
L'Optimisation financière et fiscale d'un LBO particulier - l'Owner buy out -

Rapport de stage

- DSCG -

Alexandre JOANNES

Maître de stage : Jean-Pierre LAZARO

Professeur référant : Marie-Noëlle LEGAY

Master Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion

Année 2008 / 2009

Table des matières

REMERCIEMENT	4
SECTION 1 : PRESENTATION GENERALE DU STAGE	5
INTRODUCTION GENERALE	6
I. PRESENTATION DE L'ENTREPRISE	7
II. PRESENTATION DES DOSSIERS EFFECTUES DURANT LE STAGE	9
A. REVISION COMPTABLE ET DECLARATIONS FISCALES	9
B. ELABORATION D'UN BUSINESS PLAN	10
C. FUSIONS ET APPORTS PARTIELS D'ACTIF	11
D. REALISATION DE PLUSIEURS LBO	12
CONCLUSION	13
SECTION 2 : L'OPTIMISATION FINANCIERE ET FISCALE D'UN OBO	14
INTRODUCTION	15
I. LE LBO : PRINCIPALES CARACTERISTIQUES DES OPERATIONS A EFFET DE LEVIER	17
A. PRESENTATION GENERALE DU LBO ET DEFINITION	17
B. LE CONTEXTE ECONOMIQUE D'UNE TELLE OPERATION	18
1. Une optique patrimoniale	18
2. Une optimisation du rachat de sa propre société	19
3. Une véritable restructuration du capital	19
C. FONCTIONNEMENT DE TOUTE OPERATION DE LBO	21
1. Les différents types de LBO	21
2. Les différents effets de levier	22
a. Levier Financier :	22
b. Levier fiscal :	23
c. Levier Juridique :	23
D. LE PROCESSUS DE MONTAGE D'UN LBO	24
1. Principe du montage financier	24
2. Financement du montage financier	25
Les fonds propres :	26
Les apports de titres :	26
La dette senior : L'emprunt bancaire classique :	26
La dette mezzanine :	27
Le crédit vendeur :	27
Debt push down :	27
E. LA SORTIE DU LBO	28
1. La sortie en bourse (Initial Public Offer)	28
2. La vente à un industriel	29
3. Les LBO de LBO ou LBO secondaire	29
II. L'OBO A TRAVERS UN CAS CONCRET	30
A. CONTEXTE DE LA MISSION ET NOUVELLE ORGANISATION DE LA SOCIETE	30
B. UN MONTAGE JURIDICO FINANCIER PARTICULIER	31
1. Une structure particulière appliquée à un cas concret	31

2. Le montage financier.....	32
3. Les particularités juridiques liées à ce type de montage	33
a. Forme juridique à adopter	33
b. Clause d'Earn out	34
c. Pacte d'actionnaires	34
C. L'ANALYSE FINANCIERE PREALABLE A L'OPERATION AVEC EFFET DE LEVIER	35
1. L'évaluation de la société cible	35
2. La création de la holding	36
3. L'effet de levier induit par l'opération	36
4. L'analyse de la rentabilité du montage	37
a. Evaluation et calcul des free cash-flows.....	37
b. Rentabilité du projet – Le calcul du TRI et de la VAN.....	38
D. TRANSMISSION PATRIMONIALE DES ACTIFS PROFESSIONNELS.....	39
1. Opérations de donation aux enfants.....	39
2. Création d'une SCGP	39
3. La cession des titres à la holding New Co.....	40
4. Création d'une SCI.....	40
III. L'OPTIMISATION FISCALE DE L'OBO VUE DE FAÇON PRATIQUE.....	43
A. L'OPTIMISATION DE LA FISCALITE PATRIMONIALE DU DIRIGEANT.....	43
1. La fiscalité applicable aux plus values	43
2. La fiscalité personnelle du dirigeant	44
a. ISF	44
b. Apport des titres en société	45
c. Dividendes	46
3. La fiscalité liée aux donations	47
B. CESSION DE VALEURS MOBILIERES PAR LES AUTRES INTERVENANTS	47
1. Cession des titres par les bénéficiaires d'une donation.....	47
2. Cession par une société soumise à l'IS.....	47
C. L'OPTIMISATION DU LEVIER FISCAL	48
1. Le régime de l'intégration fiscale	48
a. Principe du régime	48
b. L'obstacle à l'intégration fiscale : L'amendement Charasse	49
2. Quelles alternatives possibles ?	49
a. Le régime Mère fille.....	49
b. La fusion rapide	50
c. La création d'une activité commerciale dans la holding	51
3. Synthèse concernant la fiscalité :	53
IV. SYNTHESE GENERALE SUR LE MONTAGE	53
A. LES AVANTAGES.....	53
B. LES INCONVENIENTS	54
CONCLUSION.....	55
<u>BIBLIOGRAPHIE</u>	<u>58</u>
<u>INDEX</u>	<u>59</u>
<u>ANNEXES</u>	<u>60</u>

REMERCIEMENT

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, et avant de présenter ce rapport de stage, je tiens à remercier le cabinet AVVENS AUDIT & CONSEIL et plus particulièrement Monsieur LAZARO, associé du groupe AVVENS, pour les tâches qui me sont confiées, à la fois intéressantes et enrichissantes, ainsi que pour le temps qu'il m'a consacré, aussi bien dans les missions que pour l'élaboration de mon mémoire.

Mes remerciements vont aussi à Monsieur Mickaël GRANDJEAN et Monsieur Jérôme CASTEUBLE pour leur aide, leur patience et leur confiance qu'ils m'ont accordé dans l'établissement de leurs dossiers, ainsi qu'à l'ensemble des collaborateurs du cabinet AVVENS pour leur accueil chaleureux.

Je tiens également à remercier Madame LEGAY comme professeur référent tout au long de mon année universitaire et de m'avoir expliqué et conseillé pour les problématiques liées à ce sujet.

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 bien souvent dans la vie active à ce moment là.

Au-delà d'enrichir mes connaissances, ce stage m'a permis de comprendre dans quelle mesure les missions de l'expert comptable s'inscrivent. Il porte un regard de conseil le plus souvent, et analyse les documents comptables et fiscaux qu'établissent les collaborateurs. Il est donc important de maîtriser la technique de base avant de se lancer dans du conseil juridique ou fiscal.

