L’Optimisation financière et fiscale d’un LBO

Table des matières

[REMERCIEMENT 3](#_Toc215463921)

[SECTION 1 : PRESENTATION GENERALE DU STAGE 4](#_Toc215463922)

[INTRODUCTION GENERALE 5](#_Toc215463923)

[I. Présentation de l’entreprise 6](#_Toc215463924)

[II. Présentation des dossiers effectués durant le stage 8](#_Toc215463925)

[A. Révision comptable et déclarations fiscales 8](#_Toc215463926)

[B. Elaboration d’un Business Plan 8](#_Toc215463927)

[C. Fusions et apports partiels d’actif 8](#_Toc215463928)

[D. Réalisation de plusieurs LBO 8](#_Toc215463929)

[CONCLUSION 9](#_Toc215463930)

[SECTION 2 : L’OPTIMISATION FINANCIERE ET FISCALE D’UN LBO 10](#_Toc215463931)

[INTRODUCTION 11](#_Toc215463932)

[I. Le LBO : Principales caractéristiques des opérations à effet de levier 14](#_Toc215463933)

[A. Présentation générale du LBO 14](#_Toc215463934)

[B. Le processus de montage d’un LBO 20](#_Toc215463935)

[II. Une réponse efficace d’un LBO à travers un cas concret 23](#_Toc215463936)

[A. Le contexte économique d’une telle opération 23](#_Toc215463937)

[B. Un montage juridico financier particulier 29](#_Toc215463938)

[C. L’analyse financière préalable à l’opération avec effet de levier 31](#_Toc215463939)

[D. Transmission patrimoniale des actifs professionnels 33](#_Toc215463940)

[1. Opérations de donation aux enfants 33](#_Toc215463941)

[2. Création d’une SCGP 34](#_Toc215463942)

[3. Création d’une SCI 34](#_Toc215463943)

[D. Les incidences fiscales de l’opération 34](#_Toc215463944)

[4/ Les facteurs de réussite des opérations à effet de levier 37](#_Toc215463945)

[A. Les facteurs propres à l’opération 37](#_Toc215463946)

[B. Le cadre juridico-fiscal 37](#_Toc215463947)

[C. Le facteur financier et managérial 37](#_Toc215463948)

[CONCLUSION 38](#_Toc215463949)

[ANNEXES 42](#_Toc215463950)

[BIBLIOGRAPHIE 43](#_Toc215463951)

## REMERCIEMENT

….

Enfin, je tiens à exprimer ma gratitude à tous mes proches pour leur soutien au cours de ces derniers mois ainsi que toutes les personnes qui m’ont consacré une partie de leur temps en vue de la rédaction de ce mémoire.

# SECTION 1 : PRESENTATION GENERALE DU STAGE

## INTRODUCTION GENERALE

Dans le cadre de mon DSCG … j’ai choisi d’allier ma formation scolaire avec un emploi en contrat de professionnalisation afin d’adapter du mieux possible la théorie avec la pratique. Il me semble que dans une optique professionnelle il est important de concilier ces deux domaines. Notamment afin de comprendre tous les rouages des déclarations fiscales, découvrir la façon de se comporter en cabinet. D’observer les collaborateurs dans la rédaction de leurs rapports … C’est une période très enrichissante me semble t-il pour un étudiant qui entre plus ou moins dans la vie active.

Dans cette perspective j’ai eu à traiter de nombreux dossiers, aussi divers que variés. Certains étaient de la comptabilité à proprement parler, d’autres concernaient des montages juridico financier (LBO, Fusion, …), et enfin d’autres n’étaient que purement déclaratif ou donner lieu à un conseil juridique dans le domaine fiscal principalement.

## Présentation de l’entreprise

L’entreprise dans laquelle j’ai effectué mon stage du DSCG est AVVENS Audit & Conseil.

C’est un groupe qui dispose de plusieurs établissements dans toute la région, et qui compte aujourd’hui environ … salariés dont … associés.

