OBO, un tel engagement est impossible avant la constitution de la holding. En revanche, dès lors que celle-ci est constituée, le dirigeant actionnaire peut conclure un pacte de ce type pour 2 ans, et procéder ensuite à une donation des titres à l'expiration de la période. On obtiendra alors une diminution très appréciable des droits de transmission, ceci d'autant que leur paiement peut faire l'objet d'un crédit d'impôt selon les modalités précédemment exposées.

Ce mécanisme semble donc très adapté si le dirigeant souhaite assurer sa succession, et voir l'entreprise demeurer dans le cadre familial.

Il recevra bien le produit de la cession d'une partie des titres à la holding, conservera une forte participation dans le montage pendant deux ans et procédera ensuite à une donation fiscalement quasi indolore. Les titres transmis seront eux même libérés de la fiscalité pesant sur les plus-values. La conclusion d'un pacte juste après la mise en place de l'OBO réduirait ainsi considérablement la charge fiscale en cas de décès de l'entrepreneur.

¹³⁹ Maryvonne Henry – La holding comme outil d'optimisation de la cession d'une société – Conférence donnée le 11 octobre 2006

En revanche, dans le cadre d'un OBO visant une sortie définitive à moyen terme, les délais accompagnant les deux pactes successifs ont un caractère contraignant. En effet, une durée minimum globale de 8 ans (2 ans pour l'engagement collectif et 6 ans pour l'engagement individuel) risque de provoquer un décalage avec la durée optimale de déroulement du montage. En effet, les LBO étant en général montés pour 5 à 7 ans, les fonds d'investissements impliqués risquent d'être réticents. Pour autant, le délai nécessaire ne semble pas dirimant.

Dans l'un comme l'autre des cas, il est possible de cumuler les réductions liées aux donations avant 65 ans ou 75 ans et les réductions prévues par les lois Jacob et Dutreil. Dans cette optique, la transmission de titres de la holding aux héritiers du dirigeant actionnaire peut alors n'être imposée qu'à 5% sur son montant marginal au lieu de 40% dans le cadre d'une succession classique ($40\% \times (1 - 75\%) \times 50\%$)¹⁴⁰.

Le début du paiement des droits n'intervient quant à lui qu'au bout de 5 ans, ce qui établit une congruence parfaite entre fin de l'opération d'OBO (au bout de 7 ans) et exigibilité des droits (7 ans après l'opération, soit 2 ans d'engagement collectif et 5 ans d'engagement individuel).

Les droits à acquitter interviendront alors précisément au moment où les dividendes pourront revenir à l'actionnaire, la dette d'acquisition ayant été intégralement remboursée. Les intérêts à acquitter jusque-là représentant un tiers du taux de l'intérêt légal en cas de transmission à l'héritier de plus de 10% du capital, ce qui se révèle quasiment indolore, celui-ci étant de 2,95% en 2007¹⁴¹, après être descendu jusqu'à 2,05% en 2005.

Un mécanisme similaire est possible dans le cadre d'une donation de la nue propriété des titres, ce qui laisse au dirigeant historique les commandes de la holding (sous certaines réserves).

Ainsi, dans chacun des cas, le démembrement des titres est possible, la transmission en pleine propriété se révélant à chaque fois fiscalement moins coûteuse. Néanmoins, elle présente l'inconvénient de transférer en même temps le pouvoir de décision aux héritiers, ce qui risque de se révéler être un obstacle aux yeux de l'entrepreneur.

¹⁴⁰ « Entreprises familiales, on vous aime » in Les Echos, 4 novembre 2005

¹⁴¹ Lexis-Nexis – Indices et Taux – Taux de l'intérêt légal

En terme d'optimisation successorale et dans une perspective d'équilibrage patrimonial, une donation des titres post OBO dans le cadre de la loi Dutreil me semble être la meilleure option en l'état actuel des textes.

Que l'objectif final soit la conservation ou la cession définitive de l'entreprise, cela réduira considérablement le coût fiscal et permettra à l'entrepreneur comme à ses héritiers de se constituer un patrimoine substantiel.

3.1.4 La fiscalité concernant la sortie de l'opération

Dans le cadre d'une conservation de la société par le dirigeant ou par ses héritiers, aucune fiscalité ne s'appliquera, hormis pour les éventuels partenaires financiers qui n'ont pas vocation à demeurer à terme au capital.

A l'inverse, aussi bien dans le cas d'une cession définitive que dans celui d'un nouvel OBO (il est théoriquement possible de les répéter tous les 5 à 7 ans), la problématique du cadre fiscal de sortie sera fondamentale.

Théoriquement, pour les particuliers, les plus-values sont imposées à 16% auxquels s'ajoutent 11% de prélèvements sociaux, soit 27%.

Compte tenu des dispositions fiscales actuelles, et du cadre spécifique de l'OBO, deux situations se présentent, l'imposition en tant qu'actionnaire et celle en tant que dirigeant de PME.

3.1.4.1 Régime général applicable à compter de 2012

Ce régime vise à exonérer les plus-values sur des valeurs mobilières détenues depuis plus de 6 ans, à raison d'un tiers à partir de cette année-là.

Dans ce cadre, la huitième année, les plus-values sont totalement exonérées. Seules les cessions réalisées à partir de 2014 seront alors totalement exonérées¹⁴².

Cet abattement est réservé aux personnes physiques qui procèdent à la cession de valeur mobilières détenues à moyen ou long terme, ce qui correspond bien au cas des actionnaires de la holding d'acquisition.

Pour pouvoir bénéficier de ce régime, les titres doivent être ceux d'une société soumise à l'IS et domiciliée dans l'un des Etats de l'Union Européenne, en Islande ou en Norvège. L'activité de cette société doit être de nature industrielle, commerciale, agricole ou libérale, néanmoins, comme dans le cadre de l'exonération pour l'ISF, une holding animatrice peut entrer dans ce champ.

Afin de bénéficier des abattements prévus par l'article 150 0 D bis du CGI, les titres en question doivent avoir été détenus de façon continue pendant toute la période. En l'occurrence, la transmission de ces titres, même à titre gratuit ne permet l'application du dispositif¹⁴³.

Par conséquent, il peut être utile si le dirigeant conserve lui-même les titres en vue d'une cession finale, mais s'il les transmet à des héritiers, une nouvelle période de 6 ans commence à courir. Néanmoins, dans le cadre du débouclage d'un OBO, une cession totalement exonérée au bout de 8 années de détention continue, sans seuil minimal présente bien un intérêt majeur.

Cet abattement est applicable de manière identique en cas de démembrement des titres, comme évoqué précédemment, mais ne porte pas sur les prélèvements sociaux.

3.1.4.2 Régime applicable au dirigeant de PME.

A l'inverse de ce régime, applicable seulement à partir de 2012, les dirigeants de PME bénéficient d'avantages spécifiques. Si les dispositions concernant les dirigeants partant à la

¹⁴² Plus-values mobilières : il faudra attendre 2014 pour être exonéré ! – Intérêts Privés n° 629 – Février 2006

¹⁴³ « Le régime fiscal des plus-values de valeurs mobilières », in Les Echos, 21 mars 2007

retraite ne sont pas applicables au moment de la mise en place du LBO, elles peuvent l'être à l'issue de celui-ci.

Ce régime eut en effet se révéler particulièrement pertinent dans le cadre d'une cession finale.

Ce dispositif s'applique uniquement concernant les cessions réalisées entre le 1^{er} janvier 2006 et le 31 décembre 2013, portant sur les titres acquis avant le 1^{er} janvier 2006.

Cette cession doit, pour pouvoir bénéficier de l'abattement, concerner :

- l'intégralité des actions, parts sociales ou titres démembrés détenus par le cédant dans la cible,
- ou 50% des droits de vote, si le cédant en détient la majorité absolue,
- ou 50% des droits aux bénéfices sociaux en cas de seule détention de l'usufruit.

Le cédant doit impérativement exercer ses droits à la retraite l'année de la cession des titres en question, après avoir été pendant les 5 dernières années dirigeant de la société concernée (selon les critères applicables pour la qualification en biens professionnels dans le cadre de l'ISF).

Par ailleurs, son groupe familial doit détenir plus de 25% du capital de la société.

Cette société doit être imposée à l'IS et domiciliée dans l'Union Européenne. Elle doit avoir une activité industrielle, commerciale, agricole, libérale ou financière, une holding animatrice pouvant entrer dans ce cadre.

Le cédant ne peut détenir de participation supérieure à 1% dans l'entreprise cessionnaire pendant une durée de 3 ans suivant la cession¹⁴⁴.

Enfin, ce dispositif concerne exclusivement les PME. Ainsi, la société doit avoir des effectifs salariés inférieurs à 250 et un chiffre d'affaires inférieur à 50 M€ ou un total de bilan inférieur à 43 M€. Par ailleurs, la société doit être détenue à plus 75% par des personnes physiques lors du dernier exercice.

¹⁴⁴ Défiscalisation des plus-values d'actions : une réforme sous conditions - Financière de l'Echiquier – janvier 2006

Ce texte ne concerne donc que certaines des entreprises qui peuvent faire l'objet d'un OBO, alors que les dispositions dont l'application est prévue à compter de 2012 auront une portée beaucoup plus large.

3.1.4.3 Cession par une société imposable à l'IS

Depuis 1^{er} janvier 2007, la cession de titres de participation détenus depuis plus de 2 ans et identifiés comme tels au bilan de l'entreprise par une société redevable de l'IS, est totalement exonérée¹⁴⁵.

Ceci signifie que la cession finale par les fonds d'investissement présents au capital n'engendrera aucun frottement fiscal, ce qui est de nature à faciliter les prises de participations dans ce type de montage. C'est donc l'attractivité générale de ce type de montage qui se trouve ainsi renforcée, comme le souligne l'AFIC¹⁴⁶.

En cas de cession de la cible par la holding, cela permet le réinvestissement dans de nouveaux projets industriels à un coût fiscal nul.

3.2 La maximisation du levier fiscal

De même que la mise en place d'un OBO vise à optimiser le patrimoine du dirigeant initial, il doit aussi répondre à un objectif d'efficacité intrinsèque. En effet, il doit permettre d'aboutir à un fonctionnement optimal permettant un remboursement de la dette d'acquisition aussi rapide que possible, et ce sans obérer le développement industrielle de la cible.

¹⁴⁵ Article 17 de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 13 juillet 2005, dite « Loi Breton »

¹⁴⁶ AFIC – Flash Info de juillet 2005.

Comme nous l'avons expliqué, tout LBO se fonde sur la mise en place d'un triple levier : financier, juridique et fiscal.

Fondamentalement, le levier fiscal procède de la déductibilité des intérêts de la dette d'acquisition. Ceci amène ainsi le coût réel de l'endettement à :

$I \times (1 - t)$, avec t , le taux d'impôt.

Par conséquent, le but du montage classique d'un LBO est d'appliquer la déductibilité des charges financières à l'intégralité des intérêts liés à la dette d'acquisition.

Concrètement, ce montage suppose de parvenir à consolider totalement les pertes de la holding et les bénéfices de la cible. En effet, afin de pouvoir mettre en place des mécanismes de subordination efficace, la holding d'acquisition doit être pure, c'est-à-dire qu'elle ne doit pas avoir d'activité économique propre.

Dans ce cas, elle réalisera mécaniquement des pertes, puisqu'elle supportera les charges financières résultant de la dette d'acquisition.

A l'inverse, la cible a été retenue dans la mesure où c'est une entreprise saine, qui obtient des résultats bénéficiaires récurrents et qui peut donc dégager des cash flows suffisants pour faire face à la dette financière.

L'enjeu est donc de ne pas acquitter un impôt sur les résultats de la cible tout en ayant au niveau de la holding des déficits, déductibles par nature. Or, en l'absence de résultat imposable, celle-ci ne présente pas d'intérêt.

Dans cette perspective, la holding ne dégage aucun produit imposable. La cible quant à elle devra acquitter un impôt sur les sociétés élevé, alors même qu'elle doit parallèlement maximiser ses cash flows (l'IS pèse négativement sur le cash flow).

Le régime mère fille permet précisément d'éviter l'imposition des dividendes reçus au niveau de la mère.

Plusieurs options s'offrent ainsi au groupe formé par la cible et la holding :

- La création d'une activité au sein de la holding à même de générer des produits imposables, mais ce sans perturber la structure du financement d'acquisition.
- Opter pour une forme sociale de la cible qui crée une transparence fiscale et autorise donc une compensation globale des pertes et des bénéfices.
- Enfin, et c'est l'option phare retenue dans les opérations de LBO : opter pour l'intégration fiscale de la cible et de la holding, la consolidation fiscale des deux sociétés en étant la conséquence.

Cette option, possible dès lors qu'une société détient 95 % des titres d'une autre est particulièrement appropriée¹⁴⁷.

C'est donc vers cette solution que va, très logiquement, s'orienter la majorité des montages de LBO. Néanmoins, un texte, l'amendement Charasse, en limite considérablement l'application aux montages qui visent à se racheter à soi-même un entreprise. Dans ce cas, cela revient à faire supporter au Trésor une partie du coût de cette opération. Aussi, la déductibilité des intérêts de la dette d'acquisition par intégration fiscale est-elle pour ainsi dire impossible en l'espèce.

En effet, l'art 223-B du CGI pénalise les cessions d'entreprises qui se traduisent par une conservation du contrôle de la holding d'acquisition par l'actionnaire majoritaire de la cible¹⁴⁸. Dès lors, l'optimisation du montage passe par la recherche de solutions alternatives à l'intégration fiscale classique et qui permettent in fine d'appliquer le levier fiscal. Optimiser fiscalement un OBO ne peut consister à utiliser les mêmes techniques que pour un LBO, la problématique centrale devenant alors le contournement de l'amendement Charasse et de ses récentes évolutions (elles-mêmes réponses aux parades mises en place au fil du temps).

Il faut donc examiner le régime optimal qu'est celui de l'intégration fiscale, puis le cadre exact de l'amendement Charasse et les différentes solutions qui permettent enfin de restaurer le levier fiscal.

¹⁴⁷ Le levier fiscal Eric Cempura et Sommano Sananikone – L'entreprise 21 février 2007

¹⁴⁸ Chronique Capital Investissement - Noro-Lanto Ravisy – Owner Buy Out, le LBO à double détente, 15 novembre 2005

3.2.1 Le levier fiscal dans le LBO : l'intégration fiscale

Ce régime, qui obéit à des conditions spécifiques, permet en effet une consolidation optimale des résultats de la holding et de la cible dans le cadre de montages à effet de levier.

3.2.1.1 Condition d'option pour ce régime

Ce régime, en soi très favorable aux groupes de sociétés, est conditionné par la réunion d'un certain nombre de conditions. La loi de finances pour 2004 en a par ailleurs facilité l'application. Ce régime est optionnel, ce qui sera fondamental dans le cadre de l'OBO.

En premier lieu, pour pouvoir opter pour le régime de l'intégration fiscale, la société mère doit être française, et relever de l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

En l'espèce, cela concerne ici la holding de reprise.

La cible (ou les filiales en général) doit être une société française soumise à l'IS, dont la société mère détienne au moins 95% du capital. Les titres de la cible détenus par les salariés ne sont pas pris en compte pour le calcul du seuil de 95%, dans la mesure où ils ne représentent pas plus de 10% du capital de la cible¹⁴⁹. Certains, tels l'AFIC (Association Française des Investisseurs en Capital) demandent un passage du seuil à 90%, dans la perspective spécifique des LBO, ce que souligne G. de Blignière (Barclays PE)¹⁵⁰

La société mère ne doit pas être elle-même contrôlée à plus de 95% par une société française imposée à l'IS. Dans ce cas, seule la tête de groupe effective pourrait y recourir. En revanche, elle peut être contrôlée par une société imposée à l'IR (société civile par exemple), ou par une société étrangère.

¹⁴⁹ CNC – Les groupes et l'impôt sur les sociétés

¹⁵⁰ Gonzague de Blignière « Le private equity n'est pas un capitalisme sans visage » - Capital Finance, 28 mai 2007

La détention de 95% des titres doit être continue au cours de la période considérée, leurs exercices fiscaux devant coïncider (cette disposition a été fortement aménagée par la loi de finance pour 2004). Dans ce cadre, la holding peut opter librement pour l'intégration des filiales qu'elle souhaite, avec l'accord de celle-ci. Dans le cas d'un OBO, cela contribue très clairement à maximiser l'effet de levier. Ce sera donc en général l'une des conditions clefs du montage.

Concrètement, l'option pour l'intégration fiscale doit être notifiée au plus tard le troisième mois de l'exercice d'application. C'est là encore le fruit d'un assouplissement lié à la loi de finance pour 2004. Toutefois, les déficits de la holding antérieurs à l'intégration fiscale donneront toujours droit à une imputation sur les résultats futurs, mais uniquement sur ceux de la holding.

Dans le cadre d'un LBO, on a donc très clairement intérêt à assurer les conditions de l'intégration fiscale dès la mise en place du montage, et surtout à opter pour ce régime dès le départ.

3.2.1.2 Le calcul d'un IS de groupe

L'intégration fiscale vise la consolidation des résultats des différentes entités du groupe, ce qui se traduit par le calcul final d'un impôt sur les sociétés global qui sera acquitté par la société mère.

Le résultat imposable au niveau de la holding se calcule en additionnant les résultats des différentes entités intégrées fiscalement, ainsi que les plus et moins-values nettes à long terme de ces mêmes sociétés.

On applique les conditions de droit commun pour la détermination du résultat fiscal de chaque société.

Des spécificités concernent en revanche l'intégration des plus et moins values à long terme. Elles sont pris en compte au niveau de la société mère, et non au niveau des résultats de chacune des entités du groupe.

Par ailleurs, les déficits sont désormais reportables sans limite dans le temps, alors qu'auparavant un délai de 5 ans s'appliquait. Ceci présente un avantage pour les LBO, où les résultats peuvent rester déficitaires pendant 5 à 7 ans au niveau de la holding.

Si dans le cadre de groupes industriels, un certain nombre de retraitements doivent intervenir afin d'éviter les doubles déductions ou impositions, dans le cas de montage financier, les relations cible – holding étant beaucoup plus limitées, ces retraitements seront fortement allégés.

Une fois déterminée l'assiette d'imposition, l'IS applicable sera calculé sur la base d'un taux de 33,33% pour les résultats ordinaires et d'un taux de 19% pour les plus values nettes à long terme.

Si toutefois le résultat net consolidé était déficitaire, il serait alors déductible des bénéfiques des années suivantes, ou pourrait faire l'objet d'un report en arrière. Cette dernière disposition porte exclusivement sur une période de 3 exercices. Dans ce cas, les filiales ne pourront plus bénéficier du report en arrière.

Les plus-values à long terme font l'objet d'une comptabilisation spécifique. Si dans ce cadre, on dégage, après consolidation, des moins-values nettes à long terme, elles ne pourront s'imputer que sur les plus-values à long terme réalisées durant les dix années suivantes, et non sur le résultat ordinaire du groupe¹⁵¹.

Concernant les dividendes versés par la cible à la holding (base du fonctionnement financier du LBO), un régime s'appliquait jusqu'à la réforme de 2003, appliquée à compter de 2005.

Dans ce cadre, un avoir fiscal, correspondant concrètement à un crédit d'impôt consenti par le Trésor était accordé aux personnes recevant des dividendes, ceux-ci ayant déjà fait l'objet d'une imposition à l'IS (avant d'être distribués).

Les sociétés procédant à ces distributions devaient de leur côté acquitter un précompte.

A partir de 2005, l'avoir fiscal comme le précompte ne sont plus applicable, les montages mis en place en ce moment ne se situent donc plus dans ce cadre.

¹⁵¹ Lexinter - Plus-values ou moins-values d'ensemble - Article 223 du CGI

3.2.1.3 Cas d'arrêt du régime de l'intégration fiscale.

Autant l'intégration fiscale est profitable au groupe dans le cadre d'un LBO, autant elle impose des conditions strictes auxquelles devront satisfaire de manière continue les sociétés du groupe. Ainsi, si l'on peut renoncer à l'option de manière volontaire, un transfert du siège hors de France, un passage au dessous de 95% de détention du capital de la cible, un changement de la date de clôture, ou une sortie du groupe de la cible entraînent la cessation de l'intégration fiscale.

Ceci aura pour conséquence majeure la remise en cause de manière rétroactive de certains des effets de la neutralisation des résultats positifs et négatifs de la cible et de la holding. Cela concerne les plus et moins-values à long terme, les plus-values internes, les subventions ou abandons de créances.

Ces aspects incitent donc très fortement à demeurer dans le cadre de l'intégration fiscale, et par conséquent à structurer l'architecture globale de tout LBO autour de ces conditions.

Dans la perspective d'un débouclage final du montage, on doit conserver à l'esprit qu'une cession de la cible seule entraînera de fait les réintégrations en question. Par ailleurs, cela provoquera une imposition supplémentaire lors de la distribution de dividendes par la holding.

L'arrêt de l'intégration étant fiscalement pénalisante, on s'orientera donc vers une intégration fiscale continue tout au long de l'opération de LBO ainsi que vers une cession finale de la holding, et non de la cible. Ce régime est particulièrement favorable aux LBO, puisqu'il permet de faire jouer le levier fiscal sur l'intégralité du résultat du groupe.

Ainsi, dans le cadre d'un taux d'IS propre au groupe de 33,33%, il réduit d'un tiers l'intégralité du coût réel du service de la dette d'acquisition.

C'est donc bien un très clair facteur d'optimisation, que l'on devra donc rechercher dans tout montage portant sur plusieurs sociétés, dans la mesure où il est beaucoup plus avantageux que celui de droit commun.

La pratique contemporaine des LBO confirme bien l'intérêt intrinsèque de ce régime fiscal¹⁵².

En revanche, dans le cadre spécifique de l'OBO, un dispositif légal vient fondamentalement contrarier l'application de l'intégration fiscale, l'article 223 B du CGI, plus connu sous le nom d'amendement Charasse.

