

Actu'
Gestion



2^e édition

FINANCEMENTS STRUCTURÉS

*Innovations
et révolutions financières*

Charles-Henri Larreur



1. Définition

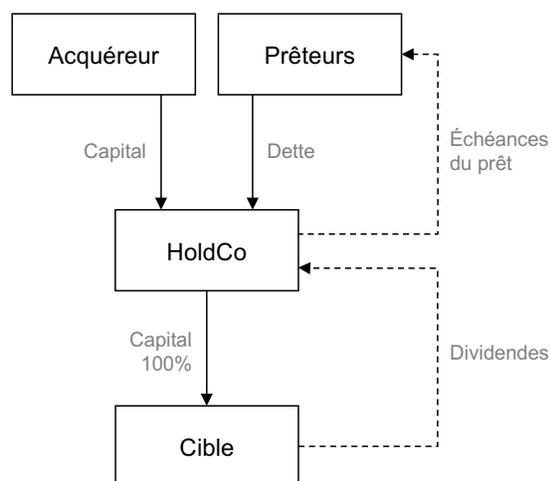
1.1. Un rachat d'entreprise par endettement

Comme évoqué préalablement, un LBO est une technique de rachat d'entreprise par endettement. Ce rachat se fait au travers d'une société créée spécialement pour l'occasion. Cette société ad hoc, qui ne comprend aucun salarié et dont le seul objet est de procéder au rachat de l'entreprise cible, est un simple véhicule de financement. Elle prend communément le nom de SPV (*special purpose vehicle*) ou de SPC (*special purpose company*).

Le SPV est créé avec un objet social limité, qui est celui de racheter les actions (souvent la totalité) de l'entreprise cible. Ce SPV, que l'on appelle également « holding de reprise » ou, selon les cas *HoldCo* ou *NewCo*, est financé par dette et capital. La répartition entre les deux dépend du type de société cible et des conditions de marché mais l'objectif est en général de maximiser le montant du prêt. Le capital de la holding de reprise est apporté par l'acheteur intéressé par la cible et la dette est financée par des banques ou des prêteurs spécialisés.

Une fois rachetée, l'entreprise cible est contrôlée intégralement par la HoldCo. La dette levée par la holding de reprise est alors remboursée par les dividendes payés par la cible. C'est là la magie du LBO : un acheteur peut acquérir une société en apportant une part modeste du montant total de la valeur de l'entreprise. Le solde est apporté par des prêteurs. Comme le montre le schéma 1.1, dans un LBO, ce sont les dividendes de la société cible qui permettent en fait d'en financer l'acquisition.

Schéma 1.1: structure simplifiée d'une opération de LBO



Point important, la dette apportée par les prêteurs est dite *sans recours* (*non-recourse*), c'est-à-dire que si la cible ne génère pas assez de cash flows ou de dividendes pour rembourser la dette, les prêteurs n'ont aucun recours juridique ou financier sur les investisseurs en capital. Les prêteurs doivent prendre ce risque en considération avant de rentrer dans une opération. Ils doivent calibrer leur dette uniquement en fonction du potentiel de la société cible.

En contrepartie, les prêteurs obtiennent généralement un nantissement sur les actions de la holding et de la société cible (même si ce n'est pas toujours le cas). Ils exercent ces nantissements dans le cas où la Holdco ou la cible sont en défaut. Les prêteurs peuvent ainsi prendre le contrôle de la cible et potentiellement la revendre ou revendre ses actifs pour limiter leurs pertes.

1.2. Les différentes formes de LBO

Au-delà du terme générique de LBO, d'autres acronymes sont utilisés pour désigner plus spécifiquement certaines opérations.

Le MBO (*Management Buyout*) est une opération de LBO dans laquelle, le management de la société cible participe au rachat de celle-ci, seul ou au côté d'un fonds d'investissement. On trouve ce type de situation lorsqu'un grand groupe cède une de ses filiales à ses cadres ou lorsqu'un chef d'entreprise vend sa société à son bras droit au moment de partir en retraite. Certains fonds d'investissement ont comme politique de toujours associer à leur acquisition des managers déjà en place.