Le groupe AVVENS est né du rapprochement de trois cabinets d’expertise comptable et de commissariat aux comptes situés en région Rhône-Alpes : Cabinet BASIC, Auditor Consultant CGR & Gescom et le cabinet Galet-Oldra.

Le groupe AVVENS réunit actuellement environ 30 experts-comptables et près de 250 collaborateurs pour un chiffre d’affaires consolidé d’environ 16 millions d’euros.

On distingue plusieurs domaines d’activité au sein du groupe :

* + Audit comptable et financier
  + Expertise comptable
  + Conseil

J’effectue mon apprentissage au sein du cabinet lyonnais, qui comprend actuellement une trentaine de collaborateurs.

Dans cette entité, on peut distinguer les 3 axes de compétences :

* **Audit comptable et financier :**
* Commissariat aux Comptes et Audit contractuel
* Commissariat aux Apports et à la fusion
* Audit de certains domaines spécifiés par le client (Stocks, Clients…).
* **Expertise Comptable :**
* Tenue et suivi comptable
* Conseil fiscal (IR, ISF, …)
* Reporting financier
* Traitement de la paie
* Création et tenue de tous les registres comptables.
* **Conseil :**
* Conseil en gestion
* Conseil à la création et à l’acquisition d’entreprise (Business plan, LBO, …)
* Accompagnement des dirigeants d’entreprise.

## Présentation des dossiers effectués durant le stage

### Révision comptable et déclarations fiscales

Chaque fin de mois il a fallut enregistrer les factures d’achats et de ventes ainsi que le relevé bancaire afin de pouvoir établir les déclarations de TVA (CA3).

Suite à cela nous faisions la révision du dossier pour solder le compte 472 et lettrer les comptes fournisseurs et clients.

### Elaboration d’un Business Plan

Dans le cadre d’un projet d’investissement dans les panneaux solaires nous avons élaboré un business plan prévisionnel sur 3 ans afin de vérifier la rentabilité attendu d’un tel investissement.

### Fusions et apports partiels d’actif

J’ai eu la possibilité de réaliser une opération de fusion à l’envers dans le cadre de mon stage. En effet, nous avions, suite à une confusion juridique, à remettre en l’état deux sociétés …

### Réalisation de plusieurs LBO

C’est ces opérations qui ont retenu mon attention dans la deuxième partie de ce rapport. Il s’agira d’étudier dans une application concrète l’optimisation d’un montage de type LBO.

## CONCLUSION

Pour conclure sur cette présentation générale de mes travaux et de l’entreprise, il me semble aujourd’hui clairement défini le lien entre la théorie et la pratique. Toutefois on constate encore de grande disparité notamment dans des domaines tels que la consolidation, la TVA.

# SECTION 2 : L’OPTIMISATION FINANCIERE ET FISCALE D’UN LBO

## INTRODUCTION

Le Leveraged-Buy-Out (LBO ou buy-out) est une opération à effet de levier qui consiste à racheter les titres d’une société cible grâce à l’endettement élevé d’un holding *ad hoc* qui les finance. Les repreneurs financiers spécialisés, très souvent associés au management, contrôlent une entreprise grâce à un apport en fonds propres modeste. Ensemble, ils souhaitent créer de la valeur, réaliser une plus-value à moyen terme. En moyenne, cette opération permet de multiplier par deux ou trois l’investissement en fonds propres sur une période de quatre à cinq ans.

L’originalité de ce montage réside dans la création d’un holding qui détient les parts de la cible. Le holding de reprise est « pur ». Il consiste à ne recevoir que les remontées de dividendes de la cible. Ces *free cash-flows* (flux de trésorerie libres), dont l’évaluation au cours des années du montage est déterminante, doivent assurer le remboursement du principal des dettes contractées et le paiement des intérêts qui y sont liés. La constitution de ce holding et la pression des dettes qui y sont attachées offrent de multiples avantages qui sont à l’origine de la création de valeur\* de l’opération. La création d’un holding (effet de levier juridique), le travail en commun des financiers et du management (effet de levier social), l’importance de la dette et la déduction des frais financiers qui y est liée (effet de levier fiscal) permettent de générer des taux de rentabilité importants (effet de levier financier). La première partie de ce mémoire est dédiée à l’étude de ces différents leviers.