3.2.2 L'obstacle de l'amendement Charasse

En toute logique, l'OBO reprenant le schéma type du LBO, l'entrepreneur a intérêt à optimiser chacun des leviers, financier, juridique et fiscal, dans le cadre du rachat de sa propre entreprise. Dans cette configuration, le coût de l'endettement se trouve en partie supporté par l'IS, qui voit son assiette diminuer du montant des intérêts liés à la dette d'acquisition. Ceci revient alors à faire supporter par l'Etat un tiers du coût de cette dette, ce qu'empêche l'article 223 B du CGI créé en 1987 et modifié par la loi de finances pour 2006 et par la loi de finances rectificative pour 2005.

3.2.2.1 L'article 223 B du CGI : un cadre incontournable ?

Dans cette optique, l'article en question dispose :

« lorsqu'une société a acheté, (...), les titres d'une société qui devient membre du même groupe aux personnes qui la contrôlent, directement ou indirectement, ou à des sociétés que ces personnes contrôlent, directement ou indirectement, au sens de l'article 233-3 du code de commerce, les charges financières déduites par les sociétés membres du groupe sont rapportées au résultat d'ensemble pour une fraction égale au rapport du prix d'acquisition de ces titres à la somme du montant moyen des dettes, de chaque exercice, des entreprises membres du groupe. Le prix d'acquisition à retenir est réduit du montant des fonds apportés à la société cessionnaire lors d'une augmentation du capital réalisée simultanément à l'acquisition des titres (...).La

¹⁵² La communauté du LBO face à ses responsabilités, in Capital Finance, 4 Juin 2007

réintégration s'applique pendant l'exercice d'acquisition des titres et les huit ¹⁵³ exercices suivants (...) »

L'article précise également que ces dispositions ne s'appliquent pas :

- « a. Si la cession est opérée entre sociétés membres du même groupe ;
- b. Au titre des exercices au cours desquels la société rachetée n'est plus membre du groupe sous réserve que sa sortie du groupe ne résulte pas d'une fusion avec une autre société du groupe ;
- c. Si les titres cédés à la société membre du groupe ont été acquis immédiatement auparavant, auprès de personnes autres que celles mentionnées au septième alinéa, et en vue de rétrocession ;
- d. au titre des exercices au cours desquels la société n'est plus contrôlée par les personnes visées à la première phrase du septième alinéa.»

Par conséquent, le but est donc de limiter les montages visant à se racheter une entreprise à soi-même, ceci pour deux raisons :

- cela ne correspondait pas, selon les mots mêmes de Michel Charasse à une utilisation rationnelle des fonds des entreprises
- cela revenait à faire supporter par la collectivité une partie du coût d'un montage à visée avant tout patrimoniale¹⁵⁴.

Ce qui doit se traduire par une réintégration dans le résultat imposable à l'IS des charges financières liées au rachat, même indirect, de ses propres titres.

En conséquence, l'opération d'acquisition de ses propres titres deviendra logiquement beaucoup plus onéreuse, du seul fait de l'absence de levier fiscal.

En effet, les charges financière déductibles seront rapportées au résultat d'ensemble du groupe dans une proportion égale au ratio entre le prix d'acquisition des titres et le montant moyen des dettes du groupe au cours de l'exercice.

La formule à appliquer est donc :

¹⁵³ Loi de finance rectificative pour 2006

¹⁵⁴ Denis Andres – Cabinet Arsène – Amendement Charasse : Esprit es-tu toujours-là ?

Charges fi déductibles / Résultat d'ensemble = Prix des titres en N / Montant des dettes de l'exercice, d'où

Charges fi déductibles = (Prix des titres x Résultat d'ensemble) / Montant des dettes

La réintégration au sein du résultat imposable prend effet dès la première année et se poursuit pendant les 8 exercices suivants (depuis 2007, auparavant la durée de réintégration était de 15 ans au total)¹⁵⁵.

Ceci peut donc se traduire par une réintégration plus que proportionnelle aux seuls intérêts de la dette d'acquisition. Par ailleurs, dans la mesure où le texte prévoit une réintégration pendant huit ans, cela risque de se traduire par un montant total à réintégrer nettement plus élevé que les seuls intérêts liés à la dette d'acquisition.

De plus, selon Denis Andres (Cabinet Arsène), la sanction est particulièrement sévère au regard de la diminution de la durée moyenne des emprunts, faisant de ce dispositif anti abus une « arme lourde ». Il s'est donc révélé être une parade efficace à certains montages, comme le souligne G. de Blignières : « L'amendement Charasse a été mis en place pour éviter des schémas permettant la déduction de charges financières artificielles et des opérations dont la motivation est de nature exclusivement fiscale, faisant en sorte que la base imposable décroisse sans arrêt. J'estime que l'amendement Charasse est sain, il évite les abus¹⁵⁶ ».

La notion centrale reste, dans le cadre de cet amendement la notion de contrôle. Jusqu'à présent, son appréciation était laissée à l'administration fiscale. Désormais, au regard de l'article 40 de la loi de finance rectificative pour 2005, la notion de contrôle au sens de l'article 223 B du CGI se trouve alignée sur celle du Code de commerce en son article 233-3. Ainsi, le contrôle en question passe de 33% à 40%¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Arnaud Mourier - La sécurité fiscale de l'amendement Charasse

¹⁵⁶ « L'intégration fiscale, avantages, limites et inconvénients » Revue PME - n°22 été 2005

¹⁵⁷ Woog Sari Freville Avocats – Fusions Acquisitions / Capital Investissement : réforme de "l'amendement Charasse", suppression de l'amendement rampant

En effet, une personne est présumée par la loi exercer le contrôle si elle dispose d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 %, alors qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient une fraction supérieure¹⁵⁸. Le contrôle peut par ailleurs être retenu si l'administration est en mesure de prouver que plusieurs des actionnaires agissent de concert.

En revanche, dans le cas de participation minoritaire par plusieurs membres d'une même famille, le contrôle sera apprécié au regard du groupe familial, et non des individus.

L'application de l'amendement Charasse est donc déterminée par le contrôle à plus de 40% de la cible et de la holding par le même actionnaire ou par des actionnaires dont il est prouvé qu'ils agissent de concert. La doctrine administrative précise¹⁵⁹ que "lorsque la société cessionnaire acquiert les titres auprès de plusieurs vendeurs, la notion de contrôle s'apprécie en faisant masse de l'ensemble des contrôles exercés par chacun des vendeurs". On a dans ce cas une présomption de contrôle conjoint.

Dans le cas d'un LBO, ou plus précisément pour ce qui est des OBO, l'acquisition portera presque systématiquement sur l'ensemble des titres, où du moins sur des titres représentant plus de 40 % du capital.

Par conséquent, si la définition du contrôle de la holding obéira réellement au seuil en question, en ce qui est du contrôle de la cible, il sera présumé dans tout montage à effet de levier.

Un risque similaire pèse si les actionnaires initiaux, présumés contrôler conjointement la cible, détiennent aussi une proportion du capital de la holding supérieure à 40%.

On retient de toute façon que le montant des intérêts financiers à réintégrer dans le cadre de l'intégration fiscale n'est déterminé ni par la structure du financement, ni par le poids des anciens actionnaires de la cible. A ce titre, dès lors que le contrôle est avéré, et l'option pour l'intégration fiscale retenue, on devra bien procéder à la réintégration prévue.

La réintégration prévue prend fin dès lors que le contrôle par les actionnaires visés n'a plus lieu. A l'inverse, en cas de reprise de contrôle des actionnaires originaux, même après une première

¹⁵⁸ CMS Bureau Francis Lefebvre - L'amendement Charasse sous contrôle – Option Finance – 30 avril 2007

¹⁵⁹ Trib Adm de Lille – 1^{er} dec 2005 – n°03-4190, SAS FTR

acquisition par des personnes extérieures à la structure initiale, l'application de l'amendement reprend de fait.

3.2.2.2 L'amendement Charasse : menace pour les OBO ?

Le texte en question vise clairement les montages de type OBO. A ce titre, et dans la mesure où l'évolution récente en empêche le contournement par la fusion rapide de la cible et de la holding, il convient de mesurer l'impact réel de cette disposition sur le montage d'ensemble.

En effet, la sanction est réellement lourde, dans la mesure où pendant huit exercices les charges financières supportées par le groupe intégré ne seront pas déductibles au prorata du prix d'acquisition sur l'endettement global. On peut donc être contraint de renoncer à l'intégration fiscale, et donc au levier qui en découle. Selon Noro-Lanto Ravisy, dans un article de Stratégie, Finance et Droit de novembre 2005¹⁶⁰, « en cette période de taux d'intérêt historiquement bas, on peut cependant concevoir de ne pas intégrer fiscalement la holding et la cible. On a vu récemment en matière de recaps que certains opérateurs, confrontés à la même problématique Charasse, ont accepté de renoncer à l'effet de levier fiscal ».

Le problème reste alors que si la cible est en même temps à la base la tête de groupe d'un ensemble de sociétés, il faudra alors renoncer au bénéfice de l'intégration fiscale avec celles-ci, la holding détenant la société mère initiale à plus de 95%.

Si la possibilité de renoncer à l'intégration fiscale du fait de la faiblesse des taux a pu se justifier, la récente évolution de ceux-ci ne permet plus d'abandonner en soi le bénéfice de l'effet de levier fiscal. Comme le souligne un récent article de la Tribune, « Depuis environ dix-huit mois, le marché de la dette était tellement liquide que les banques n'avaient aucun problème pour financer les opérations à effet de levier, les LBO. Mais, depuis un mois, le marché du crédit se durcit et les

¹⁶⁰ Noro-Lanto Ravisy, « Owner Buy Out, le LBO à double détente » - Stratégie, Finance et Droit, n° 70 - 1^{er} novembre 2005

liquidités se font moins abondantes. Les taux d'intérêt observés sur les dettes les plus risquées ont bondi de près de 80 % et ont retrouvé les niveaux de 2004¹⁶¹ ».

En effet, si jusqu'à présent, les principaux taux des économies européennes et américaines se maintenaient à un niveau historiquement bas, on constate actuellement une nette remontée de ceux-ci.

Ainsi, si l'Euribor, taux sur lequel se base la tarification des différentes catégories de dettes levées dans le cadre des LBO, a connu des niveaux très bas ces dernières années (jusqu'à 1,96% le 29 février 2004) inférieurs à 2,5% de 2003 à 2006, il atteint 4,25% à la mi 2007.

De même, le taux directeur de la BCE est actuellement de 4% et pourrait, selon de nombreux économistes atteindre 4,25% voire 4,5% en 2008.

Par ailleurs, du fait de la tension sur le marché des dettes LBO, on constate une augmentation des primes. « Le coût de financement des dettes classées dans la catégorie spéculative par les agences de notation s'est ainsi renchéri de 150 points de base ¹⁶² ». La difficulté à lever ces financements contraint à réévaluer le niveau de rémunération de celles-ci, de crainte de ne pouvoir parvenir à les placer.

La hausse conjointe des taux de base et des niveaux de primes, entraîne un renchérissement du coût du financement des LBO, et partant des OBO. En conséquence, il semble difficile de renoncer en soi au bénéfice du levier fiscal. Ceci suppose donc de mettre en place des stratégies alternatives permettant de contourner la pénalisation que représente l'amendement Charasse.

3.2.3 Des alternatives possibles à l'intégration fiscale ?

Nous l'avons dit, l'intégration fiscale représente en soi la meilleure technique d'optimisation fiscale des montages à effet de levier. Pour autant, dans la mesure où cette technique est, en soi,

¹⁶¹ Pechberty, Matthieu – Les banques peinent à placer la dette LBO - La Tribune - 26 Juillet 2007

¹⁶² François Vidal - Les fonds LBO et leurs banques victimes à leur tour de la crise du « subprime » Les Echos – 26 juillet 2007

prohibée dans le cadre des OBO, sous peine de devoir réintégrer une partie des charges financières même bien après la fin du remboursement de la dette d'acquisition, des solutions alternatives se révèlent indispensables. Le but visé est en l'espèce de rétablir le levier fiscal.

Plusieurs options peuvent être examinées dans cette perspective.

3.2.3.1 Le régime mère fille.

Ce régime est autorisé dès lorsqu'une société-mère, imposée à l'IS détient plus de 5% des titres de l'une de ses filiales. La filiale doit elle-même être imposée à l'IS. Ce régime porte alors sur l'ensemble des produits reçus de cette même filiale.

Les dividendes régulièrement distribués font alors l'objet d'une exonération d'imposition au niveau de la société mère.

Ce mécanisme vise à assurer la libre circulation des dividendes au sein d'un groupe, ce que rendrait impossible une imposition de ceux-ci au sein de chacune des entités par lesquelles ils « transiteraient ».

Si ce régime présente l'avantage de ne pas entraîner de double imposition des dividendes, il ne permet pas en revanche de compensation des pertes de la holding et de la cible. A ce titre, cela ne rétablit pas le levier fiscal recherché.

En effet, dans ce cadre, le résultat fiscal de la holding sera mécaniquement nul, celle-ci n'ayant pas d'activité propre. Aussi sera-t-elle dans l'impossibilité d'imputer les frais financiers liés à la dette d'acquisition.

En conséquence, si ce régime est très utile dans le cadre de participations minoritaires détenues par une société mère quelconque, il ne présente aucun intérêt dans le cadre précis d'un OBO.

3.2.3.2 La fusion rapide.

Cette solution est longtemps apparue comme une parade efficace, quoique risquée, à l'amendement Charasse. Néanmoins, depuis le 1^{er} janvier 2006, l'absorption de la cible par la holding ne constitue plus un cas de sortie du dispositif de l'article 223 B du CGI¹⁶³.

Jusqu'à présent, la fusion absorption de la cible, qualifiée de fusion rapide, entraînait une sortie du groupe de celle-ci.

Cette solution présentait l'avantage de simplifier le montage, d'assurer une utilisation plus rapide des bénéfices réalisés et des ressources de la cible afin de faire face à la dette d'acquisition. On a donc une imputation directe des frais financiers liés au montage sur le résultat imposable de l'ensemble.

L'effet de levier fiscal fonctionnait alors intégralement.

Toutefois, cette opération peut se révéler réellement risquée, une visée exclusivement fiscal pouvant entraîner la requalification en abus de droit.

La première source d'interrogation repose sur la licéité de l'utilisation des ressources de la cible pour faire face à un emprunt contracté en vue de l'acquisition de ses propres titres. Comme expliqué dans la seconde partie de cette thèse, l'article 217-9 du Code de commerce l'interdit formellement.

Dans ce cadre, une véritable justification de cette fusion par des considérations économiques, liées à l'exploitation de la cible, doit exister.

En revanche, ce sont les implications fiscales qui présentent dans notre perspective le plus d'intérêt. En la matière, le risque majeur est celui de l'abus de droit, la fusion étant considérée n'avoir eu lieu que dans le but de diminuer l'IS global.

L'administration fiscale portera donc une attention toute particulière à la réalité de la fusion, ainsi qu'aux raisons qui ont conduit à y avoir recours. Dans ce cadre, un certain nombre de critères fera l'objet d'un examen attentif en vue de déterminer la licéité de la fusion-absorption réalisée.

¹⁶³ CMS Francis Lefebvre – L'Amendement Charasse et les opérations de fusion-acquisition

Néanmoins, si cette solution a toujours fait l'objet d'un débat entre praticiens, la loi de finance pour 2005 a tranché cette question pour ce qui est des OBO.

Dorénavant, la fusion de la cible et de la holding entraînera de fait la réintégration d'une quote-part des frais financiers pendant 9 ans. Cela n'a donc plus aucun intérêt pour rétablir le levier fiscal.

L'intégration fiscale ne semblant pas possible, la fusion rapide ne constituant pas une solution, et le régime mère fille ne permettant pas de compensation, il convient de rechercher des mécanismes permettant de bénéficier des effets de l'intégration fiscale hors de ce cadre spécifique.

Jusqu'à présent, l'Instruction administrative du 3 août 2000 (BOI 4-I-2-00 §17 et s.) faisait en effet peser sur les opérations de fusions rapides le risque de contestation de la déductibilité des frais d'acquisition sur le fondement à la fois de l'abus de droit et de l'acte anormal de gestion¹⁶⁴. Depuis la loi de finance pour 2005, cette option ne permettait plus de contourner l'amendement Charasse. Pour autant, face à la multiplication ces dernières années de LBO secondaires, le problème n'était pas en ce qui les concerne, l'amendement Charasse mais bien la qualification d'acte anormal de gestion.

L'administration s'est donc récemment prononcée sur cette question, par la voie du rescrit. Interrogée sur une éventuelle remise en cause de la déductibilité des frais financiers en cas de fusion rapide entre deux sociétés holdings, elle a donc été amenée à réviser sa position antérieure.

Un groupe fait l'objet d'une acquisition, lors de l'année N par une société holding ad hoc, H, qui se porte acquéreur de 100% du capital de la société mère, M.

M est elle-même une société holding qui détient les sociétés opérationnelles du groupe.

Au début de l'année N + 1, la société H absorbe la société M (cas typique de fusion rapide), ce

¹⁶⁴ Albane Sevin et Audrey Comte - Fusion rapide : déductibilité des frais financiers liés à l'acquisition - Assouplissement de la doctrine en matière de LBO secondaire (Rescrit 2007/48 du 23 octobre 2007) – Lettre de la Fiscalité Baker & McKenzie – Novembre 2007

qui lui permet de devenir société mère du nouveau groupe fiscal, ceci à la date de l'effet rétroactif de la fusion, soit le 1er janvier N + 1.

Jusqu'ici, en application de la doctrine administrative exposée dans l'instruction du 3 août 2000 (BOI 4-I-2-00 § 17), une opération d'acquisition d'une société suivie de sa fusion pouvait être remise en cause :

- conformément à la procédure de répression des abus de droit
- ou sur le fondement de l'acte anormal de gestion

Le rescrit fiscal en question précise donc que « la qualification fiscale de l'opération doit résulter de la prise en considération d'un faisceau d'indices cumulatifs ou alternatifs, parmi lesquels le délai séparant l'acquisition de la fusion, le niveau de capitalisation de la société holding de reprise, l'importance des dettes d'acquisition subsistant au moment de la fusion par rapport au financement initial, l'exercice ou non par la société cessionnaire avant la fusion d'une activité autre que la détention des titres de la société acquise¹⁶⁵. »

Dans le cas précis qui nous intéresse, s'agissant d'une opération de LBO secondaire, la déductibilité des frais financiers engagés par la société holding de rachat, H, ne sera pas remise en cause sur le fondement de l'instruction précitée dès lors que les conditions suivantes seront cumulativement réunies¹⁶⁶ :

- la fusion des deux sociétés, H et M, n'entraîne pas de rupture dans l'application du régime fiscal des groupes de sociétés prévu à l'article 223 A du CGI, de sorte que l'opération de fusion n'a pas pour objet de compenser fiscalement des résultats en dehors du cadre légal du régime de groupe;
- le capital de la société absorbée, M, ne comprend aucun intérêt minoritaire susceptible d'être lésé par l'opération de fusion (dès lors que la société absorbante, la société H, détient la totalité du capital de la société absorbée);

¹⁶⁵ Rescrit, ministère de l'économie et des finances, 23 octobre 2007, n° 2007/48 (fiscalité des entreprises)

¹⁶⁶ Idem

- l'opération de fusion ne concerne que des structures de financement et n'entraîne par conséquent aucun appauvrissement des sociétés opérationnelles

Ceci permet donc l'alléger de manière substantielle le fonctionnement des montages de LBO secondaires, voire tertiaires. En effet, ceci permet non seulement de compenser les bénéfices de la holding originelle avec les déficits de la holding d'acquisition mais aussi d'éviter une remontée inutilement longue.

3.2.3.3 La création d'une activité bénéficiaire au sein de la holding.

Le but poursuivi étant de pouvoir compenser les frais financiers avec les bénéfices au niveau de la holding, développer une activité propre au sein de cette dernière peut permettre d'y parvenir.

Concrètement, la holding n'étant pas appelée à devenir elle-même une société industrielle ou commerciale distincte, la solution consiste en général à faire facturer à la cible des prestations. Celles-ci constitueront des produits pour la holding, sur lesquels elle pourra compenser ses frais financiers. Au niveau de la cible, ces prestations constitueront des charges, qui diminueront d'autant le résultat imposable.

On utilise souvent des *managements fees* dans ce cadre, une rémunération de prestations administratives, comptables ou juridiques étant aussi envisageable. Evidemment, l'administration sera très attentive au niveau de rémunération de ces différentes prestations. Si celui-ci est trop élevé, ou correspond exactement au montant des intérêts de la dette d'acquisition, leur réintégration est à craindre.

En effet, avant la reprise, la cible fonctionnait sans les prestations servies par la holding qui donnent lieu aux dites facturations. Dès lors, il convient d'être circonspect à propos de ces fonctions financières organisées par le repreneur, dès la reprise faite, et qui viennent s'ajouter à

celles résultant des distributions de dividendes¹⁶⁷. La question qui se pose concrètement est celle de la conformité de ces flux financiers (générés par l'« animation ») à l'intérêt social de la société reprise animée.

Ceci confirme alors le statut de holding animatrice effectué dans le cadre de l'optimisation de l'ISF. Afin de facturer des *management fees* déductibles au niveau de la cible, la holding devra être animatrice, cette notion ayant été forgée par l'administration fiscale et validée par la chambre commerciale de la Cour de Cassation.

Dans le cas de montant clairement excessif des prestations en question, le Conseil d'Etat considère que l'on est en présence d'un acte anormal de gestion. La conséquence en est le refus de la déductibilité des charges considérées par l'administration fiscale.

Concrètement, ces prestations devront être facturées avec une marge raisonnable, car on doit tenir compte à la fois de l'intérêt social de la cible mais aussi de celui de la holding. Dans un montage d'OBO, cela devra logiquement conduire le dirigeant initial à percevoir sa rémunération au sein de la holding, et non plus de la cible.