Cette période de travail a été pour moi une phase indispensable à la bonne compréhension du fonctionnement des documents comptable et fiscaux, et surtout cela m'a permis de prendre du recul par rapport à la théorie qu'on nous enseigne tout au long de notre scolarité, certes indispensable à toute compréhension d'un sujet mais qui est parfois traitée différemment dans le cadre professionnel.

J'ai donc pu bénéficier d'une période d'un peu plus d'un an pour me familiariser avec la profession de comptable. Ainsi de nombreux dossiers m'ont été affecté, je gère actuellement plusieurs dossiers personnels de la facturation jusqu'à l'élaboration des liasses comptables et fiscales.

Dans cette situation 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.

En vue de rendre compte de manière fidèle et analytique des 12 mois passés au sein de la société AVVENS Audit & Conseil, il apparaît logique de présenter à titre préalable l'environnement de mon stage notamment par la présentation du cabinet, avant de préciser les différentes missions et tâches que j'ai pu effectuer au sein du pôle expertise comptable, et les nombreux apports que j'ai pu en tirer.

I. Présentation de l'entreprise

L'entreprise dans laquelle j'ai effectué mon stage du DSCG est AVVENS Audit & Conseil qui se situe 14 quai du Commerce à LYON 9^e (Vaise).

C'est un groupe qui dispose de plusieurs établissements dans toute la région, et qui compte aujourd'hui environ ... salariés dont 3 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

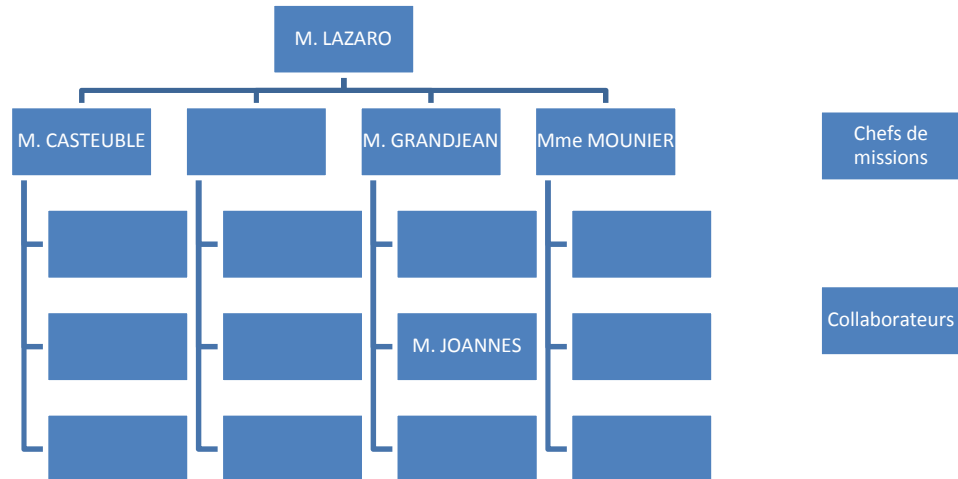
J'effectue mon contrat de professionnalisation au sein du cabinet lyonnais, qui comprend actuellement une trentaine de collaborateurs.

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 (BP, LBO, ...) ;
 - Accompagnement des dirigeants d'entreprise.

Chaque grand pôle de spécialisation est sous la responsabilité de plusieurs chefs de mission qui gère un petit nombre de collaborateur (4 à 5 en général).

On peut brièvement représenter la répartition des fonctions du pôle expertise comptable par l'organigramme suivant :



J'ai pu également constater que pour obtenir les renseignements, pour mener à bien les missions que nous confient les clients, de nombreux déplacements sont nécessaires. C'est pourquoi le turn-over des salariés est très important, et de façon plus nette dans le pôle « Audit comptable et financier ». En effet, lors des périodes d'inventaire, il convient d'effectuer les comptages en faisant l'inventaire physique afin de pouvoir faire les tests nécessaires pour vérifier les seuils de signification.

Plus précisément, j'ai été affecté sur deux fronts. Le principal étant celui de l'expertise comptable dans lequel je travaillais sous la coordination de chef de mission. Et de façon plus ponctuelle, sous la direction de Monsieur LAZARO, maître de stage et associé, je réalisais des opérations exceptionnelles notamment en matière de regroupement d'entreprise (fusion), d'établissement de prévisionnel pour des projets d'investissement par exemple, ou encore de transmission de société (opération de LBO) qui feront pour ces dernières l'objet du développement de notre seconde section.

Après avoir aperçut dans quel environnement mon stage s'est déroulé, nous allons voir à présent de façon plus détaillé les principaux travaux qui m'ont été confié lors de cette année.

II. Présentation des dossiers effectués durant le stage

A. Révision comptable et déclarations fiscales

L'un des travaux quasi quotidien d'un comptable est de suivre au jour le jour la vie de la société ou entreprise qui est cliente. En effet il s'agit d'enregistrer comptablement les éléments qui ont une incidence sur sa structure.

Il convient donc dans un premier temps d'enregistrer les factures d'achats et de ventes afin de déterminer la TVA due ou le crédit de TVA du mois (CA3) ou du trimestre (CA12) selon les cas.

Ensuite et de façon mensuelle lors de la réception du relevé bancaire il faut le saisir afin de contrôler le solde bancaire et de s'assurer qu'il est le même avec le compte de l'entreprise. Cela permet en outre de pouvoir letter le compte des fournisseurs, clients, dettes et créances diverses (Etat ; TVA ; Organismes sociaux ...). De la même manière il faut comptabiliser les bulletins de salaire et les charges sociales afin de suivre le social.

Enfin et de façon plus épisodique, nous enregistrons certains impôts, après les avoir préalablement calculé, notamment la Taxe sur les véhicules de société (TVS), la Taxe Professionnelle (TP), la Taxe Foncière, l'Impôt sur les Sociétés (IS)

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

En effet soit lors des situations, soit lors de l'établissement de la clôture de l'exercice nous devons établir les documents comptables Bilan, Compte de résultat, Annexe intermédiaire ou finaux. Pour ce faire, il nous a fallu prendre en compte les principes comptables tels que l'indépendance des exercices, le principe de prudence et celui de sincérité des comptes. C'est pourquoi nous avons déterminé des dotations aux amortissements et aux provisions (ainsi que des charges constatées d'avances (Assurance par exemple) ou encore des produits à recevoir principalement.