Le MBI (*Management Buy-In*) est un LBO dans lequel les acquéreurs sont cette fois-ci des managers extérieurs à la société cible. Le cas le plus fréquent est la vente d'une PME à un repreneur individuel qui finance une partie de l'acquisition par un emprunt. Là encore, l'acquisition peut être faite par le manager seul ou en lien avec un fonds d'investissement.

Le BIMBO (*Buy-In Management Buyout*) est une opération de rachat dans laquelle des managers en place et des managers extérieurs participent ensemble au rachat de la société cible. Là aussi, ce rachat peut se faire par ces managers seuls ou en association avec un fonds d'investissement. Pour certaines grosses opérations, les fonds d'investissement apprécient ce type de structures. Cela leur permet de s'appuyer sur le savoir-faire des équipes existantes et d'introduire les compétences extérieures nécessaires pour faire grandir la cible.

Enfin, le *Build-Up* est un LBO orchestré par une société sous LBO dans l'optique de créer un groupe industriel qui permette de dégager des synergies entre les deux entreprises. Dans ce cas, la nouvelle société est acquise directement par la cible par addition de dette (et potentiellement de capital) au niveau de la HoldCo.

2. Un triple effet de levier

Dans les faits, un LBO n'est pas uniquement une opération financière. C'est aussi un montage fiscal qui permet une nouvelle répartition des rôles au sein de la société cible. Le succès d'un LBO repose donc sur un triple levier : financier, fiscal et managérial.

2.1. Le levier financier

Des trois leviers évoqués ici, le levier financier (*leverage* en anglais) est le plus évident. Il définit le recours à un emprunt pour financer l'acquisition de la société cible. Cet effet de levier est appelé ainsi car il permet de multiplier, grâce à la dette, l'impact de l'apport en fonds propres de l'acquéreur. Le levier est par exemple de 3,3 lorsque l'investissement de l'acheteur est égal à 30 % de la valeur des actions de la société cible ($100/30 = 3,3$).

Bien évidemment, l'effet de levier financier a, pour un LBO, les mêmes conséquences que pour n'importe quelle autre entreprise endettée. Il permet de

doper la rentabilité des capitaux propres mais peut, à l'inverse, s'il est trop élevé, assommer l'emprunteur en cas de retournement de marché.

Si les dividendes de la cible ne sont pas au rendez-vous, la HoldCo peut être mise en faillite ou l'ensemble du montage peut être restructuré. C'est l'exemple notamment du LBO sur Fraikin, le groupe de location de véhicules industriels. En 2017, devant l'incapacité de la HoldCo de rembourser la dette d'acquisition, les prêteurs ont pris le contrôle de la holding de reprise de Fraikin. Les actionnaires (les fonds CVC et Eurazeo notamment) ont perdu la totalité de leur investissement et une partie de la dette a été convertie en capital, diminuant ainsi le montant total de la dette d'acquisition (de 730 m € à 265 m €).

L'échec du LBO Fraikin est un véritable cas d'école car la société elle-même n'était pas en difficulté d'un point de vue opérationnel. En revanche, sa performance ne permettait pas la distribution de dividendes suffisants pour payer le service de la dette d'acquisition.

2.2. Le levier fiscal

Le levier fiscal est le second élément qui contribue à la performance d'un LBO. Il permet d'optimiser le coût de la dette même si – dans les faits – son ampleur dépend du cadre juridique du pays dans lequel l'opération a lieu. Pour faciliter la démonstration, nous nous appuyons ici sur les règles fiscales en vigueur en France. Elles comprennent un double volet : le régime mère-fille et l'intégration fiscale.