Le LBO est un montage surprenant : l’importance du levier défie la théorie financière classique. Il modifie la vision de la dette comme outil de financement puisqu’il établit un modèle de réorganisation des actifs de l’entreprise. Désormais, investisseurs et prêteurs ont un intérêt convergent réel. Cette structure financière originale, idéale pour les tenants de la

Théorie de l’Agence [Kaplan, 1989], combinée avec une bonne gestion du cycle d’exploitation, permet d’obtenir des retours sur investissement importants, d’augmenter la valeur des actifs à long terme, et de réduire les conflits entre actionnaires et créanciers. En somme il permet de créer de la valeur. Nous étudierons tout au long de notre étude cette création de valeur puisqu’elle est sous jacente et induite par de nombreux facteurs dans les différentes opérations de rachat avec effet de levier.

Le LBO est une technique d’origine anglo-saxonne, très répandue aujourd’hui puisque ce type d’opérations représentait 23% du marché des fusions acquisitions dans les pays de l’OCDE en

2003. Il se développe en France depuis 20 ans. Le développement de ce phénomène s’explique par la convergence de données macro-économiques simples et la volonté de répondre à des problèmes de successions et de réallocations d’actifs.

Les grands groupes européens, souvent très diversifiés, cherchent à céder des activités qui ne font pas partie de leur cœur de métier. Ils peuvent ainsi recentrer leurs activités et améliorer leur trésorerie pour rembourser des dettes lourdes. D’autre part, ils sont confrontés à des marchés financiers très atones, qui ne sont pas acheteurs. La vente d’une filiale en bourse est désormais très difficile car depuis l’éclatement, en 2000, de la bulle spéculative sur les

Nouvelles Technologies, les marchés sont peu liquides et les valorisations proposées sont basses. Aussi, dans ce contexte particulier, les grands fonds d’investissement, qui gèrent une partie de l’épargne levée auprès d’« institutionnels\* », sont devenus des acquéreurs naturels.

La technique du LBO leur permet d’acheter les cibles souhaitées. Elle est devenue une forme importante du marché des fusions acquisitions.

Les investisseurs et leurs commandités, les fonds, dont nous décrirons les objectifs dans la seconde partie, ont des actifs financiers importants à placer. Séduits par les taux de rentabilité internes (TRI) générés par ces opérations, ils sont à la recherche de dossiers rémunérateurs.

En effet les rendements des LBO sont en moyenne très supérieurs aux autres opérations de haut de bilan. Un TRI moyen de 21% attire ces investisseurs.

Le LBO est à la croisée de plusieurs facteurs clefs : la volonté des groupes de se restructurer et la nécessité de placer des fonds importants. Bien sûr, le vieillissement de la population des chefs d’entreprises désireux de céder leurs entreprises alimente également ce marché. Mais attention, si ce marché se développe, la réussite des montages n’est pas automatique.

Loin s’en faut. Aussi, chercherons-nous à comprendre les raisons du succès et des échecs éventuels d’une opération de LBO. La qualité du management, devenu actionnaire, sa capacité à maîtriser les aléas du cycle d’exploitation de la cible, est une condition indispensable à la réussite de l’opération. Bien sûr, la remontée de *cash-flows* suffisants vers le holding financé par une dette importante, est une contrainte très forte qui impacte le comportement du management et les rapports entre les différents intervenants de l’opération.

Nous analyserons cet aspect social. Nous verrons que toutes les entreprises ne sont pas « LBOisables ». La compréhension du modèle économique de la « vache à lait » sera indispensable pour saisir ce montage. L’impact de la conjoncture sur le cycle d’exploitation sera aussi une des conditions de cette réussite qu’il faudra considérer attentivement.