B. Elaboration d'un Business Plan

La prise de conscience par les ménages aussi bien que par les entreprises du processus de développement durable à profondément modifier les investissements ces derniers mois. Plusieurs entreprises ont choisit ce nouveau créneau pour investir et se développer notamment par l'énergie solaire avec la création d'usine et de champs de panneaux solaires photovoltaïques. D'autant que ceux-ci sont facilités par des mesures fiscales bien souvent très avantageuses.

Dans cette perspective, nous avons eu plusieurs dossiers concernant la création de société dans ce domaine, et surtout de nombreuses entreprises qui ont souhaitées investir dans ce type d'énergie qui est un marché très porteur eu égard aux statistiques.

Ainsi, j'ai eu l'opportunité de réaliser plusieurs business plan pour ces sociétés afin de déterminer si le projet paraissait satisfaisant eu égard aux indices financiers. Nous avons donc dans un premier temps appliqué la méthode DCF (Discounted Cash-Flows). C'est-à-dire que nous avons calculé l'ensemble des éléments encaissables auxquels nous avons soustrait les éléments décaissables pour avoir nos free cash-flows.

Dès lors nous pouvons effectuer des calculs de rentabilité sur le projet d'investissement. Pour cela, plusieurs outils ont été nécessaire à déterminer, il s'agit notamment :

- du TIR (Taux Interne de Rentabilité) qui correspond au taux qui va permettre d'actualiser les cash-flows futur et l'investissement initial ;
- de la VAN (Valeur Actuelle Nette) qui correspond à l'actualisation des cash-flows futurs à un taux correspondant au taux de rentabilité minimum exigé par les actionnaires. Si cet indicateur est positif, cela signifie que le projet est rentable ;
- du taux WACC (Weighted Average Cost of Capital), il s'agit d'u taux annuel moyen attendu par les actionnaires et donc par les investisseurs en retour de leur investissement ;

Dans ce cadre, nous avons élaboré un business plan, des documents prévisionnels ainsi que la trésorerie prévisionnelle à 3 ans. En effet même si le projet paraît rentable eu égard à ces indicateurs financiers, s'il s'avère réalisable quand à la trésorerie notamment. Car un projet peut être très rentable mais peut le cas échéant entraîner une trésorerie négative.

C. Fusions et apports partiels d'actif

Nous avons eu au sein du cabinet à traiter d'un dossier traduisant une situation juridique complexe. La société mère avait reçu une avance en compte courant de sa fille afin qu'elle puisse racheter ses titres de participation. Cette situation est au regard du droit des sociétés interdite, c'est pourquoi, l'Expert comptable a conseillé de faire une fusion de ces deux sociétés afin que ce compte courant disparaisse que qu'il n'y ait plus qu'une seule situation nette.

Il s'agit donc d'une opération de fusion à l'envers dans laquelle la société mère se trouve absorbée par sa filiale. Cette opération de fusion m'a été confié afin d'évaluer la parité d'échange de l'opération d'une part, et d'analyser la situation nette de la nouvelle société et notamment tout le régime fiscal concernant le mali de fusion.

Rappelons qu'un mali technique se décompose en deux sous éléments. Il s'agit :

- d'une part d'un mali technique ... et,
- d'autre part d'un faux mali ...

Il y a un mali technique en l'espère car la situation nette de la mère

Le mali de fusion est traité généralement de la façon suivante : ...

La réunion de ces deux sociétés par le biais de la fusion permettra de redonner une vision économique juste de la réalité et donnera ainsi une crédibilité autre aux ...

ANNEXE 2 – Comparaison des situations nettes avant l'opération pour les deux sociétés et après pour la nouvelle société

D. Réalisation de plusieurs LBO

Ce sont ces opérations assez spécifiques 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 après avoir brièvement présenter l'intérêt et la théorie financière qui se cache derrière ces opérations à effet de levier.

L'Owner Buy Out (OBO) est une technique d'ingénierie financière très prisée qui s'adresse aux dirigeants actionnaires. L'opération consiste à transmettre une partie, voire la majorité du capital de l'entreprise à un opérateur en capital investissement (ou capital investisseur) tout en restant actionnaire majoritaire ou minoritaire. Il s'agit d'une forme particulière de LBO (opération de cession avec effet de levier). Cette "opération de vente à soi-même" est conseillée au dirigeant actionnaire dès lors que ce dernier souhaite tirer profit d'une partie de la valeur créée, pour sécuriser son patrimoine et réaliser des opérations à titre personnel (investissements, placements...) sans pour autant perdre le contrôle de sa société.

Cette technique peut également permettre de faire entrer au capital d'autres personnes dans des conditions financières avantageuses. Elle offre ainsi la possibilité d'associer à l'entreprise des collaborateurs clés et/ou des membres de la famille, afin de récompenser leurs efforts, ou encore de commencer à préparer la succession du dirigeant actionnaire.

CONCLUSION

Pour conclure sur cette présentation générale de mes travaux et de l'entreprise, il est clairement établi qu'il existe un lien entre la théorie et la pratique. Toutefois on constate encore de grandes disparités notamment dans des domaines tels que la consolidation ou la TVA par exemple.

J'ai eu la possibilité de suivre des dossiers allant du projet de création des sociétés jusqu'à l'établissement des comptes sociaux desdites sociétés ce qui est très enrichissant car cela permet d'analyser et de suivre l'ensemble des opérations de celles-ci. En outre, cela permet d'effectuer des comparaisons assez intéressantes sur le prévisionnel que l'on avait initialement établi et ce qui se passe concrètement au regard des opérations comptables de l'exercice.