Le régime mère-fille

Le régime mère-fille (articles 145 et 216 du code général des impôts) permet à la HoldCo de toucher les dividendes payés par la société cible en quasi-franchise d'impôts. Cette disposition fiscale prévoit que si une société détient plus de 5 % du capital d'une autre société, les dividendes versés sont exemptés d'impôts à 95 %. En clair, la HoldCo n'est redevable de l'impôt sur les sociétés que sur 5 % des revenus versés par sa filiale.

Le principe du régime mère-fille trouve son origine dans le développement des groupes de sociétés. Pour éviter que les profits d'une filiale d'un groupe soient taxés deux fois, d'abord au niveau de la filiale puis au niveau de la société mère, le législateur a introduit ce concept de régime mère-fille. Dans le cas précis du montage LBO, ce sont les acquéreurs de la cible qui en bénéficient.

L'intégration fiscale

L'intégration fiscale (article 223 A du code général des impôts) permet – sous conditions – à deux sociétés de fusionner leurs résultats fiscaux et de remplir une déclaration d'impôts commune. Pour cela, il faut que l'une des sociétés détienne plus de 95 % du capital de l'autre.

Cette intégration revêt un caractère fondamental dans un LBO. En effet, dans un tel schéma, la HoldCo a un résultat fiscal fortement négatif: elle déduit de son résultat les charges d'intérêt de la dette d'acquisition mais reçoit des dividendes en quasi-franchise d'impôt (du fait du régime mère-fille). À l'inverse, la société cible dégage en toute logique un résultat positif. C'est d'ailleurs ce qui lui permet de verser les dividendes qui vont rembourser l'emprunt souscrit par la HoldCo. L'intégration fiscale permet de fusionner le résultat fiscal positif de la société cible avec le résultat fiscal structurellement négatif de la HoldCo. Ainsi, alors que l'activité de la société cible est restée identique, le nouvel ensemble composé de la HoldCo et de la société cible paie moins d'impôts que la société cible seule avant l'opération.

En France, il existe plusieurs limites à la déductibilité des intérêts, la plus célèbre étant que les intérêts des emprunts contractés par la HoldCo pour racheter la cible ne sont déductibles que si les actionnaires directs ou indirects de la HoldCo ne sont pas majoritairement les anciens actionnaires de celle-ci¹.

Alternativement, la fusion ou le *debt push down*

Si pour diverses raisons, l'intégration fiscale n'est pas possible – soit parce que la HoldCo possède moins de 95 % des actions de la cible, soit parce que le schéma d'acquisition concerne un pays dans lequel l'application d'un tel principe est limitée – le schéma de LBO peut prévoir à la place :

- (i) une fusion ultérieure de la HoldCo et de la cible ou;
- (ii) un *debt push down*.

1. Règle connue sous le nom « d'amendement Charasse ».

La fusion entre les deux entités est possible mais elle reste complexe d'un point de vue financier et juridique :

- financièrement, la fusion peut poser problème car elle dilue les actionnaires de la HoldCo s'il existe des minoritaires au niveau de la société cible. Grâce au LBO, l'acquéreur contrôle en effet la cible avec un minimum de fonds propres. En cas de fusion, les minoritaires de la cible vont donc avoir une part dans la nouvelle structure fusionnée plus importante que dans la société cible à l'origine ;
- juridiquement, la fusion peut être interprétée comme allant à l'encontre de l'intérêt social de la cible. Cette dernière ne gagne en effet rien à la fusion : elle ne fait qu'hériter dans son bilan d'une dette qui a servi à sa propre acquisition. L'administration fiscale peut donc refuser la déductibilité des intérêts de la dette d'acquisition.

Au final, pour toutes ces raisons, il est toujours un peu compliqué avant un délai de plusieurs années de fusionner rapidement les deux sociétés, en France en tout cas.

Alternativement, on procède parfois à un *debt push down*, c'est-à-dire à un déplacement de la dette au niveau de la cible. Cela peut être fait en distribuant un dividende exceptionnel à la HoldCo qui permet de rembourser la dette d'acquisition et qui est financé par endettement au niveau de la cible. Là aussi, cependant, un tel procédé ne peut être employé que dans le respect de l'intérêt social de la cible.