Puis, pour comprendre l’origine de la création de richesse dans un LBO et son impact éventuel sur la cible, nous dresserons le tableau des différents acteurs qui prennent part à cette opération, analyserons leurs espérances de rentabilité, les risques qu’ils encourent, leurs complémentarités et les techniques susceptibles de réduire les risques pris (recours aux *equity* *kickers* et aux *Collateralized Debt Obligation*, par exemple).

Enfin, la création de valeur ne serait pas possible sans une sortie bien réalisée, aussi nous analyserons les types de sorties possibles et chercherons à comprendre pourquoi les LBO secondaires se développent à la place des sorties boursières, devenues inexistantes, et des cessions industrielles devenues plus rares. Ce mémoire ne cherche pas à présenter tous les LBO possibles. En fonction de la taille de l’opération, de quelques millions d’euros à plusieurs milliards, la sophistication du montage évolue. Nous nous concentrerons ici sur les LBO conséquents (supérieurs à 100 M€), sur les techniques qui structurent ces opérations en France et leur adaptation au droit des affaires et fiscal français.

Afin de faciliter la lecture de notre travail, nous avons créé un lexique et une annexe qui reprend les documents essentiels à la mise en place et à la compréhension d’un LBO.

« Alliés à plusieurs banques d’affaires, les fonds américains KKR et TPG s’associent pour mettre la main sur l’électricien texan TXU. Une opération d’un montant de 45 milliards de dollars, qui constitue un nouveau record mondial dans le capital investissement. »

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 a y 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.

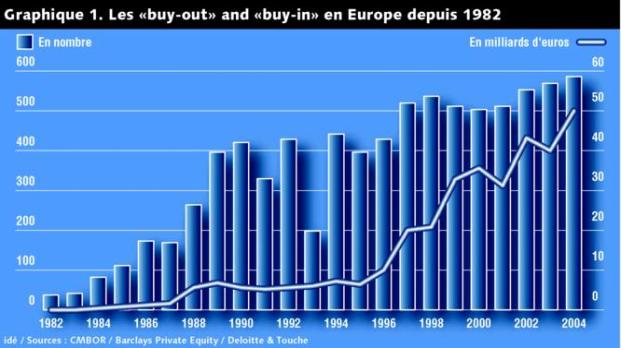
A ce titre, les LBO ont ouvert des perspectives nouvelles pour de très nombreuses entreprises, françaises en particulier, pour lesquelles cession efficace et valorisation substantielle étaient jusque là improbables. D'où une véritable explosion des montages à effet de levier portant parfois sur de très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

## Le LBO : Principales caractéristiques des opérations à effet de levier

### Présentation générale du LBO

Un LBO ou Leveraged Buy-Out est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement, un holding est constitué, et s'endette pour racheter la cible. Le holding paiera les intérêts de sa dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes réguliers ou exceptionnels provenant de la société rachetée.

* + 1. Le cadre économique et financier de cette opération et son attrait



* + 1. Les 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 uniquerecouvre différentes situations.

**LMBO (Leverage Management Buy Out):**

Le LMBO est le rachat d'une entreprise par son équipe de direction actuelle, constituée de cadres soit non actionnaires, soit minoritaires auparavant. On le qualifie souvent sous l’appellation « RES » (Rachat d’une entreprise par ses salariés).

**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.

**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. Les différents effets de levier

Le concept central 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 :

**ROE = (ROCE + (ROCE - i) x (D/FP)) x (1 - t)**

Avec : ROE : Rentabilité des fonds propres (Return on Equity)

ROCE : Rentabilité économique (Return on Capital Employed)

D : Dettes

FP : Fonds propres

t : 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 : ROE = ROCE + (ROCE - i) x D / FP, mais en y un 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 propres, le résultat net correspondant au résultat d'exploitation moins l'impôt.

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'actionnaire.

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 le produit du différentiel par le « bras du levier », plus ce dernier sera fort, plus le rentabilité des fonds propres sera élevée.

Bien évidement, 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.

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 ne 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.