De façon plus générale, ce stage m'a confirmé dans mon choix de futur métier. En effet le métier de comptable et d'expert comptable ne se résume pas seulement à comptabiliser des opérations traduisant les actes de la vie de la société, il s'agit également d'un métier de conseil où le client a de nombreuses questions qu'il faut satisfaire. C'est également un métier qui demande une connaissance relativement ouverte de l'environnement économique et juridique du monde dans lequel nous sommes. La conjugaison de tous ces facteurs donne un attrait à ce métier qui est en pleine mutation.

En effet, l'émergence d'une économie « monde » oblige de plus en plus à faire une comptabilité homogène comprise par tous. Le référentiel IAS/IFRS s'invite au détriment des normes nationales qui peu à peu perdent de leur importance.

Cette nouvelle façon de raisonner s'est avérée vérifiée lors de l'établissement de certains business plan dont les futurs investisseurs n'étaient pas forcément des investisseurs nationaux. C'est pourquoi, un collaborateur spécialisé en norme US GAAP a converti nos tableaux prévisionnels dans ces normes pour une meilleure compréhension de leurs parts.

Ce stage est donc un moyen de nous ouvrir au monde économique et de comprendre tous les mécanismes et surtout sortir de la théorie pure qui parfois obère la réalité. Car dans les missions professionnelles il n'existe pas de « *corrigé préfabriqués* » c'est aux collaborateurs de trouver la solution, de raisonner sur un problème.

Après avoir succinctement présenter les fonctions et les missions que j'ai pu avoir durant mon stage, l'une a été particulièrement enrichissante. C'est pourquoi j'ai décidé d'en faire la seconde partie de mon rapport. Il s'agit des opérations de LBO à travers un cas pratique concret d'un OBO.

SECTION 2 : L'OPTIMISATION FINANCIERE ET FISCALE D'UN OBO

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* américaines rendra probablement le montage des futures opérations à effet de levier plus difficile. L'âge d'or des LBO, annoncé par Henry Kravis, 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 question, 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 ».

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 Leveraged-Buy-Out (LBO) 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. Plusieurs types de LBO existe, ils fonctionnent tous sur la même trame financière mais ils se distinguent les uns des autres par leurs objectifs propres.

L'originalité de ce montage réside dans la création d'un holding qui détient les parts de la cible. Le holding de reprise est purement financier. 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 rapport est dédiée à l'étude de l'opération de LBO en général ainsi qu'à la présentation des acteurs à l'opération et des effets de levier source de création de valeur.

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 place l'endettement comme source de valeur future contrairement à ce que l'orthodoxie financière peut laisser penser.

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.

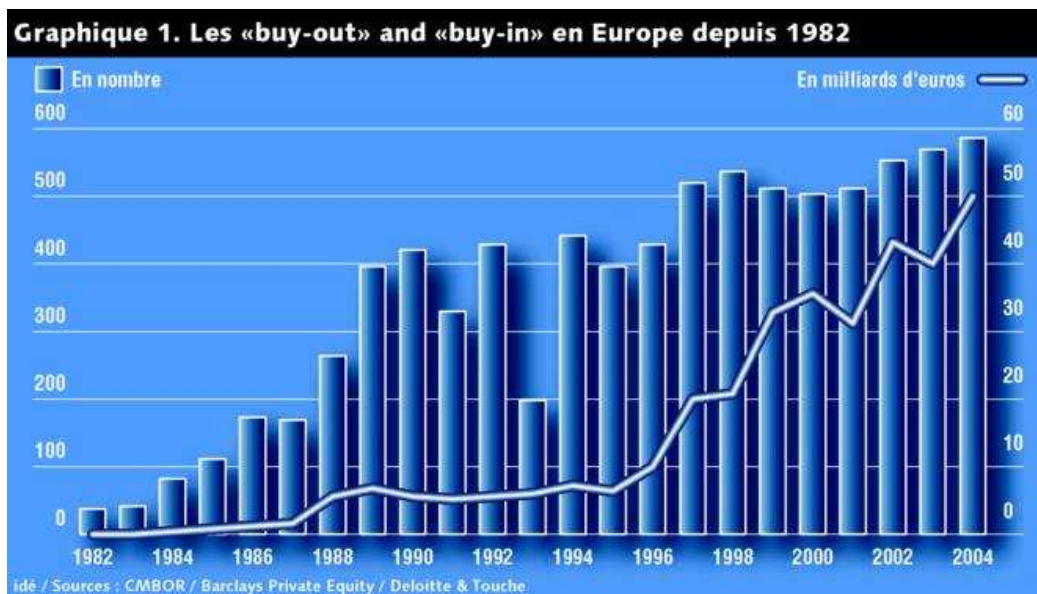
Plusieurs raisons expliquent l'émergence de l'OBO, ce peut être la volonté des groupes de se restructurer et la nécessité de placer des fonds importants. Bien sûr, le vieillissement de la population des chefs d'entreprises désireux de céder leurs entreprises alimente également ce marché.

Loin s'en faut. Aussi, cherchons-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.

I. Le LBO : Principales caractéristiques des opérations à effet de levier

A. Présentation générale du LBO et définition

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.



B. Le contexte économique d'une telle opération

Les opérations de LBO répondent à problématiques très diverses. L'objectif peut aussi bien avoir une 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 une succession de son actif professionnel et ou personnel à ses enfants notamment en toute exonération d'impôt.

Par hypothèse envisageons un entrepreneur qui souhaite partir à la retraite d'ici quelques années et envisage de transmettre l'entreprise à son fils.

Pour cela, le dirigeant commence par créer une holding, à laquelle il apporte 50% des titres de sa société qui est la cible. Dans un second temps, la holding acquiert les 50% de titres restants au dirigeant, grâce à un financement bancaire, ce qui permet à l'entrepreneur d'encaisser le montant de la cession. Il s'acquittera alors de la fiscalité sur les plus-values provenant de la cession de ses titres.

Le dirigeant est alors propriétaire de 100% de la holding souhaite préparer sa succession, il peut procéder à une donation des titres de la holding à son fils, ceci pour une valeur imposable nulle.

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.