De manière annexe, un tel mécanisme peut éventuellement constituer un abus de majorité si cela revient à faire attribuer à certains actionnaires une rémunération indue, voire un abus de bien social si cela a été décidé par la seule holding sans consultation des autres actionnaires¹⁶⁸.

Cette solution, pour intéressante qu'elle puisse être, ne représente en définitive qu'une alternative limitée, puisqu'une congruence parfaite entre le montant de ces prestations et celui des frais financiers est irréaliste¹⁶⁹. Elle ne pourra donc être utilisée que dans une mesure limitée. Le levier fiscal ne portera alors que sur une partie des intérêts. Si ces prestations représentent un résultat net correspondant à 50% des frais financiers, le levier fiscal passera de 33,33% à 16,66%.

¹⁶⁷ J.-P. Bertrel, Acquisition de contrôle et « vampirisme financier » ; Rappel à l'ordre de la Cour de cassation en matière de « vampirisme financier »,

¹⁶⁸ J-P Bertel – La holding animatrice dans les LBO

¹⁶⁹ Maître Olivier Paulhan – entretien le 23 juin 2007

Ceci présente par ailleurs au moment de l'acquisition un second avantage concernant la récupération de TVA. Pour pouvoir récupérer la TVA versée, une société doit exercer une activité économique. Or, selon l'article 256 A du CGI, la détention de participation n'en est pas une. Par conséquent, la création d'une activité économique propre, que peuvent constituer des prestations de gestion facturée à la cible, permet de rentrer dans ce cadre¹⁷⁰.

Ceci présente un intérêt notable puisqu'au moment de l'acquisition, la TVA grève l'ensemble de prestations fournis par les banques conseils, les auditeurs, juristes, avocats, experts... Cela diminue donc d'autant le coût réel desdites prestations.

3.2.3.4 Optimisation de la transparence fiscale

Considérant toujours que l'objectif est la consolidation globale des différentes sociétés, si l'on retient des formes juridiques fiscalement transparentes. Dans ce cas, les bénéfices de la cible seront imposés au niveau de la holding, la compensation ayant lieu de plein droit.

On procède alors à la transformation de la cible en SNC (société en nom collectif) ou en société en participation. Ces sociétés ne sont pas imposées à l'IS mais le sont au niveau de leurs associés.

Néanmoins, cette solution entraîne la responsabilité illimitée des associés de la société translucide. La holding sera alors indéfiniment responsable des passifs sociaux de la cible en cas d'échec final de l'opération.

De plus, cette solution risque, là encore, d'entraîner la qualification d'abus de droit, la motivation fiscale étant ici prédominante. L'acte anormal de gestion pourrait aussi être invoqué dans ce cadre, la cible se privant d'une partie de ses bénéfices au profit de ses associés. Un autre inconvénient, potentiellement dirimant, est le coût financier lié à ce type de régime, à savoir l'imposition immédiate des bénéfices non distribués et des plus-values latentes éventuelles.

¹⁷⁰ M Cozian – Précis de fiscalité des entreprises

Si la problématique fiscale constitue l'un des aspects fondamentaux de tout montage de LBO, les dispositions particulières de l'amendement Charasse contrarient l'optimisation fiscale de l'OBO. En effet, l'intégration fiscale qui constitue le cadre courant de fonctionnement du levier fiscal doit ici être évitée, au risque d'être victime d'une sorte d'effet de massue pendant les huit exercices suivant l'opération.

Dans ce cadre, il est alors nécessaire de trouver des alternatives, dont la seule applicable de manière raisonnable semble la facturation de prestations par la holding à la cible. Néanmoins, cette solution ne peut porter que sur des montants limités, le risque étant trop important en cas de maximisation des rémunérations considérées.

Le statut d'animatrice de la holding apparaît *in fine* comme étant un élément important de l'optimisation fiscale, tant en ce qui concerne l'entrepreneur lui-même que l'architecture du montage.

On rétablit alors un effet de levier partiel, modéré au départ et plus élevé au fur et à mesure de la baisse des intérêts liée au remboursement de la dette (les prestations facturées restant quant à elles constantes).

Une optimisation fiscale totale, identique à celle d'un LBO semble difficile, l'amendement Charasse étant à la base prévu pour l'empêcher, les risques fiscaux sembleraient alors majeurs. La holding et la cible devront simultanément mettre en place un régime mère fille afin d'éviter une double imposition des dividendes, indispensable au remboursement de la dette d'acquisition.

Face aux limites de l'optimisation fiscale de l'OBO, en raison des dispositions légales françaises, l'utilisation de la fiscalité internationale peut constituer une alternative intéressante.

3.3 Optimisation fiscale internationale.

Afin de répondre aux limites en termes d'optimisation du levier fiscal dues au cadre légal français, il peut être pertinent d'utiliser les opportunités qu'offrent les fiscalités étrangères.

Pour ce faire, on peut localiser l'un des éléments du montage hors du territoire français afin de jouir des dispositions applicables à ce territoire. Néanmoins, comme nous l'avons déjà souligné, nous ne pouvons mener ici une démarche en tous points identique à celle appliquée dans le cadre d'un LBO. Si dans un LBO classique, on recherchera une cible idéale, ce qui peut conduire à privilégier une cible se situant hors de France, dans le cas d'un OBO, la cible est désignée par essence. On n'a donc pas la possibilité de faire le choix d'une fiscalité plus adaptée.

La seule option reste donc pour nous celle du choix de localisation de la holding voire des holdings du montage.

On vise donc ici à optimiser la fiscalité du montage en localisant la cible à l'étranger. Concernant les actionnaires de la holding, autant les partenaires financiers pourront être implantés à l'étranger, autant les dirigeants personnes physiques seront nécessairement domiciliés fiscalement en France.

En effet, le transfert de la résidence fiscale de l'entrepreneur, tout en conservant la cible en France pourrait séduire certains. Néanmoins, l'article 4 du CGI précise que sont considérées comme domiciliées en France les personnes :

- qui y disposent de leur foyer ou du lieu de leur séjour principal. À cet égard, le foyer du contribuable s'entend du lieu où il réside plus de 183 jours par an.
- qui y exercent une activité professionnelle. L'activité accessoire est ici exclue. Pour les professions indépendantes, on recherchera un point d'attache fixe ou d'un établissement stable en France à partir duquel l'activité est exercée,
- qui ont en France le centre de leurs intérêts économiques. On fait ici référence aux principaux investissements réalisés par la personne, le lieu où elle administre ses biens par exemple.

La personne qui répond à l'un de ces critères est considérée comme domiciliée en France au sens du droit interne. Du même coup, elle y devient imposable dans notre pays sur l'ensemble de ses revenus, quelle que soit leur origine, française ou étrangère.

Concernant le cas d'un dirigeant ayant réalisé un OBO sur sa propre entreprise, il demeurera nécessairement en France pour continuer à la diriger (à moins d'en établir le siège à l'étranger, ce qui risque de se révéler néfaste). Son foyer personnel restera probablement lui aussi en France. De plus, les titres qu'il détiendra dans la holding et donc *in fine* dans la cible constitueront la plus grande partie de ses intérêts économiques. Ceux-ci seront donc localisés en France. Aussi nous semble-t-il illusoire de vouloir changer de domiciliation fiscale lors de la mise en place d'un OBO ¹⁷¹. L'élément à privilégier est avant tout le bon déroulement du montage financier, ce que pourrait mettre en péril l'exil fiscal de son auteur. On n'envisage donc volontairement pas ce type de démarche.

Le principal écueil que nous avons rencontré dans le cadre de l'optimisation fiscale interne de l'OBO est l'application de l'amendement Charasse. Par conséquent, nous devons en priorité examiner les sources d'optimisation du traitement des dividendes. Par ailleurs, en vue d'une éventuelle cession des titres détenus, le régime applicable aux plus-values présentera un intérêt particulier.

Les différentes parades imaginées pour éviter les pénalités que représente l'amendement Charasse sans pour autant renoncer au levier fiscal semblent d'un degré d'intérêt limité. En effet, elles sont soit trop limitées, soit excessivement risquées.

S'il semble impossible de rétablir un mécanisme similaire à celui de l'intégration fiscale, la recherche d'une solution alternative au sein des différents régimes fiscaux étrangers est nécessaire. D'une certaine manière, l'objectif n'est pas tant la suroptimisation du levier fiscal que le rétablissement de celui-ci face à l'article 223 B du CGI.

¹⁷¹ François Le Brun - Bien profiter de la vente de son entreprise - Les Echos Week-End - 17 Septembre 2004

3.3.1 Quel cadre fiscal pour la holding étrangère

3.3.1.1 Les dividendes versées à une holding étrangère

C'est, avec les plus-values résultant d'une cession potentielle de la cible l'un des deux types de produits que la holding retirera de sa participation dans la cible.

Dans le cas de versement de dividendes par une société française à une société étrangère, une retenue à la source sera appliquée. Si la France n'a pas passé de convention fiscale avec l'Etat où la holding de reprise est implantée, une retenue à la source de 25% sera appliquée. Si, à l'inverse, une convention existe, ce taux est alors de 5% ou de 15%.

Si la holding est localisée dans un Etat de l'Union Européenne, le plus souvent aucune retenue à la source n'est effectuée.

Schématiquement, concernant la fiscalité des dividendes, on recherche une localisation dont le régime applicable à une filiale française sera au moins aussi favorable que le régime mère fille français.

Jusqu'au 1^{er} janvier 2005, la distribution de dividendes pouvait être assortie d'un avoir fiscal, ce dernier se traduisant, sous certaines conditions par le remboursement en numéraire de celui-ci par le Trésor français. S'il pouvait être une source intéressante d'optimisation fiscale internationale, les montages financiers doivent dorénavant s'en passer.

Le premier écueil à éviter est celui de la retenue à la source en France. En vertu du droit communautaire, aucune retenue à la source n'est effectuée dans le cas de versement de dividendes à un pays de l'Union, si certaines conditions sont respectées.

La holding doit détenir une participation dans la cible pendant plus de deux ans, cette participation devant à la base représenter plus de 25% du capital de la cible, ce seuil est passé à 20% en 2005, 15% en 2007 et passera à 10% en 2009¹⁷². Dans le cadre d'un LBO, ce seuil ne doit poser aucune difficulté.

¹⁷² Directive CE 2003/123 du 22 décembre 2003

Le choix du pays d'établissement de la holding doit être conditionné par la faiblesse, voire l'absence de retenue à la source et par la modicité de la fiscalité de l'Etat en question. Néanmoins, depuis la suppression de l'avoir fiscal, le problème de la non déductibilité des intérêts d'emprunt demeure. C'est là le principal problème concernant l'optimisation du levier fiscal.

3.3.1.2 Les plus-values réalisées par une holding étrangère sur la cession de titres français.

A l'issue de l'OBO, dans le cas d'une cession par la holding implantée à l'étranger des titres détenus dans la société française, des plus-values, probablement substantielles, seront réalisées. Il convient alors de déterminer le régime fiscal qui leur sera applicable.

En conséquence, soit ces plus-values pourront être imposées en France, en l'absence de convention internationale avec l'Etat où est localisée la holding, soit elles bénéficieront d'un régime particulier.

Ainsi, comme l'explique l'AMF, « les plus-values réalisées à l'occasion de cessions à titre onéreux de valeurs mobilières effectuées par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France (article 244 bis C du CGI) et que la personne cédante des droits sociaux donnant droit à plus de 25 % des bénéfices de la société dont les titres sont cédés, à un moment quelconque au cours des 5 années précédant la cession. Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25 % au cours de la période susvisée, sont soumises à l'impôt au taux proportionnel de 16 % (article 244 bis B du CGI) sous réserve de l'application de dispositions plus favorables résultant d'une convention visant à éviter les doubles

impositions »¹⁷³. Si le seuil de 25% n'est pas dépassé, les plus-values correspondantes ne seront pas imposées en France.

Dans la cas d'un OBO ou d'un LBO, le seuil de détention de 25% sera nécessairement dépassé, ce qui ne permettra pas de bénéficier de l'exonération sus citée. On note qu'en l'espèce, ce régime présente en soi un avantage comparatif puisque les non-résidents ne sont pas soumis aux prélèvements sociaux (11%)¹⁷⁴. Ceci fait donc passer le taux facial de prélèvements obligatoires en France de 27% à 16% en délocalisant la holding.

Cela nous conduit donc à rechercher un Etat d'implantation de la holding avec lequel la France ait passé une convention fiscale et qui bénéficie d'une fiscalité des plus-values plus favorable.

Sachant que le TRI (taux de retour sur investissement) sera principalement déterminé par la valeur de cession finale, on se doit de minimiser la fiscalité sur les plus-values. Dans le cadre d'un OBO qui ne viserait pas à céder l'entreprise cible à l'issue de l'opération, cette problématique aurait une importance moindre.

Concernant la fiscalité des plus-values, ce sont donc les conventions fiscales qui auront un aspect déterminant. En effet, dans ce cas, il est possible que la France n'ait pas le droit d'imposer les plus-values en question, ce qui se traduirait alors par une fiscalité au taux de l'Etat en question. Si le choix d'une holding localisée dans un paradis fiscal de type Jersey ou les Îles Caïmans ne permettra pas d'éviter la retenue à l'imposition en France, différents Etats européens offrent des conditions privilégiées aux holdings.

On retiendra donc avant tout les exemples luxembourgeois et hollandais, reconnus pour leurs avantages certains en la matière¹⁷⁵. Afin d'optimiser au maximum le montage, on doit simultanément intégrer la fiscalité des dividendes et celle des plus-values.

¹⁷³ AMF - Note relative à l'imposition des plus-values – site de l'AMF

¹⁷⁴ Non-résidents : un statut fiscal à part - Intérêts Privés – 1^{er} juin 2007

¹⁷⁵ Cécile Villacres Acolas - Sociétés holding: Luxembourg et Belgique ont fait leurs preuves – L'AGEFI – 18 novembre 2005

3.3.2 Vers un cadre idéal ?

3.3.2.1 Recherche de la fiscalité optimale sur les dividendes.

Concernant les dividendes, première source potentielle de frottement fiscal, la plupart des pays de l'Union européenne exonèrent totalement ceux reçus par des holdings localisées dans leur Etat. Seuls le Royaume-Uni et l'Irlande procèdent à une imposition de ceux-ci sur la base d'une imputation correspondant à l'impôt national du pays considéré.

Ces pays présentent donc une situation plus avantageuse que la France. En effet, dans le régime mère fille, celle-ci impose les dividendes sur la base de la taxation d'une cote part de frais et charges de 5% ou du montant réel correspondant. Une totale absence de fiscalité sur la distribution de dividendes à la holding est donc en soi un facteur d'optimisation.

Dans cette perspective comparative, les seuils de participation requis pour pouvoir bénéficier de ce régime d'exonération présentent un intérêt majeur. S'il est de 5% en France (pour pouvoir bénéficier du régime mère fille) tout comme en Belgique ou aux Pays-Bas, il est de 10% en Allemagne, Autriche, Luxembourg (holding 1929) et Royaume-Uni. De plus, aucun délai de détention n'est exigé pour pouvoir bénéficier de ce régime, au Pays-Bas, Belgique, Royaume-Uni ou Luxembourg (pour la holding de 1929, la Soparfi exigeant un an de détention).

Néanmoins, dans le cas des différents Etats du Benelux, le bénéfice de ce régime est subordonné au fait d'avoir acquitté un impôt dans l'Etat où se situe la filiale, afin d'éviter une exonération des dividendes provenant déjà de paradis fiscaux. De plus, dans le cas des Pays-Bas, les participations donnant lieu à la distribution de dividendes ne doivent pas être des titres de sociétés d'investissement ou ne doivent pas être détenues par des sociétés de ce type. Les simples participations ne doivent pas pouvoir bénéficier de ce type de régime.

Dans le cas spécifique du Luxembourg, deux types de holding peuvent servir de tête de groupe pour un montage d'OBO. La holding 1929¹⁷⁶ a vocation à n'exercer que certaines activités, en

¹⁷⁶ Holding qui est régie par la Loi du 31 juillet 1929

Ce type de holding doit donc se limiter à :

- *prendre des participations dans d'autres sociétés,*
- *la gestion d'emprunts obligataires accordés à ces sociétés,*
- *la gestion de brevets ou licences (sous certaines conditions)*

particulier la gestion de participations financières. Néanmoins, ce type de holding a été supprimé fin 2006. Dans une décision du 19 juillet 2006, la commission européenne a exigé la modification ou la suppression du régime fiscal dont bénéficient les holdings 1929, le considérant comme incompatible avec le droit communautaire¹⁷⁷. Le Luxembourg a décidé, par une loi du 22 décembre 2006, de mettre fin aux holdings 1929. Il leur a substitué la société de gestion de patrimoine familial (SPF) destinée aux particuliers pour gérer leur patrimoine. Proche de la holding 1929, la SPF est compatible avec le droit communautaire.

Le second type de holding peut être retenu sans limites particulières. Ces dernières sont désignées par le terme de Soparfi.

Des différences quant aux conventions internationales et au régime appliqué au sein de l'Union européenne existent entre ces deux types de holding. Le choix de l'une d'elles doit donc répondre aux impératifs spécifiques du montage considéré.

Il est donc possible de bénéficier d'un régime plus favorable que le régime mère fille, concernant la distribution de dividendes en établissant la holding du montage d'OBO au Luxembourg ou aux Pays-Bas.

Le même constat peut être dressé s'il s'agit de redistribution de dividendes, ce qui serait le cas si l'on établissait une cascade de holdings.

3.3.2.2 Optimisation de l'imposition des plus-values

Sachant qu'une opération de LBO vise à acquérir une entreprise par endettement, une fois cette dette remboursée, et le développement de la cible assurée, on cherche à enregistrer une plus-value substantielle.

Aussi, la fiscalité pesant sur la réalisation de plus-values est-elle une source d'arbitrage majeure quant au choix du pays de localisation de la holding.

La holding ne peut acquérir d'immeuble (sauf pour ses propres bureaux), assurer des prestations de services aux tiers, percevoir des honoraires, des commissions,...

Les seuls impôts dûs par les Holding 1929 sont :

- la *taxe d'abonnement* de 0,2 % du capital libéré et
- le *droit d'apport* de 1 % lors de souscription de capital.

¹⁷⁷ Philippe Bruneau - Le Luxembourg sur la sellette – Le Monde - 27 mai 2007

En premier lieu, si la holding était située en France, les plus-values réalisées lors de la sortie seraient imposées à 16%, auxquels on doit ajouter 11% de prélèvements obligatoires. Dans le cas de détention des titres au-delà des 5 ans, la fiscalité sera réduite d'un tiers chaque année, soit une exonération totale au bout de 8 années continues. De même, sous des conditions précises déjà exposées, les dirigeants de PME peuvent faire l'objet d'une exonération des plus-values portant sur les titres de leur entreprise.

Néanmoins, les prélèvements sociaux restent dus sur la totalité de la plus-value nette réalisée, c'est-à-dire avant application des exonérations qui ne portent, elles, que sur l'impôt ¹⁷⁸, 11% seront donc prélevés quoi qu'il arrive.

En conséquence, si la holding est située en France, les plus-values réalisées seront grevées par une fiscalité allant de 11% à 27% selon les cas.

Si l'on reprend la situation des différents Etats de l'Union européenne, les plus-values réalisées par les holdings sont exonérées en Belgique, en Hollande et au Luxembourg, mais aussi en Allemagne, au Danemark, en Espagne, en Autriche, en Italie ou au Royaume-Uni.

En vue de l'optimisation du montage, la fiscalité applicable aux produits que la holding localisée à l'étranger sera amenée à verser à ses actionnaires français est déterminante. En effet, considérant le type de montage que constitue un OBO, le transfert de la résidence fiscale du dirigeant semble difficile.

En conséquence, celui-ci restant résident fiscal français, le lieu d'implantation de la holding doit permettre à la fois de minimiser la fiscalité portant sur les dividendes et celle applicable aux plus values.

¹⁷⁸ Les Echos – Guide fiscale 2007

3.3.2.3 Imposition des actionnaires de la holding.

Les dividendes peuvent faire l'objet d'une retenue à la source dans l'Etat d'implantation de la holding. Dans ce cas, si la France a signé une convention internationale avec l'Etat considéré, on évitera une double imposition.

Les holdings constituées dans les différents paradis fiscaux ne font l'objet d'aucune retenue à la source. De même, c'est le cas pour certaines holdings des Etats de l'Union européenne, telle que la SPF luxembourgeoise (qui a succédé à la holding 1929)¹⁷⁹.

A l'inverse la cession par un résident français d'une participation de plus de 5% détenue dans une société hollandaise entraîne une imposition aux Pays-Bas. Ceci rend donc de fait inintéressante l'implantation de la holding aux Pays-Bas.

3.3.2.4 Imposition en France

En France, l'imposition porte sur les dividendes comme sur les plus-values. Pour ce qui est des personnes morales, si ces distributions ont déjà subies une imposition dans l'Etat d'implantation de la société, elles font l'objet d'un complément d'imposition, la fiscalité déjà acquittée constituant un crédit d'impôt.

Si la société française détient plus de 5% de la société étrangère, ce qui sera nécessairement le cas dans un LBO, les dividendes seront exonérés à l'exception du paiement d'une cote part de frais et charges de 5%, selon le régime mère-fille.

Les plus-values réalisées sur la cession de titres sont imposées à 19% si les titres ont été détenus de manière continue pendant plus deux ans. Sinon, elles feront partie de l'assiette de l'impôt sur les sociétés.