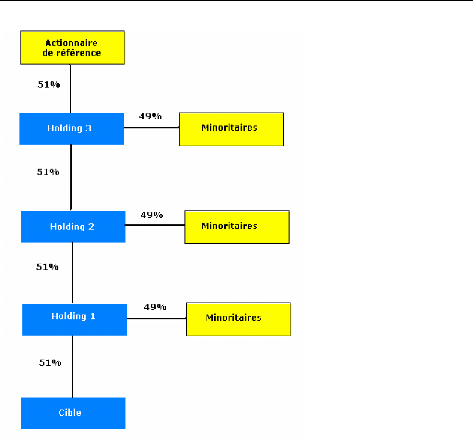
Le principal risque dans ce type de montage est de ne pouvoir faire face au service de la dette, les cash-flows futurs ayant été surévalués dans le business plan initial. Dans ce cas, c'est l'ensemble du montage qui se trouve remis en question.

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 %.

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 225-2 16 du Code de commerce. En résumé on ne peut payer la cible avec ses propres actifs (trésorerie, immobilisations...).

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 holding. 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.



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 peuvent se sentir prisonniers d'une structure qu'ils ne contrôlent pas.

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.

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 pourra utiliser ce mécanisme en vu de faire la 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.

Ce mécanique fonctionne assez bien dans le cadre d'un LBO, mais peut s’avérer parfois limiter notamment s’il s’agit d’un OBO. En effet l’amendement Charasse vient limiter l’utilisation de ce principe, considérant qu'il est indu de faire supporter au Trésor une partie des frais financiers liés à une acquisition auprès de soi-même.

### Le processus de montage d’un LBO

* + 1. Principe du montage financier

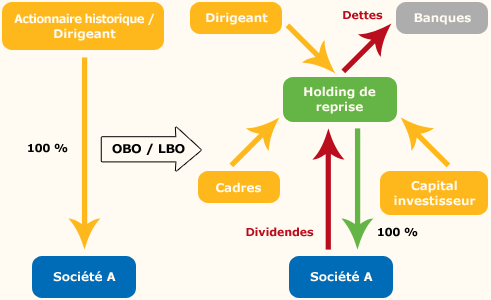
Nous avons vu qu’il existe différente façon d’amener un LBO que ce soit un rachat des salariés ou cadres de la société (LMBI, OBO, LBI), ou bien que ce soit par des investisseurs exogènes à la cible (LBO, LMBO) derrière cette pluralité de définitions, se cache en fait un seul et même mécanisme : le rachat d'une entreprise avec effet de levier c'est-à-dire avec endettement bancaire.

Le principal avantage de ces opérations est de permettre à des cadres dirigeants ou à des investisseurs de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport personnel minimum puisque l'acquisition est largement financée par un emprunt bancaire dont le coût est inférieur au taux de rentabilité attendu de la cible.

Le mécanisme simplifié est le suivant : des cadres et des investisseurs, financiers en fonds propres, deviennent actionnaires de la société cible par l'intermédiaire d'une société holding leur permettant d'être majoritaire, et l'emprunt contracté pour l'acquisition de la cible sera financé par la remontée des cash-flows nets de la cible vers le holding, en fait les dividendes.

Il s’agit donc de trouver un montage équilibré qui permettra de faire joué au mieux le triple effet de levier, tout en faisant face aux engagements bancaires qui sont ceux de la holding.

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.



* + 1. Financement du montage financier

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.

Afin de réaliser un montage de type LBO qui rappelons-le est une opération par l’endettement d’une holding ad hoc. Le choix du niveau d’endettement va déterminer l’effet de levier financier de l’opération, toutefois il faut rester prudent quand au niveau d’endettement. En effet un ratio dettes / capitaux propres (gearing) trop élevé risque d’une part de faire fuir les investisseurs et par la même occasion de limiter la réussite de l’opération dans la mesure où la remontée des produits financiers issus de la fille ne seront pas assez conséquent pour rembourser les dettes financières contractées.

Il existe différents moyens pour financer une telle opération :

Les fonds propres :

La dette senior : L’emprunt bancaire classique :

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.