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

Les différents LBO évoqués sont des mécanismes particulièrement utiles dans les opérations de restructurations du capital. Aussi, lorsque une entreprise familiale est confrontée à un problème de succession, au départ à la retraite de son dirigeant, les propriétaires peuvent décider de vendre la société à l'un des membres de la famille sans pour autant que celui-ci ait les moyens financiers d'apporter la somme correspondante au prix de vente. Lorsqu'il n'y a pas de successeur potentiel dans le cercle familial, l'ensemble ou partie des salariés de l'entreprise peut s'associer avec les investisseurs pour reprendre la société. Cette opération particulière est une reprise d'entreprise par les salariés (RES). Ce type d'opération n'est rien d'autre qu'un autre LBO particulier à savoir un LMBO.

2. Une optimisation du rachat de sa propre société

La fiscalité sur les dividendes au titre de l'IR bien que fortement allégée par les abattements et la réfaction, s'avère lourdement taxée pour les dirigeants notamment lorsque ces derniers sont imposés dans la tranche haute du barème à l'IR.

C'est donc selon le même schéma que ci-dessus qui constitue le schéma de base de l'opération d'OBO que le dirigeant doit mettre en place. Ceci lui permettra de toucher une somme relativement importante lors de la cession des titres de la holding en franchise d'impôt.

Ce montage lui permet donc de racheter sa société par l'intermédiaire d'une holding ad hoc et de la remontée de dividende de la société cible. Ce rachat étant réalisé sans que le dirigeant ne débourse un seul euro. Et il pourra après un délai de 8 ans céder ses parts de holding sans être imposé.

Il s'agit donc dans cette opération d'utiliser au mieux la remontée des dividendes de la cible pour financer le rachat des parts en le couplant d'un emprunt moyen terme.

Pour autant, ce montage répond 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.

3. Une véritable restructuration du capital

Lorsqu'un marché est porteur et est en pleine croissance, les dirigeants souhaiteraient bénéficier au mieux de cette croissance pour leur entreprise, c'est pourquoi il leur faut recapitaliser leur société, augmenter les fonds propres et le niveau de trésorerie pour pouvoir investir et se développer.

Or, parallèlement le dirigeant doit garder le contrôle de la société malgré l'entrée de nouveaux actionnaires et les risques de dilution importants du capital. Une telle opération ne lui permettrait que d'avoir de nouvelles sources de financement et de nouveaux actionnaires sans bénéficier par la même occasion d'un effet de levier.

C'est pourquoi, une fois encore dans cette situation il est opportun de mettre en place une opération d'OBO dans laquelle le dirigeant ferait entrer de nouveaux actionnaires qui seraient minoritaires dans la holding qui contrôlerait à 100 % la société cible. Cela permettrait de bénéficier d'important effet de levier et d'insuffler une capacité importante à la cible pour se développer.

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).

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 en exonération d'impôt le cas échéant.

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 rachats 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 termes de valorisation de sortie.

De plus, comme exposé précédemment, le processus de montage de l'opération peut se révéler très bénéfique en termes 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.

C. Fonctionnement de toute opération de LBO

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 unique recouvre 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.

2. Les différents effets de levier

a. 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. La formule est la suivante :

$$\text{ROE} = \left(\text{ROCE} + (\text{ROCE} - i) \times \frac{D}{\text{FP}} \right) \times (1 - t)$$

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

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 la rentabilité des fonds propres sera élevée.

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. En effet cette formule de base considère que le passif est seulement composé de dettes financières et de capitaux propres en excluant donc toutes dettes d'exploitations, ce qui est pourtant très rare. De la même façon on résume de façon très rapide que les frais financiers sont exclusivement des charges d'intérêts

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.

b. Levier fiscal :

Complétant le levier précédent, 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.

D'autre part, diverses techniques fiscales permettent d'augmenter considérablement l'effet de l'investissement effectué.

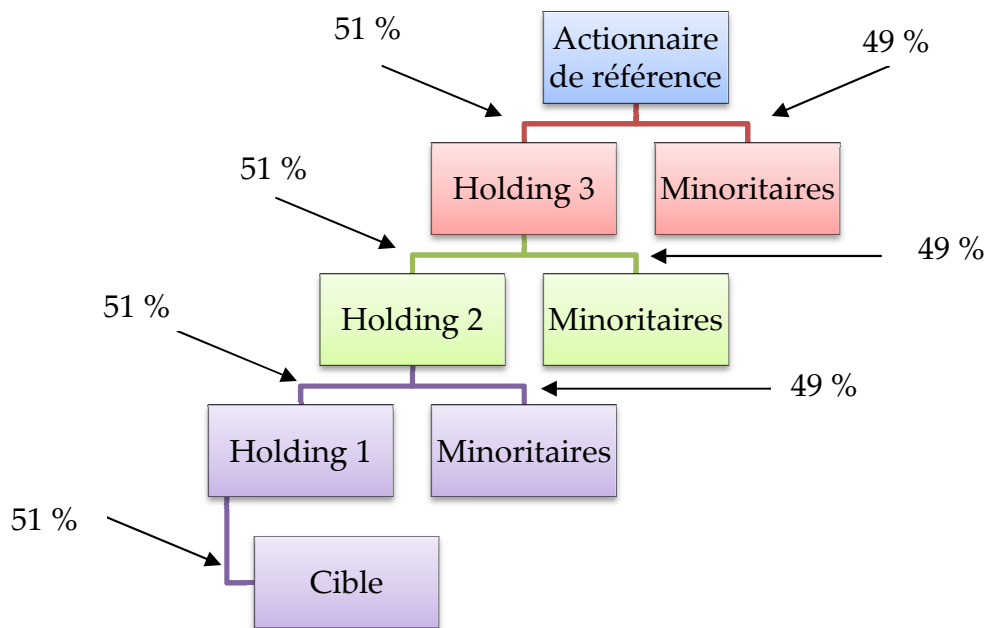
- Le mécanisme le plus important est l'intégration fiscale, c'est-à-dire l'addition des résultats de la holding et de la cible en vue d'une imposition commune. Si l'une est bénéficiaire et l'autre déficitaire, on pourra utiliser ce mécanisme en vue de faire la compensation. En effet, on diminuera les 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 mécanisme 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 que le dirigeant ne peut pas faire supporter au Trésor les charges d'intérêts de l'emprunt car il n'y a pas une modification capitalistique suffisante avant et après l'opération.

c. 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 double par exemple 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.