2.3. Le levier managérial

Aussi inventif que soit un schéma d'acquisition, un rachat d'entreprise n'est réellement concluant que si la société cible continue à être (ou devient) performante. Au-delà d'une structuration financière, un LBO est donc une histoire d'hommes : c'est aux nouveaux actionnaires et à l'équipe de direction d'écrire une nouvelle page de l'histoire de la société cible. Cet effet managérial est le troisième levier clé d'un LBO réussi. Il est à la fois le plus important et plus difficile à quantifier. Selon le type d'opération, il peut d'ailleurs prendre des visages différents.

Les reprises par les fonds d'investissement

La force d'un LBO est de pouvoir changer le destin d'une entreprise. Comme nous l'avons expliqué plus haut, le rachat de la cible se fait souvent avec

l'implication de l'équipe dirigeante. Celle-ci peut être en place préalablement au rachat (MBO) ou entrer au capital à l'occasion de l'acquisition (MBI et BIMBO). Dans les deux cas, le LBO promeut l'idée de dirigeants-actionnaires, directement intéressés au succès de l'entreprise cible, non plus uniquement par un salaire mais également par une participation au capital.

Dans ce sens, le LBO aligne les intérêts des dirigeants et des actionnaires. Dans un schéma classique, les dirigeants sont des salariés de l'entreprise. Ils peuvent avoir un agenda personnel qui ne correspond pas aux intérêts de la société qu'ils dirigent et privilégier certaines décisions court-termistes. Dans un LBO, en revanche, le dirigeant devient actionnaire de la société cible. Une partie de son patrimoine est donc liée à la valorisation de l'entreprise.

Un LBO suppose donc explicitement que, toute chose étant égale par ailleurs, la motivation ou l'implication d'un entrepreneur – ou tout du moins d'un dirigeant-actionnaire – est supérieure à celle d'un cadre. C'est pour cette raison que les fonds LBO, même s'ils n'ont pas besoin du capital du (ou des) dirigeant(s) demandent néanmoins très souvent à la future équipe de direction d'investir en capital à leurs côtés et/ou proposent un système de rémunération lié à la valorisation de la société. L'un des cas les plus emblématiques du changement de motivation des dirigeants est le LBO sur Harley-Davidson dans les années 1980, qui transforma une société moribonde en une entreprise performante (cf. étude de cas n° 1).

Les acquisitions de PME par un repreneur individuel

Comment analyser cependant ce levier managérial dans le cadre de la reprise d'une PME? Dans cette situation, il s'agit en effet souvent d'un entrepreneur qui cède sa société à un repreneur extérieur. Les deux sont intéressés en capital au succès de la société et l'effet psychologique mentionné plus haut ne peut donc être valable.

Dans ce cas précis, on peut cependant penser qu'un repreneur qui investit une grande partie de son épargne dans une nouvelle aventure entrepreneuriale sera plus impliqué dans la gestion de la société que le chef d'entreprise qui cherche avant tout à valoriser son patrimoine pour partir à la retraite dans les meilleures conditions. On peut aussi penser qu'un nouveau dirigeant amène de nouvelles idées, de nouvelles méthodes et une énergie positive.

Le Build-up

Le LBO de *build-up* donne une autre perspective au levier managérial. Dans ce scénario en effet, une entreprise en rachète une autre sans forcément intéresser les dirigeants de la cible au capital. C'est donc ici plutôt l'existence de synergies entre l'acquéreur et la cible qui permet de dégager un surplus de performance.

Parmi les avantages possibles offerts au nouveau groupe du fait du rapprochement des deux entités, on peut citer :

- des capacités d'investissement et de développement accrues ;
- une ouverture vers de nouveaux clients ou marchés jusque-là inaccessibles ;
- un partage des meilleures pratiques entre les différentes entités du groupe ;
- des synergies de coûts liées aux achats et aux fonctions internes ;
- un accès plus facile aux crédits ;
- etc.