Le crédit vendeur :

La dette obligataire :

## Une réponse efficace d’un LBO à travers un cas concret

### Le contexte économique d’une telle opération

Les opérations de LBO répondent à problématiques très diverses. L’objectif peut aussi bien être à visée patrimoniale, afin de préparer un départ à la retraite en toute quiétude ou préparer une succession patrimoniale de l’actif professionnel à des membres de la famille par exemple, ou bien répondre à une volonté de réorganiser la société et sa composition capitalistique en faisant appel à des investisseurs externes.

1. Une optique patrimoniale

Soit on souhaite préparer sa retraite en ayant cédé sa société avant :

Soit on souhaite préparer une succession de son actif professionnel et ou personnel à ses enfants notamment en toute exonération d’impôt.

1. Une refonte capitalistique de la société
2. …

Prenons le cas de l'entreprise que nous appellerons « 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 :

**Etape 1 Etape 2**

Dirigeant

Holding H

Cible A

Cible A

Holding H

Dirigeant

Banque

50 %

50 %

100 % des titres

100 % des titres

100 %

Apport des titres

Prix de vente des 50%

Fonds propres

50% de la valeur

Dettes

50% de la valeur

Dirigeant

Holding H

Cible A

Cible A

Holding H

Dirigeant

Banque

50 %

50 %

100 % des titres

100 % des titres

100 %

Apport des titres

Prix de vente des 50%

Fonds propres

50% de la valeur

Dettes

50% de la valeur

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. 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.

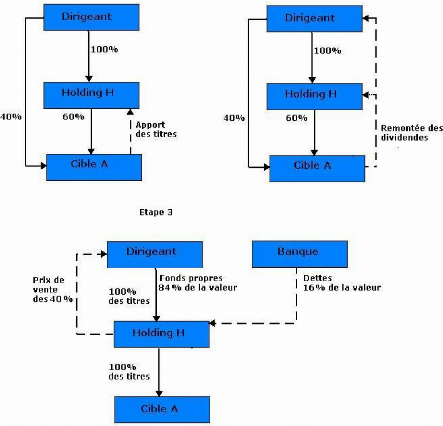
La première étape reste comme dans tout cas d'OBO la constitution d'une holding H, par apport de 60% des titres de B.

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 :

http://www.memoireonline.com/03/08/994/optimisation-financiere-fiscale-LBO-owner-buy-out5.png



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. Une véritable restructuration du capital

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 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%).

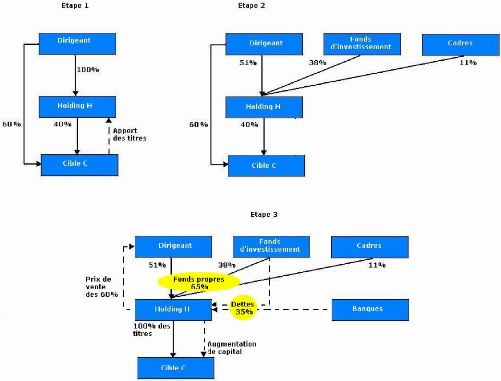
La holding lève alors une dette de 410, répartie entre 200 de dette senior classique et 210 d'obligations convertibles émises par le fonds d'investissement F.

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 (1ère Partie).

### B. Un montage juridico financier particulier

1. Une structure particulière appliquée à un cas concret

L’application concrète d’un montage à notre cas peut schématisé être représenter de la façon suivante :

Pourquoi une telle organisation ?

Pourquoi un tel montage ?

Quel est l’objectif poursuivi ?

Il s’agit donc de la création d’un holding par apport de titre de la SARL.

1. Le montage financier

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.

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.

Distinction entre dettes et capitaux propres.

Pourquoi ce choix ?

Incidence sur le levier

On passe par une holding qui va acquérir les titres de la cible.

Montant d’endettement

Gearing (Rapport D/K)

Ce montage est important car c’est celui là qui va influer directement sur l’effet de levier.