D. Le processus de montage d'un LBO

1. Principe du montage financier

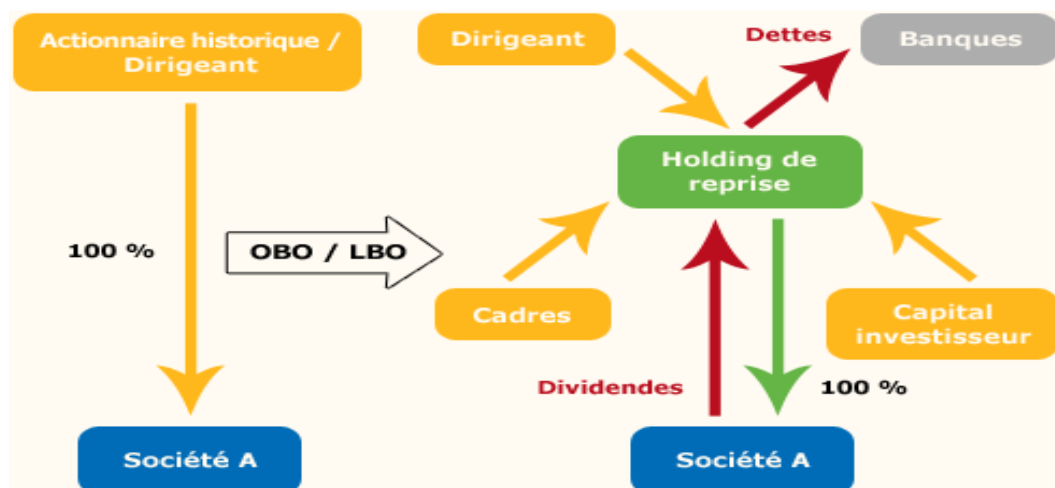
Nous avons vu qu'il existe différentes façons d'amener un LBO que ce soit un rachat des salariés ou cadres de la société (LMBI, OBO, LBI), ou bien que ce soit par des investisseurs exogènes à la cible (LBO, LMBO) derrière cette pluralité de définitions, se cache en fait un seul et même mécanisme : le 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 jouer 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.



2. 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.

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.

Différents moyens pour financer une telle opération sont présentés ci après :

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 peuvent être 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.

Les apports de 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%). Le dirigeant souhaitant bien souvent garder la contrôle dans la holding.

Dans les LBO ce type d'apport est plus rare car il s'agit bien souvent d'investisseurs extérieurs à la cible. Aussi, n'ont-ils pas de titres de la cible pour apporter à la holding.

La dette senior : L'emprunt bancaire classique :

Cette dette correspond à l'emprunt bancaire classique que l'entreprise peut avoir recours afin de réaliser son opération de LBO. 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.

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.

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'à la fin de l'opération et d'alléger les charges financières pendant la période de remboursement de la dette senior.

Le crédit vendeur :**Debt push down :**

Cette technique consiste, lors de la reprise d'une société en LBO, à faire supporter une partie ou la totalité de la dette LBO mise en place au niveau de la société holding par la société cible, soit au moment du LBO soit quelque temps après. En faisant descendre la dette en tout ou partie de la société holding vers la cible, les avantages sont les suivants :

- L'optimisation du coût de financement : la technique sécurise les banquiers et contribue ainsi à diminuer leurs marges de rémunération ;
- Une plus grande souplesse quant aux modalités financière : allongement de la durée de la dette, montant levé plus important.

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.

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.

E. La sortie du LBO

Rappelons que la réussite du LBO tient à la rentabilité des fonds investis par les financiers dans l'opération. Or, la rentabilité des investissements réalisés faiblit quand les sociétés sont conservées trop longtemps en portefeuille car si le TRI dépend des plus-values réalisées à la vente, il l'est aussi de la durée d'immobilisation des fonds investis. Comme les investisseurs en fonds propres visent des taux de rentabilité de l'ordre de 25% par an en moyenne, la réalité économique des entreprises entre dès lors en conflit avec cette arithmétique dès que l'horizon de l'investissement dépasse quelques années. La revente de la société avec une plus-value permettant d'encaisser le retour de l'investissement devient donc crucial pour les investisseurs puisque l'exponentiation de taux de rentabilité supérieurs à 20% se heurte à un mur à horizon de quelques années. Il est donc crucial pour ces investisseurs non seulement de revendre mais de revendre vite. Seront étudiés ci-après les différents modes de sorties de LBO et leur impact sur la réussite/l'échec de l'issue du LBO.

1. La sortie en bourse (Initial Public Offer)

Cette solution est envisageable lorsque la pérennité de l'entreprise est assurée avec de bonnes perspectives de croissance et une rentabilité significative. Elle permet d'avoir recours à l'épargne publique pour financer son développement et ses investissements.

Cependant, une telle transaction n'est pas simple à mettre en place et toutes les entreprises ne sont pas capables de faire face au cahier des charges pour y accéder.

En effet, les conditions d'entrée en bourse sont loin d'être aisées à satisfaire notamment quant au placement minimum (2,5 millions d'euros minimum pour Alternext par exemple) ou au pourcentage de capital mis sur le marché boursier (25% au moins du capital).

D'autres critères sont parfois nécessaires pour entrer en bourse :

- Avoir une taille minimum ;
- Disposer d'un historique des évolutions de la croissance ;
- Evolution de la rentabilité ;
- Présentation de comptes certifiés.

2. La vente à un industriel

Ce type de sortie est classique pour un LBO et consiste en la revente de la société cible à un concurrent ou à tout autre groupe intéressé par une intégration horizontale ou verticale de ses activités.

L'avantage majeur réside dans le fait que les investisseurs peuvent se dégager intégralement du capital investi en bénéficiant d'une excellente valorisation de l'entreprise. Cette dernière est le fruit des possibles synergies que l'acheteur peut rencontrer avec la cible et entraîner son intérêt pour l'acquisition.