Pour les personnes physiques, ce qui sera en partie le cas dans un OBO, les dividendes reçus de sociétés étrangères feront systématiquement l'objet d'une imposition. En cas de retenue à la

¹⁷⁹ Paul Chambers et Samantha Nonnenkamp - Law introducing new private wealth management vehicle in force - International Tax Review – 1er juin 2007

source dans l'Etat de la société distribuant les dividendes, une imputation sur l'impôt à acquitter en France est pratiquée, sous forme d'un crédit d'impôt. L'imposition se fera au taux correspondant de l'impôt sur le revenu, soit concrètement en général au taux marginal de 40%. Lors de la réalisation de plus-values sur cession de valeurs mobilières, celles-ci seront imposées dès leur réalisation (et non lors d'un éventuel rapatriement en France) au taux de 27% (16% d'impôts et 11% de prélèvements sociaux).

Compte tenu du régime applicable aux dividendes et aux plus-values dans les Etats avec lesquels la France a conclu des conventions fiscales, et de l'imposition des produits provenant de cette filiale, il convient de déterminer s'il est pertinent de créer une holding implantée hors de France.

3.3.3 Choix de la localisation de la holding.

La retenue à la source sera mécaniquement appliquée lors de versements de dividendes à la holding si aucune convention fiscale n'existe avec l'Etat en question. On doit donc renoncer en premier lieu à tous les pays non liés à la France par ce type de traités. Ainsi privilégiera-t-on les Etats européens, pour des raisons fiscales et de fonctionnement pratique. Compte tenu des inconvénients présentés par la holding hollandaise concernant les plus-values à la sortie de l'opération, ce pays ne peut être retenu.

Quant au Luxembourg, Etat souvent retenu pour l'implantation des holdings, il offre deux statuts possibles pour la création de holdings. Ce pays présente en effet des avantages reconnus en matière de gestion de patrimoine, ce que constitue précisément un OBO, montage patrimonial par essence.

Jusqu'alors, la holding 1929 présentait des avantages certains en vue d'une optimisation fiscale internationale. Compte tenu de l'impossibilité d'en créer de nouvelles, et de la fin du régime propre pour celles qui existent le 31 décembre 2010, il ne semble pas pertinent d'en acquérir une afin de servir de véhicule au montage. La SPF (société de gestion de patrimoine familial) lui

succède, aménagée selon les prescriptions du droit communautaire mais conservant l'esprit de son ancêtre¹⁸⁰.

3.3.3.1 Société de gestion de patrimoine familial (SPF)

Le 11 Mai 2007, le Luxembourg a adopté un nouveau régime fiscal conçu à l'attention des personnes physiques dans le cadre de la gestion de leur patrimoine¹⁸¹ à travers la création de la SPF. Elle n'est pas concernée par les différentes conventions internationales signées par le Luxembourg, et en particulier celle passée avec la France.

Le régime en question peut être choisi par une Sarl, SA ou SCA. Elle ne peut être cotée. Son activité est strictement limitée à l'acquisition, détention, gestion et réalisation d'actifs financiers tels que les actions, obligations, parts de société cotées ou privées, ce qui correspond au montage d'OBO visé.

En revanche, la SPF ne peut réaliser d'activité commerciale, détenir des immeubles en direct ou des droits intellectuels. Elle ne peut gérer d'autres sociétés. Elle peut détenir des entités qui réalisent ces activités commerciales ou de gestion ou détiennent des actifs immobiliers en direct. La SPF peut, en fonction de la forme de société choisie, émettre des valeurs mobilières et contracter des dettes auprès de ses actionnaires, de tiers, de banques, sans limitation.

Il n'existe pas de ratio d'endettement maximal ; seule la taxe d'abonnement est due sur la partie des dettes qui excède 8 fois le capital libéré augmenté des primes d'émission.

Les actionnaires de cette SPF doivent être :

- Des personnes physiques résidentes ou non résidentes, à l'exclusion de toute société ou entreprise, soit une famille, un family office, un club d'investissement...
- des entités patrimoniales, résidentes ou non résidentes, telles que les trusts, fondations privées...

¹⁸⁰ Luc Frieden ministre du Trésor du Luxembourg, - Holdings 1929: la longue période transitoire jusqu'à fin 2010 est dans l'intérêt de la place financière – 19 juillet 2006

¹⁸¹ Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg - Loi du 11 mai 2007 relative à la création d'une société de gestion de patrimoine familial – 14 mai 2007

Lors de la constitution, un droit d'apport de 1% du capital doit être acquitté, ainsi qu'une taxe d'abonnement annuelle de 0,25% par la suite.

Aucune retenue à la source n'est appliquée lors du versement de dividendes à des actionnaires non résidents au Luxembourg. Il en va de même des plus-values réalisées sur la cession des titres de la SPF.

L'inconvénient majeur de cette forme de holding est qu'une retenue à la source sera appliquée en France lors de du versement de dividendes à une SPF, dans la mesure où les conventions fiscales ne lui sont pas applicables.

3.3.3.2 Société de Participations Financières (SOPARFI)

Le second type de holding, la Soparfi, société permet de faire coexister des activités commerciales et des activités financières au sein d'une même structure. Tandis que les activités commerciales subiront l'impôt dans les conditions de droit commun, les opérations financières (perception de dividendes, réalisation de plus-values) peuvent, sous certaines conditions, être exonérées d'impôts.

En vue de jouir de l'exonération d'impôt sur les perceptions de dividendes ou plus-values, les conditions suivantes doivent être réunies¹⁸² :

- La participation doit correspondre au moins à 10 % de la totalité du capital de la filiale ou le prix d'acquisition de la participation doit être d'au moins 6 millions d'euros, ou 1,2 millions pour exonérer seulement les dividendes.
- La participation doit être détenue pendant au moins un an.
- La filiale doit être une société de capitaux luxembourgeoise pleinement imposable, ou une société de capitaux non luxembourgeoise pleinement imposable à un impôt correspondant à l'impôt sur le revenu des collectivités (impôt sur les sociétés), ou encore une société qui

¹⁸² SOPARFI, stratégie fiscale, optimisation fiscale – Fiduciaire LPG - 2006

est un résident d'un Etat membre de l'Union européenne, ce qui correspond au cas en question.

- La société mère doit être une société de capitaux résidente.

La Soparfi est, au contraire de la précédente, admise au régime des conventions fiscales internationales et des directives européennes.

Si elle exerce des activités commerciales propres, son résultat sera soumis dans ce cadre à un impôt sur les sociétés de 30,38%¹⁸³, soit le taux de droit commun.

3.3.4 Montage de suroptimisation fiscale de l'OBO

Considérant que, dans le cadre d'un OBO, il est impossible de bénéficier du levier fiscal engendré par l'intégration fiscale du fait de l'amendement Charasse, on doit donc examiner les différentes alternatives possibles. Les différentes techniques possibles ont déjà été exposées dans la partie consacrée à la fiscalité nationale. Certaines d'entre elles pourront être utilisées de la même manière dans un montage transfrontalier, ceci tout en en maximisant l'efficacité.

Il convient donc de répondre à une double problématique : assurer la déductibilité des intérêts financiers dans une proportion aussi élevée que possible, d'une part, et donner à la holding de reprise une forme sociale qui lui permette de bénéficier d'une fiscalité plus avantageuse que la fiscalité française.

3.3.4.1 Minimisation de la fiscalité de la holding

Au regard des différences fiscales entre les différents Etats, comme présentées ci-dessus, l'implantation de la holding au Luxembourg semble être l'option la plus avantageuse. Il convient alors de déterminer quel type de holding retenir. Dans la mesure où la holding 1929 est appelée à disparaître en 2010, celle-ci ne peut être retenue. La SPF présente deux inconvénients dirimants.

¹⁸³ Maître Stéphane Le Goueff – Des avantages de la fiscalité luxembourgeoise - 6 mai 2003

En premier lieu, destinée aux personnes physiques, ses actionnaires ne peuvent pas être des sociétés, ce qui est une source de problème pour le montage du tour de table. De plus, étant exclues des conventions fiscales internationales, une forte retenue à la source sera appliquée lors du versement de dividendes par la cible à la SPF.

Enfin, de manière accessoire, son activité est strictement limitée à l'acquisition, détention, gestion et réalisation d'actifs financiers, ce qui peut se révéler problématique dès lors que l'on souhaite faire effectuer certaines prestations par cette holding.

On retiendra la forme juridique de la Soparfi, qui permet de bénéficier des exonérations propres au Luxembourg, tout en demeurant dans le cadre avantageux des conventions internationales. Les dividendes versés à la Soparfi ne feront donc l'objet d'aucune retenue à la source, et parallèlement ne seront pas imposés au Luxembourg, ce qui évite de devoir acquitter la quote-part de frais et charges du régime mère-fille.

Lors du versement de dividendes par la holding à ses actionnaires résidents fiscaux français (dirigeant actionnaire en particulier), depuis 2005, la réfaction de 50% est applicable dans le calcul de l'IR¹⁸⁴. Cette réforme entraîne en effet l'alignement complet du régime des dividendes de sociétés étrangères sur celui des dividendes des sociétés françaises¹⁸⁵. Alors que les premiers n'ouvraient droit jusqu'ici à aucun avantage particulier, ils bénéficient désormais de la réfaction de 50 %. Ceci signifie que les dividendes seront très probablement imposés au taux marginal de l'IR, mais uniquement sur 50% de leur montant. Les prélèvements sociaux seront en revanche calculés sur le montant total des dividendes reçus.

De plus, les plus-values réalisées lors de la cession de la cible ne seront pas imposées. Dans le cas de moins-values, le Luxembourg est le seul Etat où celles-ci seront déductibles, alors même que les plus-values sont exonérées. Il sera alors possible de procéder à de nouveaux investissements sans frottement fiscal.

Le second aspect important est qu'en cas de cession de la holding, le régime français d'exonération des plus-values est néanmoins applicable. L'abattement pour durée de détention

¹⁸⁴ Fabrice de Longevialle - Nouvelle fiscalité des dividendes : ce qu'il faut savoir – La vie financière – septembre 2005

¹⁸⁵ Instruction administrative du 11 août 2005 (BOI 5 I-2-05)

d'un tiers par année de détention révolue au-delà de la cinquième s'applique aux cessions d'actions, de parts ou de droits de sociétés établies dans un État de l'Union européenne¹⁸⁶, en Islande ou en Norvège et soumises à l'impôt sur les sociétés.

En conséquence, aussi bien pour les dividendes que pour les plus-values, s'ils sont localisés au niveau de la holding, au Luxembourg, ils bénéficient d'une totale exonération. Si ceux-ci sont enregistrés par les actionnaires de la holding, ils ne perdront pas pour autant le bénéfice des exonérations et abattements prévus par la loi française, même si ces produits proviennent de titres étranger.

Si la holding réalise des bénéfices propres au Luxembourg, le taux d'IS applicable sera légèrement inférieur au taux français.

La comparaison des situations d'implantation de la holding en France ou de l'implantation au Luxembourg révèle que cette seconde localisation est nettement plus efficace fiscalement quand bien même les produits seraient dans un second temps imposés en France. Aussi, la situation que constitue la création de la holding en France est-elle sous-optimale, la localisation luxembourgeoise la dominant en termes d'optimum¹⁸⁷, tant concernant le régime mère-fille, que celui des plus-values ou de la distribution de dividendes.

Un transfert de résidence fiscale du dirigeant, après cession de la cible par la holding pourrait accroître encore les économies fiscales concernant la distribution des produits en question. La localisation de la holding au Luxembourg permettrait alors d'y localiser le centre de ses intérêts économiques, et de son activité principale.

3.3.4.2 Maximisation de la déductibilité des intérêts financiers.

Si la minimisation de la fiscalité applicable à la holding représente une amélioration, elle ne constitue par pour autant une solution propre aux OBO ou aux OBO. En effet, ici l'OBO offre

¹⁸⁶ Jean-Yves Mercier - Conserver ses actions pendant huit ans pour échapper à la taxation des plus-values - Le Monde Argent – 27 mai 2007

¹⁸⁷ Théorie des optimums de Vilfredo Pareto.

l'occasion de bénéficier d'une fiscalité plus intéressante un niveau global, opportunité à saisir légitimement.

En revanche, le problème de la neutralisation du levier fiscale posé par l'amendement Charasse demeure. Une solution rétablissant ce levier doit donc impérativement être trouvée, plus particulièrement compte tenu de la récente tension sur le marché des dettes de private equity¹⁸⁸.

L'une des options utilisées afin de remédier à ce problème est l'utilisation de techniques de debt push down.

3.3.4.3 Un debt push down transfrontalier

« C'est un ensemble de techniques d'ingénierie fiscale destinées à transférer tout ou partie de la dette d'acquisition contractée par une société holding pour acheter une société à cette société » si l'on se réfère à la définition qu'en donne Pierre Vernimmen dans son ouvrage de référence¹⁸⁹. Ces techniques sont une alternative à l'intégration fiscale, très souvent utilisée lorsqu'elle ne peut être mise en place faute de détention de 95% de la cible. En l'espèce, ce mécanisme est un moyen de contourner l'amendement Charasse en réussissant à imputer les frais financiers sans entraîner des réintégrations pendant 9 ans.

La société achetée pourra ainsi verser un dividende exceptionnel à la société holding ceci éventuellement même au moyen d'un nouvel endettement. Grâce aux fonds reçus la holding procédera au remboursement de la dette d'acquisition et transférera économiquement la dette à la société rachetée. L'autre avantage provient du fait qu'en logeant l'endettement au niveau de la cible (qui génère les cash-flows et détient les actifs valorisables), on diminue le risque des dettes en question. Si cela s'accompagne d'une baisse des primes de risque, alors on réduira en même temps le coût financier de l'OBO.

Néanmoins, il est probable que l'on ne parvienne pas à assurer un « transfert » de l'intégralité de

¹⁸⁸ Nicolas Baverez - Un été meurtrier – Le Point – 9 août 2007

¹⁸⁹ Finance d'entreprise - Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, et Yann Le Fur, Dalloz 2005

l'endettement d'acquisition, à moins que la cible ne détienne une trésorerie importante à la base. On peut même envisager une réduction du capital de la cible, ce qui se traduira mécaniquement par une forte distribution aux actionnaires, et donc une baisse de la dette de la holding¹⁹⁰. On prendra toutefois garde à ne pas entraver le développement industriel de la cible au nom de considérations d'ingénierie financière pures.

Dans la mesure où une fraction de la dette ne pourra probablement pas être transférée à la cible, on ne pourra bénéficier de la déductibilité des intérêts correspondant. Une solution consiste alors à créer une activité bénéficiaire au sein de la holding.

Une activité bénéficiaire au sein de la holding pour imputer les intérêts résiduels.

La facturation de *management fees* à la cible pourra permettre de générer des résultats imposables au niveau de la holding sur lesquels une imputation des frais financiers sera possible. Cela doit permettre de neutraliser la fraction des intérêts liés à la dette d'acquisition que la prudence en terme de debt push down n'autorise pas à transférer à la cible. Afin de respecter l'intérêt social de la cible comme celui de la holding, une marge raisonnable devra être appliquée sur le coût de ces *management fees*, afin de ne pas entraîner de contestation de la part de l'administration. De même, ce type de procédé implique impérativement qu'il n'y ait pas de minoritaires au capital de la cible¹⁹¹. Cet obstacle doit pouvoir être surmonté, soit en rachetant les parts détenues par ces derniers, soit en les faisant « monter » au capital de la holding.

Par ces deux biais, il est possible de parvenir à transférer la cible une partie majeure de l'endettement et de transférer à la holding une partie du résultat afin de faire face aux intérêts liés à la fraction résiduelle de dette. Ce procédé n'est en soi pas propre à la fiscalité internationale. Le seul impact sera, après remboursement de la dette résiduelle de la holding, la moindre imposition des résultats s'ils sont localisés dans la holding plutôt que s'ils le sont dans la cible.

¹⁹⁰ Torsten Sauer – L'optimisation géographique des cross-border LBO : une étude juridico-financière comparative des systèmes français, allemand et luxembourgeois – Thèse professionnelle HEC / ECSP-EAP - 2006

¹⁹¹ Arnaud Leparmentier - Jean-Luc Lagardère est accusé de s'être enrichi aux dépens de son groupe – Le Monde – 5 novembre 1996

Néanmoins, cette architecture financière et fiscale ayant avant tout pour finalité de contourner l'application des dispositions de l'article 223 B du Code Général de Impôts. Elle n'est donc pas exempte de risques.

3.3.4.4 Risques de l'optimisation par le recours à une holding luxembourgeoise.

En effet, la mise en place d'un OBO, plus encore que celle d'un LBO ne traduit pas une modification réelle de la structure économique de la cible. Les schémas d'optimisation fiscale qui transitent par des sociétés localisées dans des pays à fiscalité privilégiée comportent des risques non négligeables. Sans justification économique réelle, de tels procédés peuvent attirer les foudres de l'administration qui y verra un abus de droit ou une fraude à la loi, qui répriment les montages ayant pour seul but d'éluder ou d'atténuer l'impôt¹⁹². Ainsi, dans l'Arrêt Sagal rendu le 18 mai 2005¹⁹³, le Conseil d'Etat confirme l'existence d'un abus de droit en relevant l'absence de substance de la holding luxembourgeoise considérée et surtout l'absence d'intérêt autre que fiscal dans le schéma mis en place.

Dans ce cas, les pénalités, hors intérêts de retard, représentent 80% des sommes rappelées, si l'administration est en mesure d'apporter la preuve du caractère fictif de l'opération considérée ou au contraire de sa motivation uniquement fiscale. Une justification économique permet de réduire considérablement le risque en question.

A ce titre, dans le cadre du montage exposé, les *management fees*, examinés en soi lorsque cible et holding sont implantés en France, le seront davantage encore dès lors que la holding l'est au Luxembourg. L'article 238 du CGI dispose que « Les intérêts, arrérages et autres produits des obligations, créances, dépôts et cautionnements, les redevances de cession ou concession de licences d'exploitation, de brevets d'invention, de marques de fabrique, procédés ou formules de fabrication et autres droits analogues ou les rémunérations de services, payés ou dus par une personne physique ou morale domiciliée ou établie en France à des personnes physiques ou morales qui sont domiciliées ou établies dans un Etat étranger ou un territoire situé hors de

¹⁹² Philippe Bruneau - Le Luxembourg sur la sellette - Le Monde Argent – 27 mai 2007

¹⁹³ Arrêt Sagal CE 18 mai 2005, 8e-3e s-s., n° 267.087, Sté Sagal

France et y sont soumises à un régime fiscal privilégié, ne sont admis comme charges déductibles pour l'établissement de l'impôt que si le débiteur apporte la preuve que les dépenses correspondent à des opérations réelles et qu'elles ne présentent pas un caractère anormal ou exagéré »

Pour autant, le Luxembourg ne constitue pas en soi un « paradis fiscal », la France ne passant pas de convention fiscale avec ce type d'Etat, d'une part, le Luxembourg ne répondant pas aux critères de définition d'un territoire à fiscalité privilégié d'autre part. Sont qualifiés comme tels les territoire où les personnes physiques ou morales y sont « assujetties à des impôts sur les bénéfices ou les revenus dont le montant est inférieur de plus de la moitié à celui de l'impôt sur les bénéfices ou sur les revenus dont elles auraient été redevables dans les conditions de droit commun en France, si elles y avaient été domiciliées ou établies ¹⁹⁴ ». Le différentiel concernant l'impôt sur les sociétés n'étant que de 3 points (30,38% contre 33,33%), les flux considérés n'entrent pas dans cette catégorie.

La principale menace qui pèse sur le montage est donc la qualification d'abus de droit ou de fraude. Lors de l'établissement de la holding au Luxembourg, la mise en place d'une structure permettant de justifier l'implantation d'un point de vue économique semble nécessaire. Si cela se révélait impossible, il serait alors plus prudent de faire le choix d'une implantation de la holding en France, tout en développant les mécanismes de *debt push down* et de *management fees* à même de rétablir le levier fiscal.

Il faudra alors satisfaire aux conditions d'exonération prévues par le droit français, notamment concernant la détention des titres pendant 8 ans pour éviter l'imposition des plus-values.

¹⁹⁴ Article 238 A du CGI

Conclusion

Si l'OBO est un montage d'ingénierie juridique et financière, fondé sur l'idée, surprenante d'un point de vue économique, d'un rachat à soi-même, sa vocation n'en demeure pas moins patrimoniale, voire industrielle¹⁹⁵ avant d'être purement financière.

Ceci rend donc une dimension concrète à une opération dont on pourrait penser qu'elle ne constitue en soi que le paroxysme de l'hégémonie d'une finance en perpétuelle mutation sur l'économie réelle.

En effet, l'une de ses spécificités majeure réside dans le fait que le dirigeant actionnaire en est la clef de voûte.

En premier lieu, celui-ci est à l'origine de l'opération. C'est lui qui en décide la mise en place, afin de concilier ses objectifs propres que sont la constitution d'un patrimoine personnel, la conservation du contrôle de son entreprise ou la pérennité industrielle de celle-ci.

Ensuite, à la différence des autres montages financiers que l'on rencontre habituellement, c'est l'actionnaire historique qui a vocation à rester à la tête de l'entreprise. C'est donc lui qui mènera à bien l'opération, depuis son déclenchement jusqu'à l'achèvement du business plan. A ce titre, il reste donc la pierre d'angle de la réussite industrielle, qui conditionne le succès financier.

Enfin, il est l'actionnaire principal avant l'OBO, et le reste en général après celui-ci, même si des partenaires financiers entrent au capital. Aussi sera-t-il le bénéficiaire principal du montage, à chacune de ses étapes, que ce soit l'OBO originel, la cession de sortie, voire un nouveau LBO.

Quand bien même l'OBO, comme tout montage de haut de bilan, fait intervenir une pluralité d'acteurs indispensables, le dirigeant actionnaire en est l'initiateur, le réalisateur et le bénéficiaire.

Ainsi, l'Owner buy out reprend l'architecture ainsi que les principes de base du montage phare de l'ingénierie financière récente qu'est le LBO. L'émergence de l'OBO, certes encore limité à des opérations de taille moyenne, procède de l'extraordinaire développement du LBO ces dernières années et du poids croissant du secteur du Private equity dans l'économie¹⁹⁶.