1. Les particularités juridiques liées à ce type de montage

Possibilité de faire le choix que l’on veut pour la forme juridique.

Clause d’earn out

Pacte d’actionnaires

Nous avons choisi la forme juridique de la SARL.

### L’analyse financière préalable à l’opération avec effet de levier

1. L’évaluation de la société cible

Quelles sont les différentes méthodes d’évaluation des sociétés ?

Pourquoi retenir telle ou telle méthode ?

* ANC : Actif net comptable
* ANCC : Actif net comptable corrigé

prise en compte des plus et moins values et de l’impôt différé

* Valeur de rendement
* Goodwill

La méthode ainsi retenue a été l’actif net comptable corrigé :

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  |
| Capitaux propres |  |  |  |
| - Actifs fictifs |  |  |  |
| Capitaux propres nets |  |  |  |
| Actif |  |  |  |
| **VMI** |  |  |  |
| Nombre de titres |  |  |  |
| **ANCC** |  |  |  |

1. La création de la holding

L’intérêt d’un tel montage est de bénéficier d’un effet de levier par l’endettement d’une holding qui rachètera les titres de la société cible.

Nous avons donc mit en place la création d’un holding de rachat, dont la composition sera établie de la façon suivante :

Elle sera donc créée par :

* Apport des titres de la SARL X de M. X pour :
* Apport des titres de la SARL X des fils pour :
* Apport des titres de la SARL X de :
* Endettement par le biais d’une dette senior de XXX remboursable à moyen terme sur 7 ans.

Le capital de la société NewCo est donc de : XXX

1. L’effet de levier induit par l’opération

Par principe, l’effet de levier correspond à la différence entre le taux de rentabilité économique et le taux d’intérêt après prise en compte de l’impôt correspondant.

On peut pour le déterminer appliquer la formule suivante :

En tout état de cause le rapport Dettes sur Capitaux propres (gearing) est pour notre société de : XXX

Le taux de rentabilité économique avant IS est de XXX%

Le taux d’intérêt de l’emprunt est XXX%

Le ratio D/K est de XXX

Le taux de l’IS est le taux de droit commun à savoir 33,33 %

D’après la formule on obtient donc un effet de levier équivalent à :

### D. Transmission patrimoniale des actifs professionnels

Comme convenu avec M. X l’objectif étant de préparer une succession intra familiale avec ses enfants, il convient donc pour la préparer de transmettre les parts de la société tout en respectant la meilleure équité possible.

Pour ce faire, M. X procédera à un donation d’un montant égal à chacun de ses enfants, il partagera ses parts de SARL avec ses deux fils. Et afin de rééquilibrer

### Opérations de donation aux enfants

Par le biais de ce schéma on peut constater que l’équilibre entre les enfants est parfait. Les fils ont obtenus des titres de la SARL détenue par la holding, et ont eut chacun une somme de X € de donation. Les filles quant à elle ont perçues davantage d’actif patrimonial que professionnel. En tout état de cause vu la rentabilité attendu de la holding on peut estimer que l’actif professionnel vaudra approximativement la même valeur que la résidence secondaire.

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Eléments | Fils | Filles | **Différences** |
| Donation de M. X à ses enfants |  |  | **0** |
| Titres Holding |  |  |  |
| Plus value |  |  |  |
| Parts de la SCI |  |  |  |
|  |  |  |  |
|  |  |  |  |
| **Total** |  |  |  |

Pourquoi ?

Régime fiscal

### Création d’une SCGP

Apport des titres de la SARL

Régime fiscal

### Création d’une SCI

Dans l’optique de réduire les inégalités entre les fils et les filles de M. X, la SCGP avec ses liquidités abondantes va pouvoir constituer une Société Civile Immobilière dont les filles auraient la nue propriété qu’elles partageraient à concurrence de 50% avec M. X.

Cette SCI aurait ainsi outre sa finalité d’équité, une visée patrimoniale. En effet l’apport de la SCGP lui permettra d’acquérir directement la maison secondaire qui est l’un des objectifs principal que M. X s’était fixé initialement avant de réaliser ce montage.