Une telle solution a des répercussions sur le management et peut engendrer par la même une certaine hostilité au changement. En effet, l'équipe dirigeante se voit le plus généralement privée de liberté dans ses décisions et même remplacée par le nouveau repreneur dans certains cas. Toutefois, de plus en plus d'investisseurs décident de conserver l'équipe en place et prévoient même à l'avance le prix et le profil du repreneur³.

C'est donc un choix stratégique qui implique que l'acquéreur sache pertinemment les conséquences de l'opération et face un choix extrêmement sélectif de l'offre. Les acheteurs potentiels ne sont, en conséquence, pas forcément au rendez-vous malgré les caractéristiques favorables des entreprises de ce type.

3. Les LBO de LBO ou LBO secondaire

Cette issue peut être définie comme la cession de l'entreprise non pas à un industriel mais à un autre fonds. Les investisseurs initiaux sont ainsi substitués par de nouveaux investisseurs financiers et un nouveau montage LBO est conçu : c'est un LBO secondaire. Cette technique a vu le jour suite aux difficultés rencontrées pour trouver un nouvel acheteur intéressé que ce soit au niveau des industriels ou des marchés cotés. On privilégiera ce choix si l'on considère que les possibilités de continuer à créer de la valeur sont plus que satisfaisantes et améliorables.

II. L'OBO à travers un cas concret

A. Contexte de la mission et nouvelle organisation de la société

Avant de se lancer dans n'importe quelle opération, que ce soit une opération à effet de levier, ou une opération de transmission d'entreprise, l'expert comptable se doit de faire une analyse stratégique de la situation actuelle de la société étudiée.

Plusieurs questions se posent directement à lui.

- Quels sont les enjeux d'une telle opération ?
- Quel va être le mode de transmission de la société ?
- Quel est la qualité du bénéficiaire ?
- Quelles sont les incidences fiscales de l'opération ?

Toutes ces questions doivent faire l'objet d'une étude préalable de la part de l'expert qui est en charge du dossier. A partir de là il va donc s'interroger sur ces questions et sur les objectifs et les contraintes que lui pose son client en fonction de sa situation.

Le contexte de l'opération peut être résumé comme suit :

Notre client a 59 ans, il vit en concubinage et a 4 enfants d'un premier lit :

- 2 fils, dont l'un est majeur et travaille avec lui et un autre mineur qui est encore étudiant et qui aura 18 ans en 2009 ;
- 2 filles qui sont toutes les deux majeures.

Il nous a exprimé son souhait de :

- Réaliser une opération partielle de transmission patrimoniale des actifs professionnels au profit de ses deux fils tout en conservant la majorité de capital ;
- Conserver une répartition patrimoniale équitable entre ses quatre enfants ;
- Réaliser une opération financière lui conférant du cash afin d'acquérir sa future résidence secondaire ;
- Procéder à un montage juridico-financier légaliste tout en conférant la meilleure optimisation fiscale du schéma proposé.

Dans ce contexte, nous avons été consultés afin de procéder à une réorganisation juridique, financière, fiscale, sociale et patrimoniale des actifs professionnels de l'ensemble des associés.

Suite à cette réflexion stratégique nous envisagerons un montage de type LBO qui servira de base à notre développement. Puis en tenant compte de la législation juridico-fiscale en vigueur dans notre droit positif, nous tâcherons de trouver la configuration optimale en terme de rentabilité financière tout en limitant les impacts fiscaux.

B. Un montage juridico financier particulier

1. Une structure particulière appliquée à un cas concret

Il convient également d'analyser la structure historique qui va faire l'objet de l'opération afin de l'adapter au mieux à la nouvelle structure. Il faut également prendre en compte l'ensemble des données et des contraintes que l'on nous a fixer lors du plan initial de l'opération, ce peut être les modalités de financement, les objectifs initiaux, et prendre aussi en compte les modalités juridiques.

Historique de la création de la société cible:

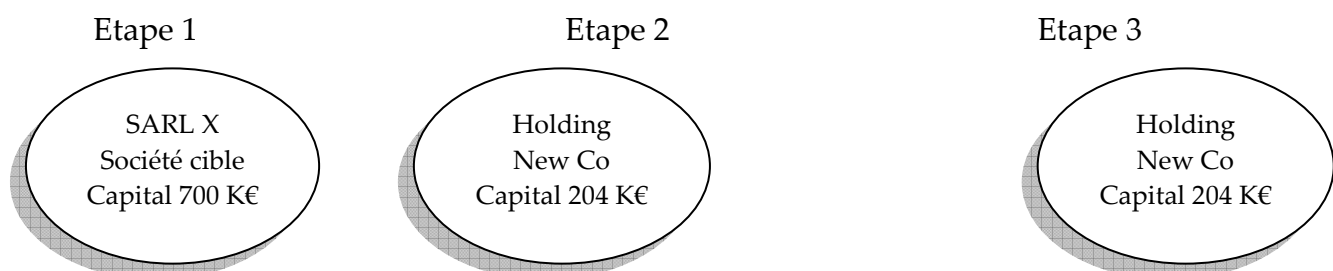
- Monsieur X informaticien de formation est entré dans le groupe Y en tant que vendeur. Il devient par la suite directeur commercial du département.
- En 2001 Monsieur X rachète les concessions du groupe Y des départements 21 et 52 pour 686.000 € (3000 clients) ;
- En 2004 Monsieur X procède au rachat de la concession du département 71 ainsi que du nord du 01 pour 200.000 € (1200 clients). Cette acquisition à été réalisée à titre personnel par le dirigeant.
- En 2006 rachat par la société cible de la concession du département 39 pour un montant de 150.000 € (1 000 clients) par le biais d'un emprunt moyen terme sur une durée de 7 ans.
- Début 2006 Monsieur X procède à l'acquisition de son nouveau siège social via une SCI.