Si l'on peut s'interroger sur la pérennité d'un tel modèle, on constate quoiqu'il en soit que cette technique financière est utilisée à travers l'OBO dans une perspective qui n'est pas uniquement la

¹⁹⁵ Julien Tarby - Est-on jamais mieux racheté que par soi-même? – Le Nouvel Economiste – 3 mai 2007

¹⁹⁶ Eric Le Boucher - La fin de l'histoire en économie ? – Le Monde – 8 juillet 2007

maximisation du rendement. Ceci fait donc de l'OBO un LBO quelque peu à part, dans la mesure où sa logique comme sa construction financière, juridique et fiscale sont spécifiques et par là même distinctes des autres montages à effet de levier.

Un tel montage doit donc être optimisé, afin d'en démultiplier les effets financiers et fiscaux, dans la perspective initiale de l'actionnaire.

Mais cela ne doit en aucun cas occulter le fait que la rentabilité de l'exploitation est à long terme le vecteur unique de création de richesse. En l'absence de rentabilité économique (celle de l'actif économique utilisé), aucune perspective de rentabilité financière (celle des capitaux propres) ne sera envisageable.

L'entrepreneur qui décide de mettre en place un OBO sur sa propre société doit bien comprendre qu'un tel montage est avant tout opérationnel. A ce titre, s'il permet de donner des perspectives financières fortes à l'entreprise, de lui insuffler un dynamisme nouveau et de constituer un signal positif pour ses partenaires et pour le marché en général, cela ne peut en aucun cas créer de la valeur là où il n'y en aurait pas.

Si l'OBO offre une véritable opportunité à l'équipe en place, il n'y aura de perspectives financières qu'en cas de succès opérationnel.

Confrontés à la crise de l'été 2007 portant sur les *suprimes* (prêts immobiliers américains) et sur les dettes d'acquisition des LBO, ces derniers risquent de connaître la fin de leur âge d'or, pour reprendre la formule d'Henry Kravis, précurseur de ce type de montages. Selon certains, la nouvelle finance a engendré de « l'argent facile »¹⁹⁷, face auquel la régulation naturelle par l'économie elle-même serait en retard. L'alignement de l'une sur l'autre devrait se traduire par une crise aussi inéluctable que nécessaire.

Segment très dynamique depuis deux ans, le marché de la dette des opérations à effet de levier s'est brusquement tendu au cours du mois de juillet 2007. La conséquence logique en est que les leviers financiers perdront de leur efficacité. Ainsi, selon l'investisseur en chef de l'un des principaux investisseurs obligataires internationaux, « des LBO offrant des taux de rentabilité à

¹⁹⁷ Jean-Marc Vittori – La fin de l'argent facile - Editorial – Les Echos - 26 juillet 2007

deux chiffres ne seront plus jamais rendus possibles par des financements bon marché et des « covenants » laxistes »¹⁹⁸.

Quelles que puissent être les turbulences que connaissent les marchés de la dette, l'Owner buy out demeure un montage intéressant.

Tout d'abord d'un point de vue intellectuel, son étude n'ayant pas fait l'objet des nombreux développements portant sur le LBO classique.

Ensuite dans une perspective pratique, puisqu'il répond aux attentes de nombreux entrepreneurs et permet d'utiliser les outils forgés par l'ingénierie financière dans des situations qu'elle ignorait jusqu'ici.

Ainsi, face au contexte de durcissement global des dettes de LBO, qui porte plus sur la frénésie de ces dernières années que sur le principe même du montage à effet de levier, les OBO pourraient faire montre d'une plus grande résistance pour deux raisons majeures.

Le premier atout que présente l'OBO est la pérennité de sa direction. En effet, l'un des principaux écueils expliquant l'échec des LBO réside dans le mauvais choix du dirigeant lors de la reprise, risque exclu en l'espèce. « La principale source de création de valeur (des LBO) est l'imagination et l'énergie des entrepreneurs, et non une utilisation habile, voire parfois excessive, de l'effet de levier », selon Dominique Sénéquier, présidente de Axa PE¹⁹⁹.

Le second avantage de l'OBO est qu'il est moins exposé au risque de sous-capitalisation initiale, le capital de la holding étant constitué des titres apportés par le dirigeant historique. Il permet donc d'éviter les montages soumis à une tension extrême du fait du poids excessif de la dette d'acquisition.

Aussi, l'objectif de l'OBO ne résidant pas uniquement dans la maximisation du TRI de l'opération, les autres logiques qu'il suppose demeureront alors même que le coût du financement augmentera. En revanche, la mise en place d'un OBO ne présentant pas de caractère indispensable pour un dirigeant, certains dirigeants y renonceront probablement dans le cas où le niveau des taux deviendrait prohibitif.

¹⁹⁸ Bill Gross – Chief Investor Pimco, cité par François Vidal - Les fonds LBO et leurs banques victimes à leur tour de la crise du « subprime » - Les Echos - 26 juillet 2007

¹⁹⁹ Dominique Sénéquier - Le capital-investissement sert l'Europe industrielle – La Tribune - 15 mai 2007

Si l'on considère que la crise actuelle sonne le glas de la frénésie des LBO au financement aisé, alors l'optimisation des montages, et plus particulièrement des OBO, montages non indispensables, nous l'avons dit, n'en devient que plus nécessaire. Concernant les LBO, dans ce contexte, un rééquilibrage entre les 3 leviers, au détriment de levier financier peut être nécessaire. En ce qui est de l'OBO, trois aspects propres doivent être distingués en vue d'optimiser l'opération.

Tout d'abord, la construction d'un OBO efficace passera par la constitution d'un tour de table optimal. C'est en effet l'un des aspects majeurs de cette opération qui vise à faire entrer au capital les différentes parties prenantes à l'entreprise. Le dirigeant devra avant tout y faire entrer ses successeurs potentiels, familiaux notamment, mais aussi ses cadres principaux ainsi que les partenaires financiers nécessaires à la réalisation de l'opération et à l'expansion de l'entreprise. La présence au tour de table de partenaires complémentaires est la variable clef qui déterminera l'efficacité financière de l'opération et la pérennité industrielle de l'entreprise.

Le second aspect déterminant réside dans l'utilisation idoine des actifs de la cible en vue d'alléger le financement de l'opération. La trésorerie excédentaire doit faire l'objet d'une attention toute particulière sachant que sa valeur dans le montage est supérieure à sa valeur de distribution sous forme de dividendes, mais que son utilisation doit être particulièrement prudente.

Enfin, d'un point de vue fiscal, des alternatives à l'application de l'amendement Charasse doivent être recherchées. En effet, en cette période de forte hausse des taux de financement des LBO, renoncer au levier fiscal semble insensé. Aussi, les solutions que sont les mécanismes de *debt push down* ou de *management fees* payés à la holding, couplées à une localisation avisée de la holding permettent de maximiser l'efficacité du montage.

Si l'OBO désigne sous un vocable nouveau un type de montage qui existait déjà auparavant, il n'en recouvre pas moins une pluralité de situation, le concept de rachat à soi-même recouvrant une grande diversité de niveaux de contrôle et d'architectures financières.

Aussi, si l'optimisation de tout Owner Buy Out ne peut faire l'économie des éléments cités ci-dessus, les objectifs propres à chaque opération feront germer des facteurs d'optimisation supplémentaires ou une redéfinition du poids de chacun d'eux.

L'avenir de ce type de montage est donc conditionné, pour ce qui est de son développement, à la capacité de l'économie internationale à surmonter la crise de 2007, et pour ce qui est de son principe, à l'éventuelle émergence d'une technique d'ingénierie financière répondant de manière plus efficace à ses objectifs.

Annexes

Annexe 1. Enquête sur les entreprises familiales

Annexe 2. Evolution des investissements dans le Private Equity en France

Annexe 3. Multiples et rentabilité du Private Equity

Annexe 4. Sortie des LBO en France en 2006

Annexe 5. Poids du Capital Investissement en Europe

Annexe 6. Evolution des taux et de l'endettement

Annexe 7. Classement des principaux acteurs du Capital Investissement en France en 2007

Annexe 8. Article 223 B du Code Général des Impôts (Amendement Charasse)

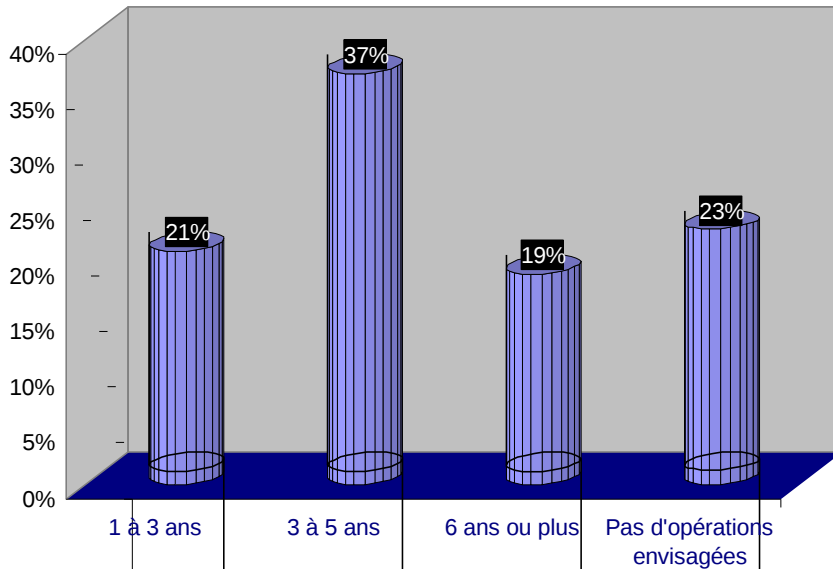
Annexe 9. Article 82 de la Loi de Finance rectificative pour 2006

Annexe 10. Article L225-216 du Code de Commerce

Annexe 11. Tableau comparatif des dispositifs d'exonération d'imposition des plus-values professionnelles applicables au cédant

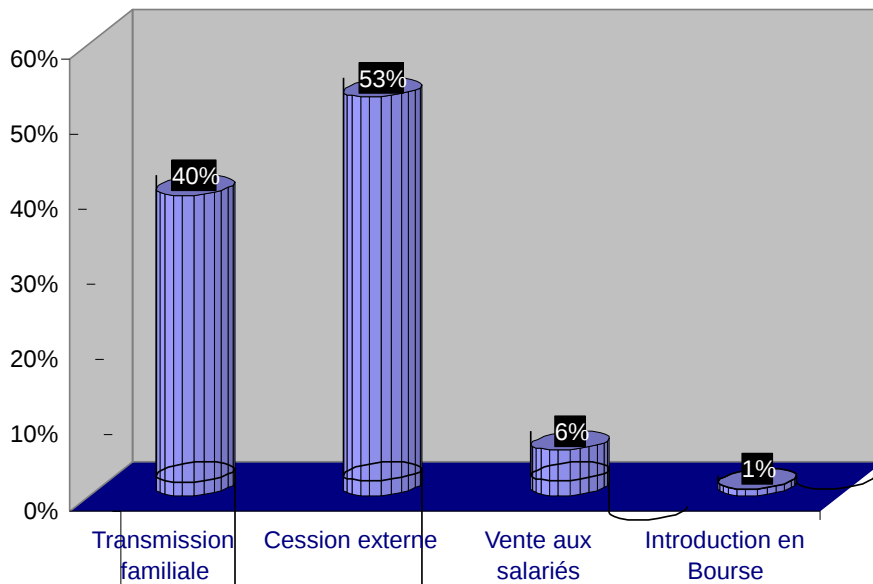
Annexe 1. Enquête sur les entreprises familiales

Anticipations dans le changement de la structure du capital



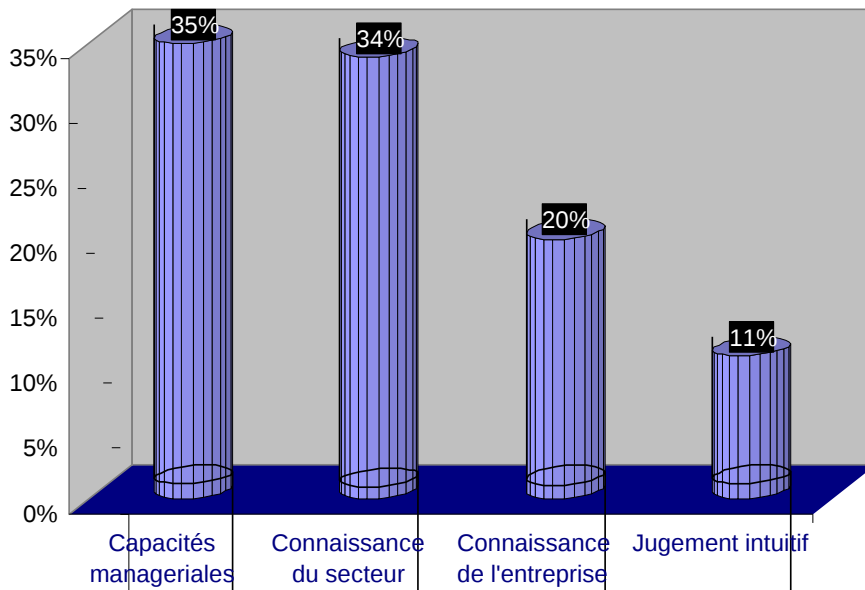
Source : enquête sur les entreprises familiales françaises PWC 2006

Opérations envisagées



Source : Enquête sur les entreprises familiales françaises PWC 2006

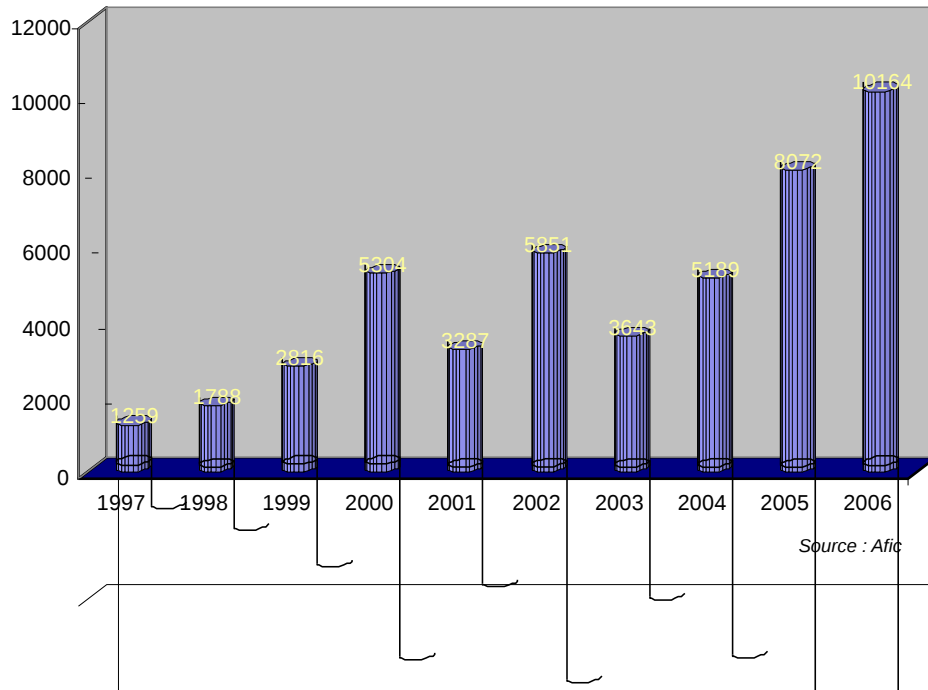
Critères de choix du successeur



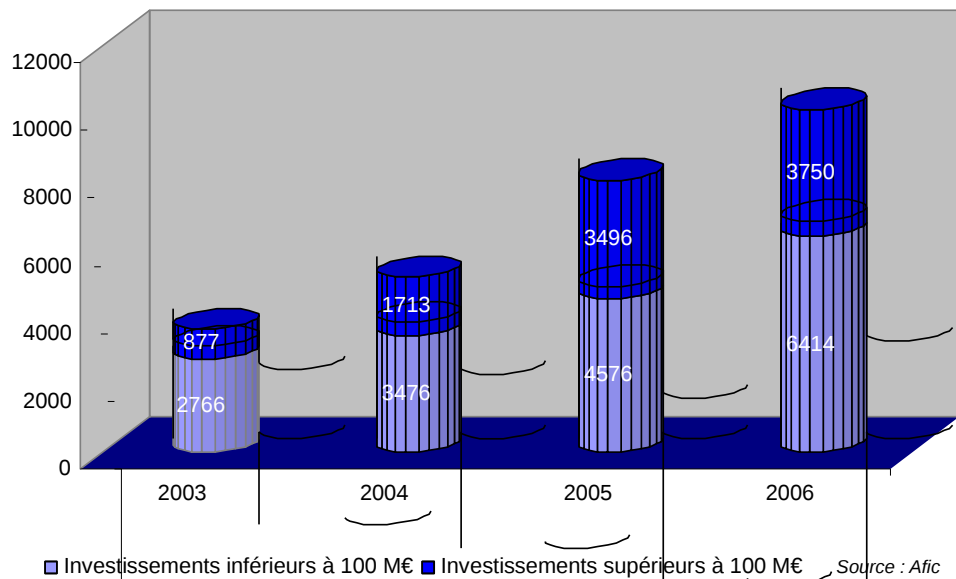
Source : Enquête sur les entreprises familiales françaises PWC 2006

Annexe 2. Evolution des investissements dans le Private Equity en France

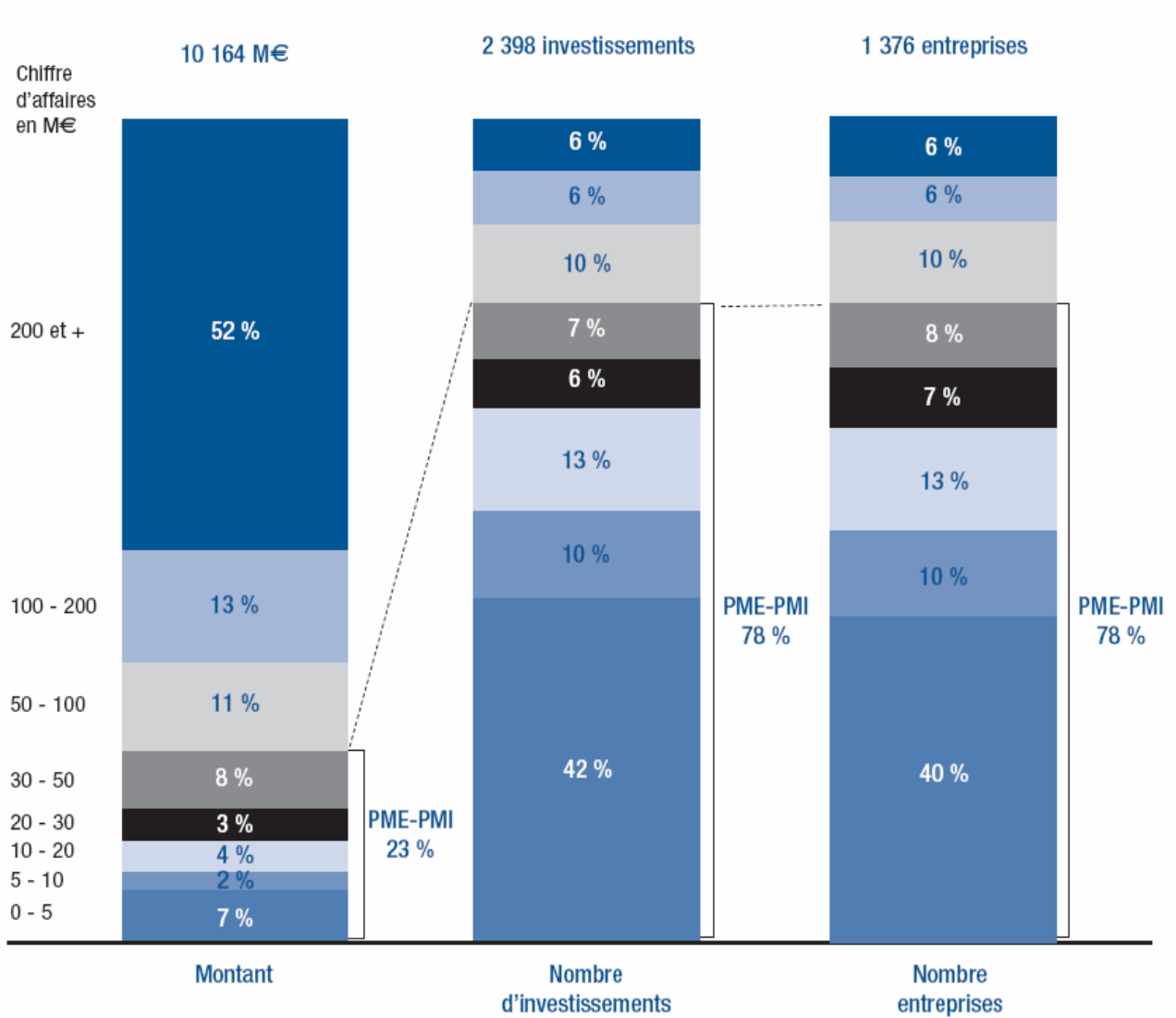
Evolution des investissements (M€)



Répartition des investissements selon la taille (M€)



Investissements réalisés par des fonds en France, en valeur et en nombre



Source : AFIC/PwC

Investissements historiques réalisés par des fonds en France

Historique du nombre d'investissements				
	2003	2004	2005	2006
0 à 5	879	909	1 048	1 003
5 à 10	219	227	215	243
10 à 20	163	149	190	316
20 à 30	102	108	132	131
30 à 50	95	147	148	173
50 à 100	119	121	131	233
100 à 200	53	72	92	154
200 et +	119	79	116	145
Total	1 749	1 812	2 072	2 398