### Les incidences fiscales de l’opération

1. La fiscalité liée aux apports et aux cessions de titres

Donation :

Exonération dans la limite d’un certain versement : Sur 6 ans, donation de 150 000 par an et par enfant.

Apport en société de titres :

Plus value réalisée sur la cession de titres par une société :

PVLT égale à 0% mais QP de 5% pour frais et charge. Autrement dit négligeable !

1. Régime d’intégration fiscale – Le levier fiscal

a : Principe du régime

Lors d’une telle opération, la holding de rachat va acquérir les titres de participation d’une société cible par ses fonds propres et par le biais d’un endettement.

Dès lors il va y avoir la création d’une filiale au sens de l’article L233-3 du Code de commerce dès lors qu’il y a détention d’au moins 50% du capital de cette dernière.

Si l’acquisition permet à la nouvelle société mère (la holding) de détenir au moins 95% des titres de participation de la fille (la cible) alors le régime d’intégration fiscale tel que défini à l’article 223-A du CGI pourra s’appliquer au groupe.

C'est-à-dire que la société mère sera seule redevable de l’impôt dû au titre du groupe et pourra par conséquent déduire les charges financières correspondantes aux intérêts de l’emprunt.

b : L’obstacle à l’intégration fiscale : L’amendement Charasse

Il est a noté que la loi n’admet pas que l’intégration fiscale puisse être appliquée dans tous les cas. En effet, l’amendement Charasse exclut la possibilité de déduire du résultat fiscal de la holding les intérêts financiers provenant de l’emprunt que la holding a fait pour racheter les titres de participation de la filiale.

Ceci notamment lorsque la composition capitalistique avant et après l’opération est sensiblement inchangée. La condition sinequanone pour que l’intégration fiscale soit applicable entre la société mère (holding) et sa filiale (cible) puisse être appliquer est donc le changement de majorité au sein du groupe et principalement au sein de la société cible.

1. Quelles alternatives possibles ?

Nous venons de voir que l’intégration fiscale n’est pas possible à chaque opération de LBO. Toutefois afin de garder un attrait fiscal intéressant, rappelons qu’il existe d’autres mécanismes qui offrent un attrait important pour ce type d’opération.

Le régime Mère fille

En effet, outre l’intégration fiscale, il existe la régime de mère fille entre les sociétés exclues du régime d’intégration fiscale ou lorsque la détention est inférieure à 95% mais supérieure à 5%. Ce régime permet de déduire la totalité des dividendes perçus par la société mère à l’exception d’une quote-part pour frais et charges de 5% qui restera imposable à l’IS.

Pourquoi le choix de l’intégration fiscale au détriment du régime mère fille ?

Tableau comparatif de l’économie fiscale réalisée par tel ou tel régime …

La fusion rapide

Optimisation de la transparence fiscale

Création de la SCGP et de la SCI qui sont des sociétés civiles.

Quelle est l’imposition d’une telle société ?

3 – Optimisation fiscale internationale

a : Intérêt d’une holding étrangère

b : Minimisation de la fiscalité pour la holding

Synthèse concernant la fiscalité :

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Eléments |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |
|  |  |  |  |  |

## 4/ Les facteurs de réussite des opérations à effet de levier

### A. Les facteurs propres à l’opération

1 –

2 –

3 –

### B. Le cadre juridico-fiscal

1 –

2 –

3 –

### C. Le facteur financier et managérial

1 – Valeur et méthode de détermination du prix de la cible

a : Méthode d’évaluation de la cible

b :

2 – Facteur relatif au montage financier : Clivage endettement / fonds propres

a : La dette mezzanine comme facteur de réussite

b : Répartition du niveau des dettes et des fonds propres

c : Répartition entre dettes et quasi-dettes

3 – Enjeux et problématique du management

## 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 industrielle 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'une 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

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 la 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 *subrimes* (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 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 ».

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.

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 un 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.