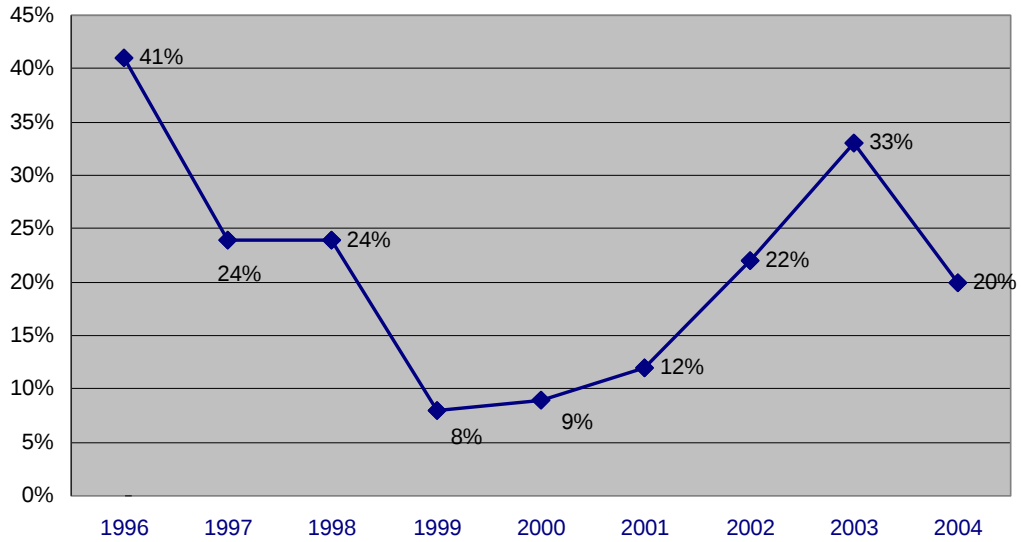
Source : AFIC 2006

Historique des montants investis				
M€	2003	2004	2005	2006
0 à 5	468 635	606 749	989 410	683 524
5 à 10	133 667	157 128	196 019	202 212
10 à 20	154 452	166 373	297 449	371 738
20 à 30	147 917	221 721	579 132	343 398
30 à 50	267 077	328 867	584 662	772 318
50 à 100	493 521	556 761	984 178	1 109 798
100 à 200	312 520	366 838	828 638	1 373 381
200 et +	1 664 799	2 784 782	3 612 202	5 307 828
Total	3 642 588	5 189 219	8 072 231	10 164 197

Source : AFIC 2006

Annexe 3. Multiples et rentabilité du Private Equity

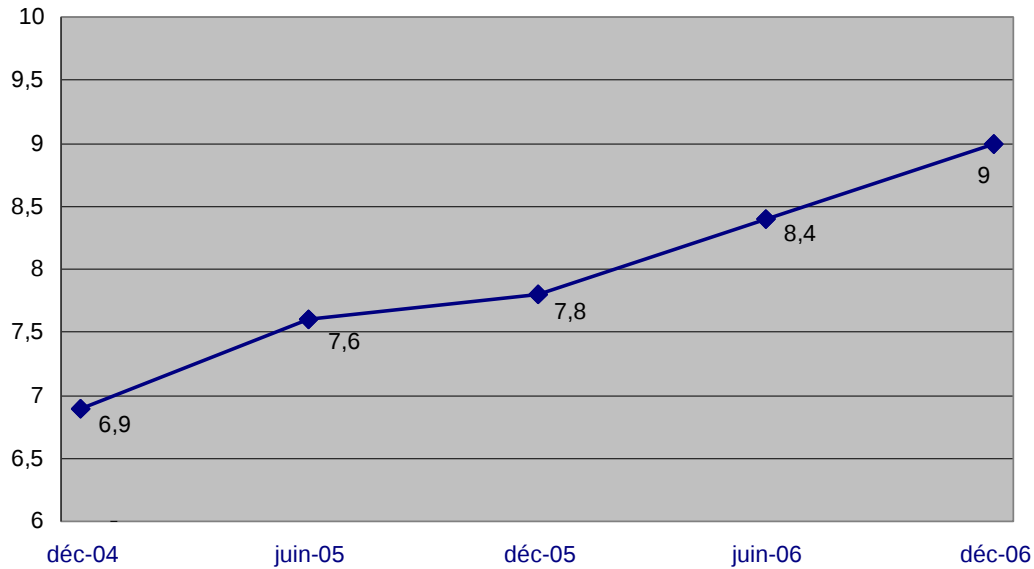
Taux de Retour sur Investissement



TRI mesuré en 2005 des investissements réalisés ou refinancés depuis 1996

Source : AFIC

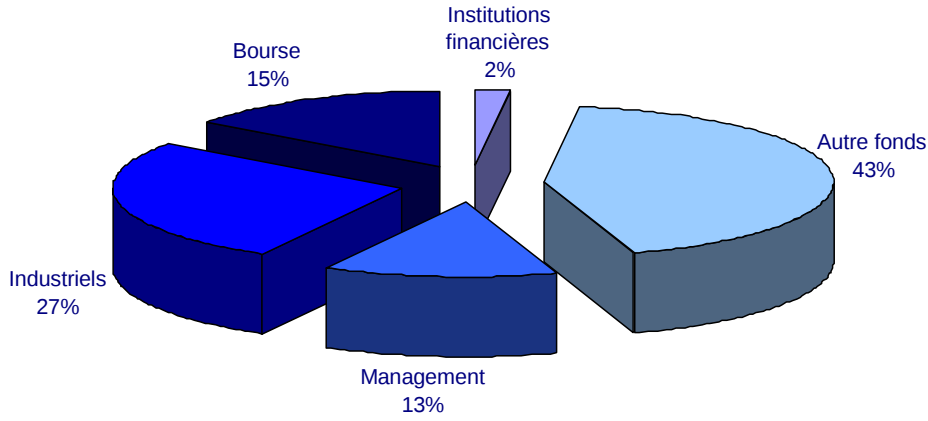
Multiple d'EBITDA



Source : Argos Soditic

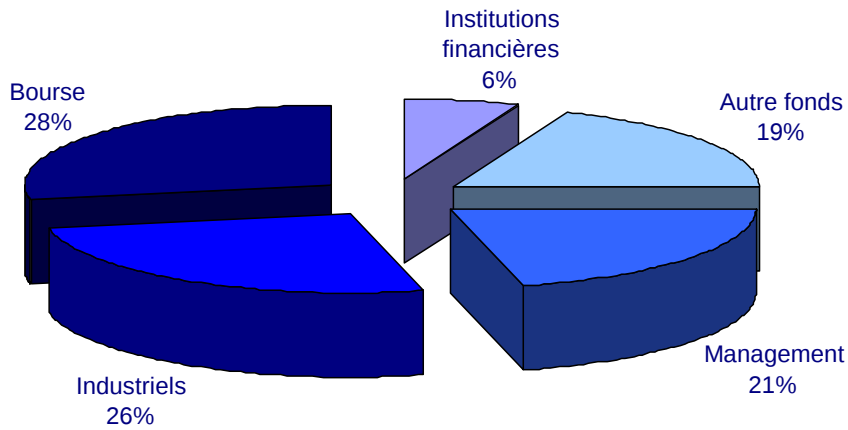
Annexe 4. Sortie des LBO en France en 2006

Sorties des LBO en 2006 (M€)



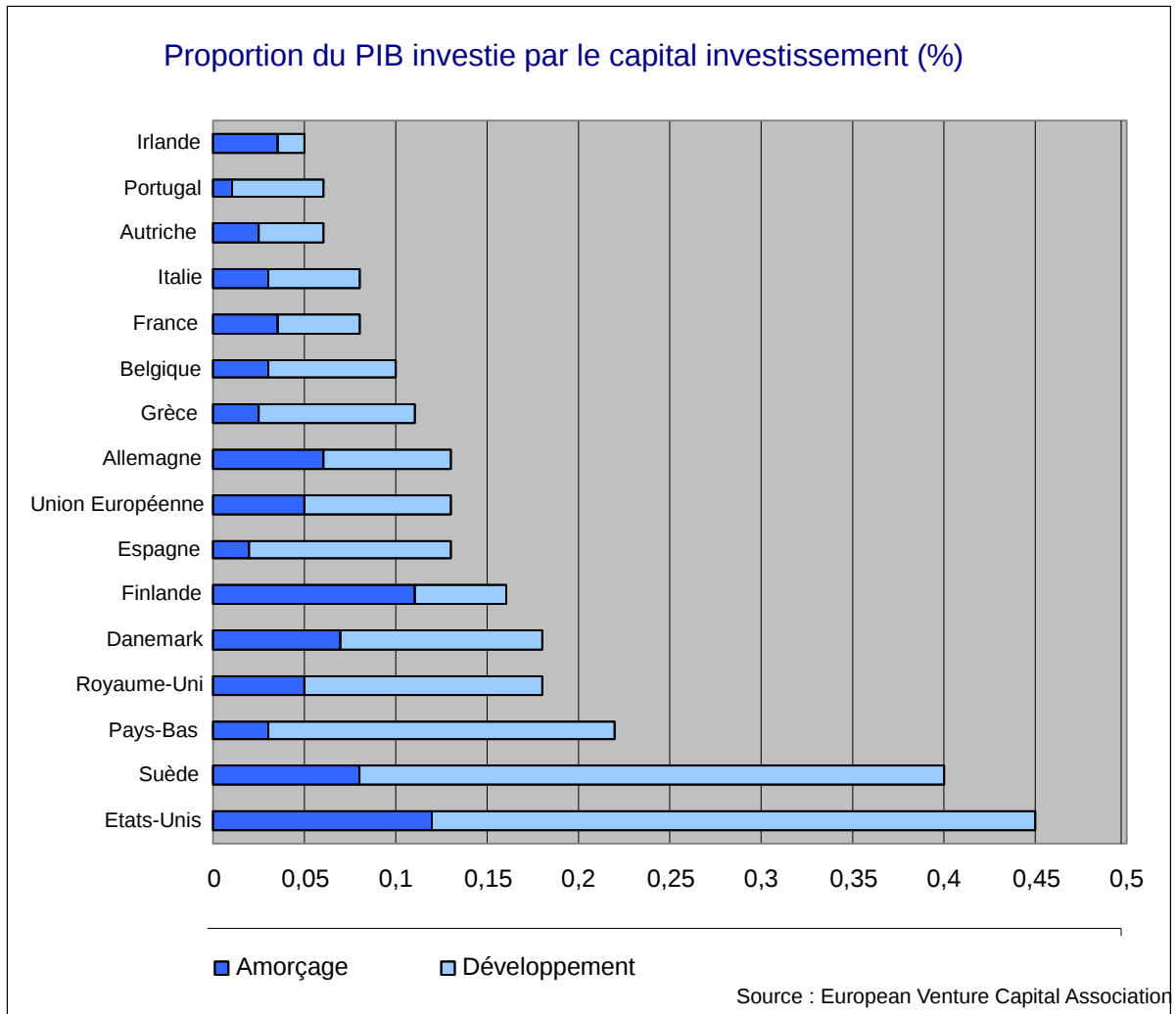
Source : Afic

Sorties des LBO en 2006 (Nombre)



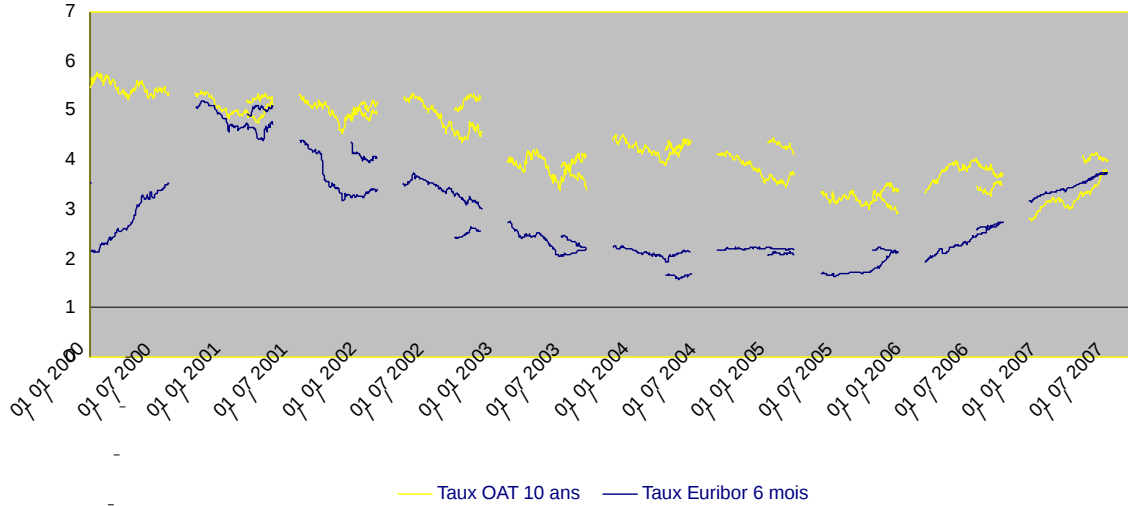
Source : Afic

Annexe 5. Poids du Capital Investissement en Europe



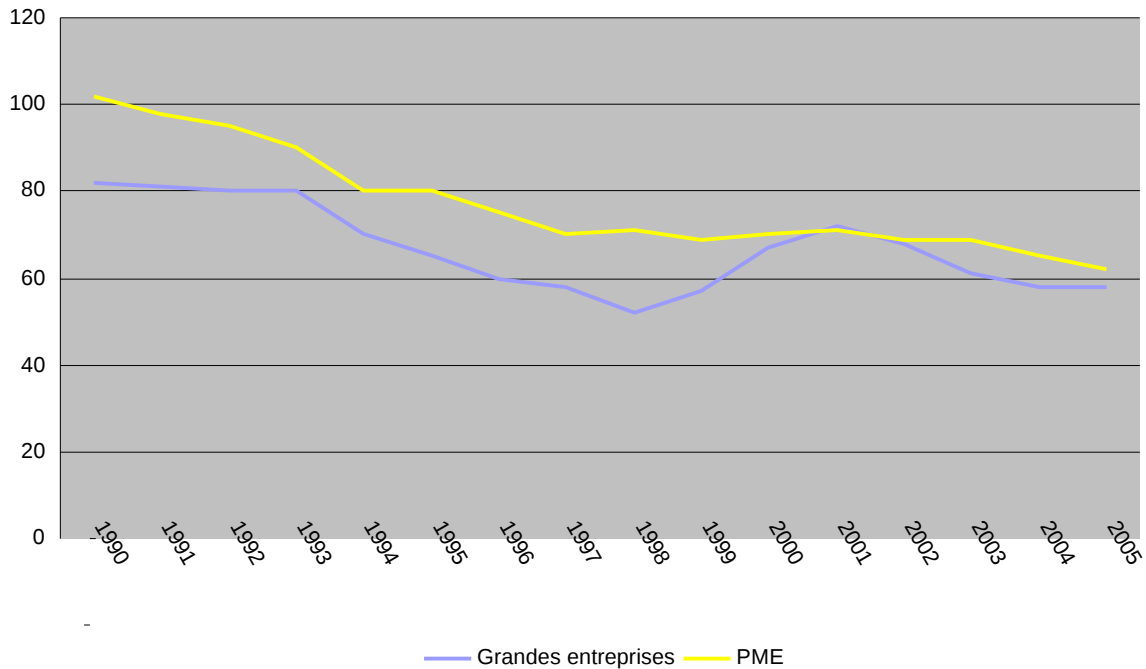
Annexe 6. Evolution des taux et de l'endettement

Taux de base - Financement de LBO



Source : DataStream

Taux d'endettement des entreprises françaises (%)



Source : Ministère des Finances et de l'Economie

Annexe 7. Classement des principaux acteurs du Capital Investissement en France en 2007

Classement par nombre d'opérations			
Rang	Fonds d'investissement	Valeur	Nb. Deals
1	Barclays Private Equity Limited	5 000	37
2	AXA Private Equity	10 379	36
3	3i Group plc	1 910	31
4	Natixis S A	1 262	23
5	LBO France	5 743	20
6	CDC Equity Capital	1 969	20
7	Apax Partners	3 555	19
8	Eurazeo SA	9 688	14
9	Sagard Private Equity Partners	6 478	14
10	Banexi Capital Partenaires	1 255	14
11	ABN Amro Capital	867	14
12	21 Investimenti SpA	344	14
13	BNP Paribas Developpement	126	14
14	Astorg Partners	3 090	13
15	Bridgepoint Capital Limited	2 535	13
16	AtriA Capital Partenaires	666	13
17	Perfectis Private Equity	167	13
18	Edmond de Rothschild Investment Partners	232	12
19	Credit Agricole Private Equity	1 951	11
20	Siparex Croissance SC A	64	11
21	Charterhouse Capital Partners LLP	10 479	10
22	Chequers Capital Partners S A	1 987	10
23	Activa Capital	0	10
24	MBO Partenaires	0	9
25	PAI Partners	11 644	8
26	The Carlyle Group LLC	1 335	8
27	Fonds Partenaires Gestion (FPG)	893	8
28	Natexis Private Equity	177	8
29	Institut de Participation de l'Ouest (IPO)	15	8
30	GS Capital Partners	9 854	7
31	Cinven Ltd	4 939	7
32	Wendel Investissement	4 402	7
33	Pragma Capital	1 647	7
34	Butler Capital Partners	622	7
35	Ciclad	212	7
36	Argos Soditic S A	107	7
37	Quartus	80	7
38	Initiative et Finance	6	7
39	Intermediate Capital Group (ICG)	1 834	6
40	Duke Street Capital	808	6

Source : MergerMarket

Classement par montant total

Rang	Fonds d'investissement	Valeur	Nb. Deals
1	PAI Partners	11 644	8
2	Charterhouse Capital Partners LLP	10 479	10
3	AXA Private Equity	10 379	36
4	GS Capital Partners	9 854	7
5	Eurazeo SA	9 688	14
6	Caisse des Depots et Consignations (CDC)	6 648	4
7	Sagard Private Equity Partners	6 478	14
8	Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR)	6 098	4
9	LBO France	5 743	20
10	Barclays Private Equity Limited	5 000	37
11	Cinven Ltd	4 939	7
12	Wendel Investissement	4 402	7
13	TPG LLP	4 370	3
14	Starwood Capital Group LLC	4 076	4
15	Apax Partners	3 555	19
16	Astorg Partners	3 090	13
17	Cognetas LLP	2 810	5
18	Rhone Capital LLC	2 535	13
19	BC Partners Ltd.	2 436	3
20	Blackstone Group Holdings LLC	1 999	4
21	Chequers Capital Partners S A	1 987	10
22	CDC Equity Capital	1 969	20
23	Credit Agricole Private Equity	1 951	11
24	3i Group plc	1 910	31
25	Lion Capital	1 850	2
26	Intermediate Capital Group (ICG)	1 834	6
27	CVC Capital Partners Limited	1 800	4
28	Vestar Capital Partners	1 680	2
29	Pragma Capital	1 647	7
30	Rhone Capital LLC	1 350	1
31	WestLB AG (formerly Westdeutsche Landesbank (We s	1 350	1
32	The Carlyle Group LLC	1 335	8
33	Natixis SA	1 262	23
34	Banexi Capital Partenaires	1 255	14
35	Investcorp S A	1 228	4
36	AlpInvest Partners NV	1 150	3
37	Advent International Corporation	1 090	5
38	Spectrum Equity Investors LP	1 070	1
39	Bain Capital LLC	1 067	2
40	Montagu Private Equity LLP	962	4

Source : MergerMarket

Annexe 8. Article 223 B du Code Général des Impôts (Amendement Charasse)

Article 223 B

(Loi n° 87-1060 du 30 décembre 1987 art. 68 a finances pour 1988 Journal Officiel du 31 décembre 1987)

(Loi n° 88-1193 du 29 décembre 1988 art. 13 finances rectificative pour 1988 Journal Officiel du 30 décembre 1988)

(Loi n° 91-1322 du 30 décembre 1991 art. 98 I 1 4, IV 1 2, V 1, VI finances pour 1992 Journal Officiel du 31 décembre 1991)

(Loi n° 92-1376 du 30 décembre 1992 art. 104 I III finances pour 1993 Journal Officiel du 31 décembre 1992)

(Loi n° 94-1163 du 29 décembre 1994 art. 42, art. 43 I III finances rectificative pour 1994 Journal Officiel du 30 décembre 1994)

(Loi n° 91-1322 du 30 décembre 1991 art. 98 I 1 V VI finances pour 1992, Journal Officiel du 31 décembre 1991)

(Loi n° 96-314 du 12 avril 1996 art. 13 II 2, III Journal Officiel du 13 avril 1996)

(Loi n° 97-1269 du 30 décembre 1997 art. 6 I finances pour 1998 Journal Officiel du 31 décembre 1997)

(Loi n° 98-1266 du 30 décembre 1998 art. 43 II finances pour 1999 Journal Officiel du 31 décembre 1998)

(Loi n° 99-1173 du 30 décembre 1999 art. 28 finances rectificative pour 1999 Journal Officiel du 31 décembre 1999)

(Décret n° 2002-923 du 6 juin 2002 art. 4 Journal Officiel du 8 juin 2002)

(Loi n° 2005-1719 du 30 décembre 2005 art. 112 I, art. 113 IV finances pour 2006 Journal Officiel du 31 décembre 2005)

(Loi n° 2005-1720 du 30 décembre 2005 art. 40 finances rectificative pour 2005 Journal Officiel du 31 décembre 2005)

(Loi n° 2006-1771 du 30 décembre 2006 art. 82 II, art. 88 VI finances rectificative pour 2006 Journal Officiel du 31 décembre 2006)

(Décret n° 2007-484 du 30 mars 2007 art. 1 Journal Officiel du 31 mars 2007)

Le résultat d'ensemble est déterminé par la société mère en faisant la somme algébrique des résultats de chacune des sociétés du groupe, déterminés dans les conditions de droit commun ou selon les modalités prévues à l'article 217 bis.

En ce qui concerne la détermination des résultats des exercices ouverts avant le 1er janvier 1993, ou clos à compter du 31 décembre 1998, le résultat d'ensemble est diminué de la quote-part de frais et charges comprise dans ses résultats par une société du groupe à raison de sa participation dans une autre société du groupe à l'exception de la quote-part relative aux dividendes versés au cours du premier exercice d'appartenance au groupe de la société distributrice.

Pour la détermination du résultat des exercices ouverts à compter du 1er janvier 1995, les dividendes reçus par une société du groupe à raison de sa participation dans une autre société du groupe sont retranchés du résultat d'ensemble s'ils n'ouvrent pas droit à l'application du régime mentionné au 1 de l'article 145.

Il est majoré du montant des dotations complémentaires aux provisions constituées par une société après son entrée dans le groupe, à raison des créances qu'elle détient sur d'autres sociétés du groupe ou des risques qu'elle encourt du fait de telles sociétés. En cas de cession d'un élément d'actif entre sociétés du groupe, les dotations aux provisions pour dépréciation de cet élément d'actif effectuées postérieurement à la cession sont rapportées au résultat d'ensemble, à hauteur de l'excédent des plus-values ou profits sur les moins-values ou pertes afférent à ce même élément, qui n'a pas été pris en compte, en application du premier alinéa de l'article 223 F, pour le calcul du résultat ou de la plus ou moins-value nette à long terme d'ensemble du groupe. Lorsqu'en application du troisième alinéa de l'article 223 F, la société mère comprend dans le résultat d'ensemble le résultat ou la plus ou moins-value non pris en compte lors de sa réalisation, la fraction de la provision qui n'a pas été déduite en application de la deuxième phrase du présent alinéa, ni rapportée en application du seizième alinéa du 5° du 1 de l'article 39, est retranchée du résultat d'ensemble. Celui-ci est également minoré du montant des provisions rapportées en application du seizième alinéa du 5° du 1 de l'article 39 qui correspondent aux dotations complémentaires non retenues en application du premier alinéa si les sociétés citées aux deux premières phrases de cet alinéa membres du groupe ou, s'agissant des provisions mentionnées à la première phrase, d'un même groupe créé ou élargi dans les conditions prévues aux c, d, e ou f du 6 de l'article 223 L au titre de l'exercice au cours duquel ces provisions sont rapportées ;

Le montant des jetons de présence et tantièmes distribués par les sociétés filiales du groupe est ajouté au résultat d'ensemble.

L'abandon de créance ou la subvention directe ou indirecte consenti entre des sociétés du groupe n'est pas pris en compte pour la détermination du résultat d'ensemble. Toutefois, le montant de l'abandon de créance non retenu pour la détermination du résultat d'ensemble ne peut excéder la valeur d'inscription de la créance à l'actif du bilan de la société qui consent l'abandon. La société mère est tenue de joindre à la déclaration du résultat d'ensemble de chaque exercice un état des abandons de créances ou subventions consentis à compter du 1er janvier 1992. Un décret fixe le contenu de ces obligations déclaratives.

Lorsqu'une société a acheté, après le 1er janvier 1988, les titres d'une société qui devient membre du même groupe aux personnes qui la contrôlent, directement ou indirectement, ou à des sociétés que ces personnes contrôlent, directement ou indirectement, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, les charges financières déduites pour la détermination du résultat d'ensemble sont rapportées à ce résultat pour une fraction égale au rapport du prix d'acquisition de ces titres à la somme du montant moyen des dettes, de chaque exercice, des entreprises membres du groupe. Le prix d'acquisition à retenir est réduit du montant des fonds apportés à la société cessionnaire lors d'une augmentation du capital réalisée simultanément à l'acquisition des titres à condition que ces fonds soient apportés à la société cessionnaire par une personne autre qu'une société membre du groupe ou, s'ils sont apportés par une société du groupe, qu'ils ne proviennent pas de crédits consentis par une personne non membre de ce groupe. La réintégration s'applique pendant l'exercice d'acquisition des titres et les huit exercices suivants.

Le septième alinéa s'applique même si la société rachetée ne devient pas membre du même groupe que la société cessionnaire, dès lors que la première est absorbée par la seconde ou par une société membre ou devenant membre du même groupe que la société cessionnaire.

Les dispositions du septième alinéa ne s'appliquent pas :

- a. Si la cession est opérée entre sociétés membres du même groupe ;
- b. Au titre des exercices au cours desquels la société rachetée n'est plus membre du groupe, sous réserve que sa sortie du groupe ne résulte pas d'une fusion avec une autre société du groupe.
- c. Si les titres cédés à la société membre du groupe ont été acquis, directement ou par l'intermédiaire de l'acquisition d'une société qui contrôle, directement ou indirectement, la société rachetée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce immédiatement auparavant, auprès de personnes autres que celles mentionnées au septième alinéa, et en vue de rétrocession.
- d. au titre des exercices au cours desquels la société qui détient les titres de la société rachetée n'est plus contrôlée par les personnes visées à la première phrase du septième alinéa.

Par exception aux dispositions prévues au sixième alinéa du 1 du II de l'article 212, les intérêts non admis en déduction, en application des cinq premiers alinéas du 1 du II du même article, du résultat d'une société membre d'un groupe et retenus pour la détermination du résultat d'ensemble ne peuvent être déduits des résultats ultérieurs de cette société.

Lorsque, au titre de l'exercice, la somme des intérêts non admis en déduction chez les sociétés membres du groupe en application des cinq premiers alinéas du 1 du II de l'article 212 est supérieure à la différence entre :

1° La somme des intérêts versés par les sociétés du groupe à des sociétés liées directement ou indirectement au sens du 12 de l'article 39 n'appartenant pas au groupe, et des intérêts versés par des sociétés du groupe au titre d'exercices antérieurs à leur entrée dans le groupe et déduits sur l'exercice en vertu des dispositions du sixième alinéa du 1 du II de l'article 212 ;

2° Et une limite égale à 25 % d'une somme constituée par l'ensemble des résultats courants avant impôts de chaque société du groupe majorés, d'une part, des amortissements pris en compte pour la détermination de ces résultats, de la quote-part de loyers de crédit-bail prise en compte pour la détermination du prix de cession du bien à l'issue du contrat et des intérêts versés à des sociétés liées directement ou indirectement au sens du 12 de l'article 39 n'appartenant pas au groupe, et minorés, d'autre part, des dividendes perçus d'une autre société du groupe, l'excédent correspondant est déduit du résultat d'ensemble de cet exercice, cette déduction ne pouvant être supérieure à la somme des intérêts non admis en déduction mentionnée au quinzième alinéa.

Les intérêts non déductibles immédiatement du résultat d'ensemble sont déductibles au titre de l'exercice suivant, puis le cas échéant au titre des exercices postérieurs, sous déduction d'une décote de 5 % appliquée au titre de chacun de ces exercices, à concurrence de la différence, calculée pour chacun des exercices de déduction, entre la limite prévue au 2^o et la somme des intérêts mentionnée au 1^o majorée des intérêts déduits immédiatement en application du dix-huitième alinéa.

Annexe 9. Article 82 de la Loi de Finance rectificative pour 2006

31 décembre 2006

JOURNAL OFFICIEL DE LA RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

Texte 2 sur 175

LOIS

LOI n° 2006-1771 du 30 décembre 2006 de finances rectificative pour 2006 (1)

NOR: ECOX0600190L

L'Assemblée nationale et le Sénat ont adopté,
Le Président de la République promulgue la loi dont la teneur suit :

PREMIÈRE PARTIE CONDITIONS GÉNÉRALES DE L'ÉQUILIBRE FINANCIER

Article 82

I. – Le deuxième alinéa de l'article 223 A du code général des impôts est ainsi rédigé :

« Pour le calcul du taux de détention du capital, il est fait abstraction, dans la limite de 10 % du capital de la société, des titres émis dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 à L. 225-184, L. 225-197-1 à L. 225-197-5 du code de commerce et L. 443-5 du code du travail ainsi que des titres attribués, après rachat, dans les mêmes conditions, par une société à ses salariés non mandataires. Ce mode particulier de calcul ne s'applique plus à compter de l'exercice au cours duquel le détenteur des titres émis ou attribués dans les conditions qui précèdent cède ses titres ou cesse toute fonction dans la société. Toutefois, si la cession des titres ou la cessation de fonction a pour effet de réduire, au cours d'un exercice, à moins de 95 % la participation dans le capital d'une société filiale, ce capital est néanmoins réputé avoir été détenu selon les modalités fixées au premier ou au deuxième alinéa si le pourcentage de 95 % est à nouveau atteint à l'expiration du délai prévu au deuxième alinéa du 1 de l'article 223 du présent code pour le dépôt de la déclaration de résultat de l'exercice. Si la cessation de fonction intervient au cours de la période de conservation prévue à la troisième phrase du deuxième alinéa du I de l'article L. 225-197-1 du code de commerce, il continue à être fait abstraction des actions dont la conservation est requise dans les conditions qui précèdent, jusqu'à l'expiration de la période précitée. »

II. – A. – L'article 223 B du même code est ainsi modifié :

1° Dans la première phrase du septième alinéa, les mots : « par les sociétés membres du groupe sont rapportées au résultat d'ensemble » sont remplacés par les mots : « pour la détermination du résultat d'ensemble sont rapportées à ce résultat » ;

2° Dans la dernière phrase du septième alinéa, le mot : « quatorze » est remplacé par le mot : « huit » ;

3° Après le septième alinéa, il est inséré un alinéa ainsi rédigé :

« L'alinéa précédent s'applique même si la société rachetée ne devient pas membre du même groupe que la société cessionnaire, dès lors que la première est absorbée par la seconde ou par une société membre ou devenant membre du même groupe que la société cessionnaire. » ;

4° Dans le c, après les mots : « ont été acquis », sont insérés les mots : « , directement ou par l'intermédiaire de l'acquisition d'une société qui contrôle, directement ou indirectement, la société rachetée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce » ;

5° Dans le dix-septième alinéa, le mot : « treizième » est remplacé par le mot : « quinzième » ;

6° Dans le dix-huitième alinéa, le mot : « seizième » est remplacé par le mot : « dix-huitième ».

Annexe 10. Article L225-216 du Code de Commerce

Article L225-216

(Loi n° 2001-152 du 19 février 2001 art. 29 3° Journal Officiel du 20 février 2001)

(Ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 art. 51 IX Journal Officiel du 26 juin 2004)

Une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers.

Les dispositions du présent article ne s'appliquent ni aux opérations courantes des entreprises de crédit ni aux opérations effectuées en vue de l'acquisition par les salariés d'actions de la société, d'une de ses filiales ou d'une société comprise dans le champ d'un plan d'épargne de groupe prévu à l'article L. 444-3 du code du travail.

Annexe 11. Tableau comparatif des dispositifs d'exonération d'imposition des plus-values professionnelles applicables au cédant

	Exonération pour les petites entreprises (article 151 septies du CGI)	Exonération en fonction de la valeur des éléments cédés (article 238 quinquies du CGI)	Exonération en cas de départ à la retraite (article 151 septies A du CGI)	Exonération de plus-value immobilière (article 151 septies B du CGI)	Exonération en cas de cession des valeurs mobilières pour départ (article 150- O D ter du CGI)
Entreprises concernées	Entreprises et sociétés soumises à l'IR, quel que soit leur régime d'imposition	- Entreprises et sociétés soumises à l'IR - Sociétés soumises à l'IS employant moins de 250 salariés, réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 50 M€ ou un total de bilan inférieur à 43 M€ et non détenues pour 25 % ou plus par des - Associations soumises à l'IS Quel que soit leur régime d'imposition	Entreprises et sociétés soumises à l'IR employant moins de 250 salariés, réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 50 M€ ou un total de bilan inférieur à 43 M€ et non détenues pour 25 % ou plus Quel que soit leur régime d'imposition	Entreprises et sociétés soumises à l'IR, quel que soit leur régime d'imposition	Sociétés soumises à l'IS employant moins de 250 salariés, réalisant un chiffre d'affaires inférieur à 50 M€ ou un total de bilan inférieur à 43 M€ et non détenues pour 25 % ou plus par des entreprises ne Quel que soit leur régime d'imposition
Nature de	Toutes activités	Toutes activités	Toutes activités	Toutes activités	Toutes activités
Mode de transmission	Cession à titre onéreux ou gratuit	Cession à titre onéreux ou gratuit	Cession à titre onéreux	Cession à titre onéreux ou gratuit	Cession à titre onéreux réalisée entre le 1 ^{er} janvier 2006 et le 31 décembre 2013
Biens cédés	Tout bien appartenant à l'entreprise individuelle ou parts sociales de sociétés de personnes <i>Sont exclus les terrains à bâtir.</i>	- branche complète d'activité- - intégralité des droits sociaux d'un associé d'une société de personnes - biens appartenant à l'entreprise individuelle <i>Sont exclus les biens immobiliers bâtis ou non bâtis, et les droits ou parts de sociétés dont l'actif est principalement constitué de ces mêmes biens.</i>	biens appartenant à l'entreprise individuelle - intégralité des droits sociaux d'un associé d'une société de personnes <i>Sont exclus les biens immobiliers bâtis ou non bâtis, et les droits ou parts de sociétés dont l'actif est principalement constitué de ces mêmes biens.</i>	- biens immobiliers bâtis ou non bâtis et affectés à l'activité, - droits ou parts de sociétés dont l'actif est principalement constitué de ces mêmes biens, - droits afférent à un crédit-bail immobilier. <i>Sont exclus les terrains à bâtir.</i>	Droits sociaux de sociétés soumises à l'IS souscrits avant le 1 ^{er} janvier 2006 et cédés par le cédant : - dans leur intégralité, - ou s'il détient plus de 50 % de droits de vote, pour plus de 50 % de droits de vote, - ou en cas de seule détention de l'usufruit, pour plus de 50 % des droits dans les bénéfices de l'entreprise.

Source : Agence pour la Création d'entreprises

L'optimisation financière et fiscale d'un LBO particulier : l'Owner Buy Out

Conditions d'application	<ul style="list-style-type: none"> - activité exercée depuis au moins 5 ans avant la cession, - participation personnelle et continue de l'entrepreneur individuel ou de l'associé de la société de personnes à l'activité, 	<ul style="list-style-type: none"> - Absence de lien de dépendance entre le cédant et le cessionnaire pendant les 3 années suivant la cession à titre onéreux - activité exercée depuis au moins 5 ans avant la cession - exonération possible en cas de location-gérance sous certaines conditions 	<ul style="list-style-type: none"> - activité exercée depuis au moins 5 ans avant la cession, - Cessation de l'activité du cédant dans l'année suivant ou précédant la cession et la liquidation de ses droits à la retraite. - Détention du cédant dans la société cessionnaire limitée à 50 % des droits sociaux pendant les 3 ans qui suivent l'opération - Exonération possible en cas de location-gérance sous certaines conditions 	<ul style="list-style-type: none"> - Ne concerne que les plus-values à long terme 	<ul style="list-style-type: none"> - avoir exercé une fonction de direction pendant 5 ans au moins de manière continue dans la société sauf cas particulier, - avoir reçu à ce titre une rémunération normale représentant plus de la moitié de ses revenus professionnels, - avoir détenu directement ou indirectement au moins 25 % du capital social de la société (seul ou avec son cercle familial) pendant 5 ans au moins et de manière continue, - cesser son activité dans l'année qui suit la cession ou dans l'année qui la précède, pour partir à la retraite
Modalités d'exonération	<p>Exonération totale si recettes (1) de l'entreprise cédée inférieures à :</p> <ul style="list-style-type: none"> - 250 000 €, pour les activités d'achat-revente ou fournitures de logement - 90 000 € pour les prestataires de services <p>Exonération partielle si Recettes (1) de l'entreprise cédée comprises entre :</p> <ul style="list-style-type: none"> - 250 000 et 350 000 € pour les activités d'achat-revente ou fournitures de logement - 90 000 et 126 000 € pour les prestataires de services 	<p>Exonération totale si valeur vénale des biens transmis inférieure à 300 000 €.</p> <p>Exonération partielle si valeur vénale des biens transmis comprise entre 300 000 et 500 000 €.</p>	<p>Exonération totale de la plus-value professionnelle réalisée, à l'exception des prélèvements sociaux en cas de plus-value à long terme</p>	<p>Abattement appliqué sur le montant de la plus-value professionnelle réalisée et égal à 10 % par année de détention du bien immobilier au-delà de la 5^{ème}.</p> <p>Æ plus-value totalement exonérée d'impôt sur le revenu après 15 ans de détention</p>	<p>Abattement appliqué sur le montant de la plus-value égal à 1/3 par année de détention au-delà de la cinquième année.</p> <p>Æ plus-value totalement exonérée après 8 ans de détention des droits sociaux</p>
Le cas échéant, montant de l'exonération partielle	<p>Plus-value exonérée à hauteur de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Pour les activités d'achat-revente ou fournitures de logement: plus-value réalisée x [(350 000 - recettes) / 100 000] - Pour des prestations de services, plus-value réalisée x [(126 000 - recettes) / 36 000] 	<p>Plus-value exonérée est égale à :</p> <p>plus-value réalisée x (500 000 - valeur des biens transmis) / 200 000</p>			

Bibliographie

Ouvrages

Bertrel Jean-Pierre - *Droit de l'ingénierie financière* – Litec – Paris – 1990

Bertrel Jean-Pierre et Jeantin Maurice - *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales* – Litec – Paris -1991

Boschin Nicolas – *Le guide pratique du LBO* – Edition d'organisation – Paris - 2006

Ceddaha Franck – *Fusions Acquisitions : Evaluation Négociation Structuration* – Economica - Paris – 2005

Choinel Alain – *Introduction à l'ingénierie financière* – Banque Editeur – Paris – janvier 2000

Cherif Mondher – *Ingénierie financière et private equity* – La Revue Banque Edition –Paris – 2003

Cozian Maurice - *Précis de fiscalité des entreprises* – Litec - Paris – 29^{ème} édition - 2005

Cozian Maurice, Viandier Alain et Deboissy Florence - *Droit des sociétés* - Litec - Paris – 19^{ème} édition - 2006

Druon, Delot - *La fiscalité personnelle des dirigeants d'entreprise* – LGDJ - 2003

Gensse, Pierre et Topsacalian Patrick - *Ingénierie financière* – Economica – Paris – 3^{ème} édition - 2004

Goffin, Robert - *Principes de finance moderne* – Economica – Paris – 4ème édition - 2004

Raimbourg, Philippe et Boizard, Martine - *Ingénierie financière, fiscale et juridique* - Dalloz-Sirey – Paris – 2006-2007

Vernimmen Pierre, Quiry Pascal, et Le Fur Yann - *Finance d'entreprise* - Dalloz – Paris - 2005

Villemot Dominique – *Fiscalité des Fusions Acquisitions* – Edition Formation Entreprise – Paris - 2006

Thèses et recherches

Azoulay Alexandre - ***Opportunité de la mise en oeuvre de l'ingénierie financière et fiscale dans le cadre de la transmission des entreprises non cotées***, sous la direction de Jean-Claude Casanova - Institut d'Etudes Politiques de Paris - 1997

Bonnet Sébastien – ***La volatilité implicite comme actif alternatif de gestion*** – Mémoire DESS *Ingénierie Financière* – Université de Nice-Sophia Antipolis – 2000

Couvert Mathieu - ***Les déterminants des modes de sortie des fonds de capital investissement***, sous la direction de Violaine David – Institut d'Etudes Politiques de Paris - 2003

Holtz Jean-Baptiste – ***Le LBO : un outil de transmission d'entreprises françaises, le cas de l'OBO*** – ESCP/EAP - 2006

Pham Virgine et Garcia Frédéric – ***LBO : Mode efficace de financement d'acquisition des entreprises ? Etude des mécanismes et analyses de facteurs de réussite et d'échec des opérations de financement d'acquisition d'entreprise par effet de levier*** – CNAM - 2003

Sauer Torsten – ***L'optimisation géographique des cross-border LBO : une étude juridico-financière comparative des systèmes français, allemand et luxembourgeois*** – Thèse professionnelle - HEC / ECSP-EAP - 2006

Sterlin Caroline - ***L'optimisation fiscale du LBO*** - HEC-ESCP/EAP - 2003-2004

Thibierge Christophe et Thomas Philippe – ***L'effet de levier : une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise*** – Cahier de recherche ESCP - n° 97-135

Chorivit (de), Inès - ***L'impact des opérations de LBO sur la performance des sociétés cibles***, sous la direction de Violaine David – Institut d'Etudes Politiques de Paris - 2003

Enquêtes

AFIC - ***Rapport annuel sur l'Activité du Capital Investissement en France*** – 2006

AFIC - ***Poids économique et social du Capital Investissement en France*** - 2006

AFIC - ***Rapport annuel sur la Performance du Capital Investissement en France*** - 2005

AFIC - ***Rapport annuel*** - 2006-2007

PriceWaterhouseCoopers – *Enquête sur les entreprises familiales françaises* - 2006

Secrétariat d'Etat au PME – *Rapport Chiffres clef des PME 2005*

Articles

« L'intégration fiscale, avantages, limites et inconvénients » - *Revue PME* - n°22 été 2005

Associated Press – « L'espérance de vie dépasse les 80 ans en France » – 24 mars 2005

AWP – « Les LBO pourraient dépasser 200 milliards d'euros en Europe en 2007 » (étude) - 25 juillet 2007

B Capital – « Les émissions high yield s'accommodent de différents types de subordination »

Banque Fortis – « Les petites et moyennes capitalisations vont-elles surperformer ? »

Banque Robeco – « Donation, calcul des droits »

Barbara, Emmanuelle – « Avis d'expert : Et si les LBO profitaient à tous ? » - *Capital Finance* - 13 Novembre 2006

Baverez, Nicolas – « Un été meurtrier » – *Le Point* – 9 août 2007

Bertrel, Jean-Pierre – « Ingénierie juridique : comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société ? » - *Droit & Patrimoine* n° 96 - septembre 2001

Bertrel, Jean-Pierre – « Quel capitalisme à la française ? » - *Droit & Patrimoine* - avril 1997 – pages 3-4

Betbèze, Jean-Paul et Saint-Étienne, Christian – « Une stratégie pour la France » – *Rapport du CEA* – 2005

Blignière (de), Gonzague – « Le private equity n'est pas un capitalisme sans visage » - *Capital Finance* - 28 mai 2007

Bruneau, Philippe – « Le Luxembourg sur la sellette » – *Le Monde* - 27 mai 2007

Cazenave, Frédéric – « Ces patrons qui vont passer la main... » - *La Vie Financière* – 9 avril 2004

Cempura, Eric – « L'utilisation d'une holding dans la reprise d'entreprise » - Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris

Chambers, Paul et Nonnenkamp, Samantha - « Law introducing new private wealth management vehicle in force » - *International Tax Review* – 1er juin 2007

Chevasnerie (de la), Eric – « Faire de la transmission d'entreprise un vecteur d'opportunités » – *le journal du Net* – 30 août 2006

CMS Bureau Francis Lefebvre – « L'amendement Charasse sous contrôle » – *Option Finance* – 30 avril 2007

« Des dettes toujours plus risquées pour augmenter les marges » – *La Tribune* – 6 mars 2007

Drif, Anne – « LBO : les prêteurs font du sur-mesure » – *Les Echos* - 23 mai 2005

Dumas, Anne – « Pourquoi nos PME ne grandissent pas » – *Etude de l'Institut Montaigne*

Dunand, Clémence – « Les opérations phares du LBO » - Etudes & Dossiers – *Investir Hebdo* – 24 février 2007

Dunand, Clémence – « Opérations de LBO, mode d'emploi » – *Investir Hebdo* – 10 février 2007

Duten, Emmanuelle – « Les financements de projets s'invitent de plus en plus dans les LBO » - *Capital Finance* – 19 février 2007

Duten, Emmanuelle – « Dans un LBO, l'alignement de l'intérêt social est critique » - *Capital Finance* – 25 juin 2007

Erb, Patricia – « Le micro-holding familial : un mode de transmission hors norme » – *La Tribune* – 4 mai 2007

« Exonération des plus-values mobilières des particuliers : An II » - CMS Bureau Francis Lefèvre

« Fiscalité des sociétés civiles immobilières » – Dossiers - *Les Echos*

Fitere, Anne-Laurence – « Entreprise familiale : Ces héritiers qui réussissent » - *Enjeux Les Echos* – 1^{er} juin 2007

Fitere, Anne-Laurence – « LBO : quand les PME prennent les devants » – *Enjeux Les Echos* – 1^{er} septembre 2006

Flallo, Laurent – « LBO : la dette mezzanine se substitue aux « junk bonds » » - *Les Echos* – 2 mars 2006

Flallo, Laurent – « Le capital-développement cherche à se réinventer » - *Les Echos* - 5 Octobre 2005

Frieden, Luc, ministre du Trésor du Luxembourg, - « Holdings 1929 : la longue période transitoire jusqu'à fin 2010 est dans l'intérêt de la place financière » – 19 juillet 2006 - Discours

Gatinois, Claire – « Le gouvernement pourrait durcir la fiscalité des LBO » - *Le Monde* - 11 July 2007

Gaudin, Christian – « Le financement des PME sans manichéisme » – *La Tribune* – 20 juillet 2007

Groupe RF – « Valeurs mobilières, il faudra attendre 2014 pour être exonéré »

Henry, Maryvonne – « La holding comme outil d'optimisation de la cession d'une société » – Conférence donnée le 11 octobre 2006

Jakob, Fabien – « Les opérations de rachat à effet de levier: maximiser la rentabilité en limitant les capitaux propres investis » – *Le Temps* – 21 mai 2007

Journal Officiel du Grand-Duché de Luxembourg - Loi du 11 mai 2007 relative à la création d'une société de gestion de patrimoine familial – 14 mai 2007

« La communauté du LBO face à ses responsabilités » - *Capital Finance* - 4 Juin 2007

Lachaze, Laurent – « Ce que les récentes lois changent : Les lois Dutreil et Jacob ont considérablement assoupli le dispositif fiscal pour les petites sociétés » - *L'Entreprise* - 6 novembre 2006

Lacour, Jean-Philippe – « Les ventes d'entreprises aux enchères se développent » – *La Tribune* - 31 mai 2000

Lafourcade, Marie – « La Bourse de Paris ne fait plus rêver, la concurrence des fonds d'investissement s'intensifie » - *La Tribune* - 26 Novembre 2004

« LBO en série » – *Capital Finance* – 28 août 2006

Le Boucher, Eric – « La fin de l'histoire en économie ? » – *Le Monde* – 8 juillet 2007

Le Brun, François – « Bien profiter de la vente de son entreprise » - *Les Echos Week-End* - 17 Septembre 2004

Le Page, Stéphane – « Le salarié, un actionnaire à intéresser » – *Les Echos* – 14 juin 2007

- « Le régime fiscal des plus-values de valeurs mobilières » - *Les Echos* - 21 mars 2007
- Leparmentier, Arnaud – « Jean-Luc Lagardère est accusé de s'être enrichi aux dépens de son groupe » – *Le Monde* – 5 novembre 1996
- « Les faillites repartent à la hausse » – *Le Figaro* - 25 mai 2007
- « Les marchés peinent à évaluer l'ampleur de la crise du crédit aux Etats-Unis » – *Les Echos* – 6 août 2007
- Leser, Eric – « La crise des marchés du crédit compromet le financement des fonds » – *Le Monde* – 31 juillet 2007
- Longevialle (de), Fabrice – « Nouvelle fiscalité des dividendes : ce qu'il faut savoir » – *La vie financière* – septembre 2005
- Malecot, Dominique – « Le fonds Astorg va accompagner le logisticien Staci dans son expansion » – *Les Echos* – 25 septembre 2006
- Mascré, Frédéric – « Comment réussir une opération de LBO » – *Echange* n° 243 – mai 2007
- Masse-Stamberger, Benjamin – « Fonds d'investissement : Les capitalistes du 3ème type » - *L'Express* - 26 Janvier 2006
- Mercier, Jean-Yves – « Conserver ses actions pendant huit ans pour échapper à la taxation des plus-values » - *Le Monde Argent* – 27 mai 2007
- Millar, Colin – « Le debt push down se généralise dans les financements de LBO » - *Lettre SJ Berwin* – avril 2007
- Morrissey, Janet – « A Private-Equity Peak? » – *Time* - 30 juillet 2007
- Moulin, Franck – « LBO : l'heure des choix » - *Capital Finance* - 5 juin 2006
- Mourier, Arnaud – « La sécurité fiscale de l'amendement Charasse » – *Les Echos* – 8 janvier 2007
- Mourlot, Nathalie – « Avec l'OBO, on peut empocher du cash sans céder son entreprise » - *L'Entreprise* - 1er Novembre 2005
- Nahmias, Muriel – « Financements hybrides : le coût de la subordination en forte baisse » – Conférence B Finance
- Oger, Dominique – « Depuis deux ans les investissements sont supérieurs aux levées de fonds » - *Banque magazine* – n° 663 – Novembre 2004

Pasquette, Marie-Jeanne – « Pariez sur les ventes à la découpe » – *La vie financière* – 18 mai 2007

Paulhan, Olivier – « Faire d'une holding patrimoniale un bon outil de transmission » - *Journal du Net* – 5 décembre 2006

Paulhan, Olivier – « Les principaux mécanismes d'ajustement du prix d'acquisition ou de cession des actions » - *Journal du Net* – 2 décembre 2002

Pechberty, Matthieu – « Fusions-acquisitions; Les banquiers s'exonèrent du risque LBO » - *La Tribune* - 3 juillet 2007

Pechberty, Matthieu – « Les banques peinent à placer la dette LBO » - *La Tribune* - 26 Juillet 2007

Percebois, Jacqueline – « Fonction et vie des sigles et acronymes en contexte de langues française et anglaise de spécialité » – Université Montpellier 1 – 2001

Perignon, Bertrand – « *L'ingénierie financière en plein essor* » - *Management & finance* – n°114 – février 2000 – pages 20-35

Ploix, Hélène – « Le capital investissement en France : une classe d'actifs utile et attrayante » – *Risques* - n°60 - octobre décembre 2004 – pages 15-47

« Plus-values mobilières : il faudra attendre 2014 pour être exonéré ! » – *Intérêts Privés* n° 629 – Février 2006

Prieur, Charles-Emmanuel – « Pourquoi et comment rédiger une clause d'earn out » - UGGC & Associés

Py, Marianne et Val, Aymeric – « Les fonds d'investissement, un dopant pour vos actions? » - *Le Revenu Hebdo Bourse* - 6 Avril 2007

« Resetting the Playing Field for Mid-Market M&A » - *Mergers & Acquisitions : The Dealmakers Journal* – 1er octobre 1999

Reuters – « Staci - Placement global sursouscrit 5,5 fois » – 19 novembre 1999

Rolland, Sophie – « La résistance du marché de la dette privée mise à rude épreuve » – *La Tribune* - 22 juin 2007

Roquilly, Christophe – « Projets d'innovation et ingénierie juridique » – *Petites Affiches* - n°51 – avril 1996 - p.8-12

« Sagard s'empare de 51 % de Kiloutou, valorisé 170 M Euros » – *Capital Finance* - 17 October 2005

Segond, Valérie – « Comment les PDG français verrouillent leur siège » - *La Tribune* - 19 mai 2005

Sénéquier, Dominique – « Le capital-investissement sert l'Europe industrielle » – *La Tribune* – 15 mai 2007

Sevin Albane et Comte Audrey – « Fusion rapide : déductibilité des frais financiers liés à l'acquisition : Assouplissement de la doctrine en matière de LBO secondaire (Rescrit 2007/48 du 23 octobre 2007) » – Lettre de la Fiscalité Baker & McKenzie – Novembre 2007

Shannon Claude - « A mathematical theory of communication » - Bell System Technical Journal, vol. 27, pp. 379-423 and 623-656 - Juillet and Octobre 1948

« Sigefi PE engrange 40,1 M Euros de plus-values brutes » – *Capital Finance* – 19 septembre 2005

« Sigefi PE entre dans le groupe coté Gérard Perrier Industrie » – *Capital Finance* – 19 septembre 2005

Sorensen, Anker – « Les risques juridiques des financements d'acquisition » – *Option Finance* n° 553 - 21 juin 1999

Stephany, Eric – « L'évolution des pratiques du capital-risque en France » - *Revue française de gestion* – n° 135 – Septembre 2001 – pages 63-75

« Suicide du patron de Jallatte pour protester contre la délocalisation projetée de son entreprise » – *La Tribune* – 10 juin 2007

Tarby, Julien – « Est-on jamais mieux racheté que par soi-même? » - *Le Nouvel Economiste* - 3 mai 2007

Tchénio, Maurice – « Le capital-investissement, un accélérateur de croissance » – *La Tribune* – 11 juin 2007

« Une réforme en deux temps » - *PME Finance* (site internet)

« Une trésorerie normale et des investissements au ralenti » – *La Tribune* – 21 janvier 2004

Vidal, François – « Le marché des très gros LBO connaît un essor sans précédent » – *Les Echos* – 9 janvier 2007

Vidal, François – « Les fonds LBO et leurs banques victimes à leur tour de la crise du « subprime » » - *Les Echos* - 26 juillet 2007

Vidal, François – « L'essor des opérations secondaires bouleverse le marché du LBO français » – *Les Echos* – 1^{er} octobre 2004

Villacres Acolas, Cécile – « Sociétés holding: Luxembourg et Belgique ont fait leurs preuves » – *L'AGEFI* – 18 novembre 2005

Vittori, Jean-Marc – « La fin de l'argent facile » - Editorial – *Les Echos* - 26 juillet 2007

Werner, Pascal – « Financements LBO : une créativité en mouvement » - *Banque magazine* – n° 663 – Novembre 2004

Table des matières

SOMMAIRE	2
REMERCIEMENTS	3
INTRODUCTION	4
1 L'OBO, UN LBO RECONCILIANT DES LOGIQUES CONTRADICTOIRES	19
1.1 DES LOGIQUES PARTICULIERES PROPRES A CHAQUE ENTREPRISE . 20	
1.1.1 REMPLACER UN DIVIDENDE PAR UN CAPITAL . 20	
1.1.2 RESTRUCTURER SON CAPITAL EN RACHETANT LES MINORITAIRES . 23	
1.1.3 REEQUILIBRER PATRIMOINE PRIVE ET PROFESSIONNEL . 24	
1.1.4 OPTIMISER LA REMONTEE DE FONDS. 25	
1.1.5 METTRE EN PLACE UNE VENTE EN DEUX ETAPES . 27	
1.2 LA REPRISE DU MECANISME PHARE DU LBO 29	
1.2.1 PHILOSOPHIE GENERALE DU LEVERAGE BUY OUT. 29	
1.2.1.1 Cadre général du LBO	29
1.2.1.1.1 Definition	29
1.2.1.1.2 Le capital Investissement.	30
1.2.1.1.3 Une condition sine qua non : une cible bénéficiaire.	31
1.2.1.2 Le triple levier du LBO	33
1.2.1.2.1 Le levier financier	34
1.2.1.2.2 Le levier juridique	35
1.2.1.2.3 Le levier fiscal	37
1.2.1.3 Différents types de LBO.	38
1.2.1.4 Structuration du LBO.	39
1.2.1.4.1 La structuration juridique du LBO	39
1.2.1.4.2 Les intervenants	40
1.2.1.4.2.1 Le vendeur	40
1.2.1.4.2.2 Les Investisseurs financiers.	41
1.2.1.4.2.3 Les conseils	41
1.2.1.4.2.4 Les managers	41
1.2.1.4.2.5 Les banques	42
1.2.2 LE PROCESSUS DE MONTAGE D'UN LBO. 42	
1.2.2.1 Le montage financier d'une opération de LBO.	44
1.2.2.1.1 Principe	44
1.2.2.1.2 Le financement du montage.	45
1.2.2.1.2.1 Les fonds propres.	45
1.2.2.1.2.2 La dette senior.	46
1.2.2.1.2.3 La dette mezzanine.	47
1.2.2.1.2.4 La dette obligataire.	47
1.2.2.1.2.5 Le prêt relais.	48
1.2.2.1.2.6 Le crédit vendeur.	48

1.2.2.1.2.7	L'earn out.	49
1.2.2.2	Opération type de montage de LBO	50
1.3	UNE REPONSE EFFICACE A TRAVERS L' OBO	56
1.3.1	PRINCIPES GENERAUX DE L'OWNER BUY OUT	56
1.3.2	OBO : CAS PRATIQUES .	59
1.3.2.1	Une opération de rachat à soi-même.	59
1.3.2.2	Vers une optimisation du rachat de sa propre société.	61
1.3.2.3	Une véritable restructuration du capital via l'OBO.	63

2 L'INGENIERIE FINANCIERE ET JURIDIQUE AU SERVICE D'UN PROJET GLOBAL. 68

2.1	LE MONTAGE DE L' OBO : UNE VERITABLE ARCHITECTURE FINANCIERE .	69
2.1.1	LES PRINCIPES DE BASE DE L'OPTIMISATION DU LEVIER FINANCIER .	69
2.1.2	STRUCTURE GENERALE DU FINANCEMENT DU MONTAGE .	72
2.1.2.1	Les fonds propres.	72
2.1.2.2	Les apports en titres.	73
2.1.2.3	La dette senior.	74
2.1.2.4	Les tranches intermédiaires	74
2.1.2.5	La dette mezzanine.	75
2.1.2.6	Le capital hybride	76
2.1.2.7	L'émission d'obligations à haut rendement	77
2.1.3	EMPRUNTS ET GARANTIES AUPRES DE LA CIBLE ?	78
2.1.3.1	Assistance financière de la cible à la holding	79
2.1.3.2	Optimisation financière du montage par la fusion de la cible et de la holding.	80
2.1.3.2.1	Abus des biens et du crédit de la société.	81
2.1.3.2.2	Abus de majorité	81
2.1.3.3	Centralisation de trésorerie.	82
2.1.3.4	Debt push down	83
2.1.3.5	Prêt sur le modèle du back-to-back	84
2.1.3.6	Les sûretés et garanties	84
2.1.4	OPTIMISATION FINANCIERE DE LA CIBLE PROPRE A L' OBO.	86
2.1.4.1	Faire baisser son WACC via l'OBO.	86
2.1.4.1.1	Une hausse de la création de valeur	89
2.1.4.1.2	Une hausse de la valeur d'entreprise.	89
2.1.4.2	Optimiser la trésorerie.	90
2.2	UNE STRUCTURATION JURIDIQUE PARTICULIERE COMME FACTEUR D' OPTIMISATION	93
2.2.1	LA FORME DE LA HOLDING COMME FACTEUR DE LEVIER JURIDIQUE .	94
2.2.1.1	Le choix d'une forme civile.	95
2.2.1.2	Une holding à forme commerciale.	96
2.2.1.2.1	Les sociétés de personnes.	96
2.2.1.2.2	Les sociétés de capitaux.	97
2.2.1.2.3	Les sociétés hybrides.	97
2.2.1.3	Les options retenue pour la holding.	98
2.2.1.3.1	La Société par Actions Simplifiée (SAS).	98
2.2.1.3.2	La Société en Commandite par Actions (SCA).	99
2.2.1.3.3	L'option à retenir pour un OBO.	100

2.2.2	L'OPTIMISATION JURIDIQUE DE LA CIBLE .	101
2.2.2.1	Scinder les actifs de la cible elle-même.	101
2.2.2.2	La constitution d'une SCI dédiée.	102
2.2.2.3	Redessiner l'architecture de la cible.	105
2.2.3	LA STRUCTURATION JURIDIQUE DU FINANCEMENT .	106
2.3	UN MOYEN DE CONSACRER LOGIQUE INDUSTRIELLE ET HUMAINE .	108
2.3.1	A LA RECHERCHE DU MONTAGE OPTIMAL .	109
2.3.1.1	L'optimisation préalable de la cible.	110
2.3.1.2	Maximiser les cash-flows pour faire face à la dette.	111
2.3.1.3	L'OBO comme bilan de santé de l'entreprise.	112
2.3.2	UN LEVIER PROPRE : LE LEVIER OPERATIONNEL .	114
2.3.2.1	Elargir le capital	117
2.3.2.2	Faire entrer un fonds d'investissement	119
2.3.3	L'OBO AU SERVICE DE LA PERENNITE DE LA CIBLE .	120
2.3.4	OBO ET SOCIETE COTEE.	121
3	L'OPTIMISATION FISCALE INDISPENSABLE A L'EFFICACITE DU MONTAGE	126
3.1	UN MONTAGE A VISEE PATRIMONIALE .	127
3.1.1	LA FISCALITE APPLICABLE SUR LES PLUS-VALUES .	127
3.1.1.1	Plus-values sur les apports à la holding	127
3.1.1.2	Plus-values sur les cessions à la holding.	129
3.1.2	VERS UNE OPTIMISATION DE LA FISCALITE PERSONNELLE .	130
3.1.2.1	Optimisation de l'ISF	130
3.1.2.2	L'optimisation fiscale des actifs dissociés.	131
3.1.3	UNE OPTIMISATION DE LA SUCCESSION .	135
3.1.3.1	Succession pré-OBO	135
3.1.3.2	Succession post montage financier	136
3.1.4	LA FISCALITE CONCERNANT LA SORTIE DE L'OPERATION	139
3.1.4.1	Régime général applicable à compter de 2012	139
3.1.4.2	Régime applicable au dirigeant de PME.	140
3.1.4.3	Cession par une société imposable à l'IS	142
3.2	LA MAXIMISATION DU LEVIER FISCAL	142
3.2.1	LE LEVIER FISCAL DANS LE LBO : L'INTEGRATION FISCALE	145
3.2.1.1	Condition d'option pour ce régime	145
3.2.1.2	Le calcul d'un IS de groupe	146
3.2.1.3	Cas d'arrêt du régime de l'intégration fiscale.	148
3.2.2	L'OBSTACLE DE L'AMENDEMENT CHARASSE	149
3.2.2.1	L'article 223 B du CGI : un cadre incontournable ?	149
3.2.2.2	L'amendement Charasse : menace pour les OBO ?	153
3.2.3	DES ALTERNATIVES POSSIBLES A L'INTEGRATION FISCALE ?	154
3.2.3.1	Le régime mère fille.	155
3.2.3.2	La fusion rapide.	156
3.2.3.3	La création d'une activité bénéficiaire au sein de la holding.	159
3.2.3.4	Optimisation de la transparence fiscale	161

3.3	OPTIMISATION FISCALE INTERNATIONALE	. 163
3.3.1	QUEL CADRE FISCAL POUR LA HOLDING ETRANGERE	165
3.3.1.1	Les dividendes versées à une holding étrangère	165
3.3.1.2	Les plus-values réalisées par une holding étrangère sur la cession de titres français.	166
3.3.2	VERS UN CADRE IDEAL ?	168
3.3.2.1	Recherche de la fiscalité optimale sur les dividendes.	168
3.3.2.2	Optimisation de l'imposition des plus-values	169
3.3.2.3	Imposition des actionnaires de la holding.	171
3.3.2.4	Imposition en France	171
3.3.3	CHOIX DE LA LOCALISATION DE LA HOLDING	. 172
3.3.3.1	Société de gestion de patrimoine familial (SPF)	173
3.3.3.2	Société de Participations Financières (SOPARFI)	174
3.3.4	MONTAGE DE SUROPTIMISATION FISCALE DE L'OBO	175
3.3.4.1	Minimisation de la fiscalité de la holding	175
3.3.4.2	Maximisation de la déductibilité des intérêts financiers.	177
3.3.4.3	Un debt push down transfrontalier	178
3.3.4.4	Risques de l'optimisation par le recours à une holding luxembourgeoise.	180
CONCLUSION		182
ANNEXES		188
BIBLIOGRAPHIE		208