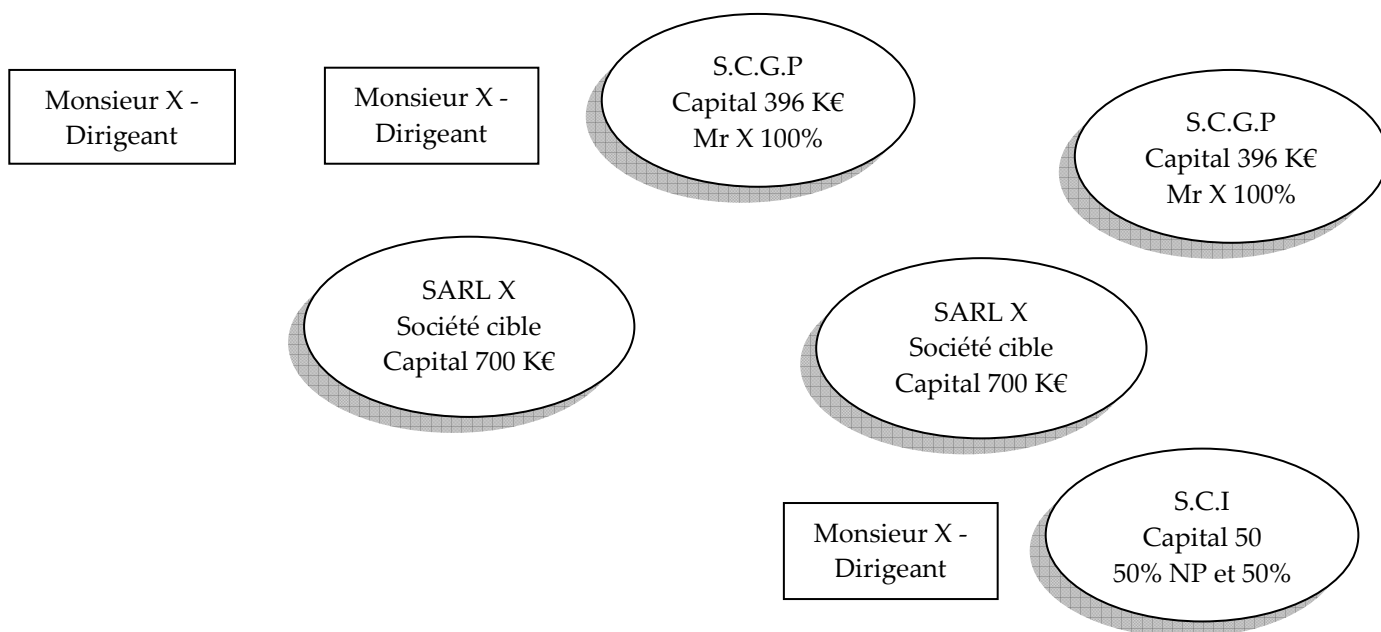
Par ce montage qui doit être la structure du groupe finale on constate que les objectifs initiaux que notre client nous a demander sont remplis. En effet, la SCI familiale achèterait la résidence secondaire et la société Holding détiendrait la société de Monsieur X à 100%, lequel est actionnaire avec ses fils dans la Holding.

A présent il convient de trouver les modalités juridico-financière qui permettront la réalisation de ce montage, tout en rappelons le limitant l'impact fiscal qui pourrait s'avérer très coûteux.

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

FAIRE UN GRAND SCHEMA DU DEBUT A LA FIN





2. 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 croissance. 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.

Dans le cadre de notre projet, nous avons fait appel à une banque d'investissement afin d'obtenir pour notre client un emprunt moyen terme d'environ 500.000 € remboursable sur une durée de 7 ans. L'annuité de remboursement sera de 86.410 €.

Période	Capital restant dû	Intérêt	Amortissement	Annuité
31/12/2009	500 000	25 000	61 410	86 410
31/12/2010	438 590	21 930	64 480	86 410
31/12/2011	374 110	18 705	67 704	86 410
31/12/2012	306 405	15 320	71 090	86 410
31/12/2013	235 316	11 766	74 644	86 410
31/12/2014	160 671	8 034	78 376	86 410
31/12/2015	82 295	4 115	82 295	86 410
Totaux		104 869	500 000	604 869

Le capital de la holding est constitué par l'apport d'une partie des titres de la cible à hauteur de 204.000 €.

Dès lors on peut déterminer le ratio dettes financières / capitaux propres (gearing) qui est de $500.000 / 204.000 = 2,45$.

Ce ratio est relativement élevé ... il correspond dans la formule financière du calcul de la rentabilité financière au bras de levier. Plus il est important, donc plus l'entreprise est endettée par rapport à ses fonds propres, plus la rentabilité sera forte.

Sachant que la holding est une société purement financière ses seules charges correspondront aux charges financières issues de l'emprunt. Dès lors il convient de s'interroger sur la remontée des dividendes de la fille qui seront alors ses seuls produits.

3. Les particularités juridiques liées à ce type de montage

a. Forme juridique à adopter

L'un des avantages de ce type d'opération est comme nous l'avons vu plus haut pour le levier juridique, la possibilité notamment de choisir la forme juridique de la société que l'on souhaite créer.

Nous avons dans notre situation choisi de retenir la forme de la SARL pour plusieurs raisons :

- Tout d'abord le choix a été limité par le nombre d'associé entrant dans le capital, en effet notre client souhaitant seulement faire entrer dans le capital de sa société ses deux fils une société anonyme était à proscrire ;
- Ensuite, concernant la responsabilité des associés, la SARL est une structure où la responsabilité est limitée au montant des apports ;
- **Protection sociale du dirigeant ??? Contrat de travail ?**
- Enfin au regard de la fiscalité, les sociétés soumises à l'IS peuvent bénéficier de régimes fiscaux attractifs pour l'imposition des dividendes mais également au niveau des plus ou moins values de cession des titres de participation.

b. Clause d'Earn out

La clause d'Earn-Out est un moyen de concilier les intérêts divergents du cédant et du repreneur :

- Le repreneur se veut prudent et tend à douter de la valeur de la cible. En effet, il n'a pas de certitude absolue quant au rendement futur de l'entreprise qu'il souhaite acquérir et sa préoccupation majeure sera de ne pas surpayer l'entreprise.
- Le cédant, au contraire, a tendance à surestimer la capacité de son entreprise à générer des bénéfices, ne serait-ce que pour en obtenir le meilleur prix.

Dans ce contexte, la clause d'Earn-Out peut se révéler particulièrement utile soit dans les cas où les évaluations élaborées par les parties sont très divergentes, soit lorsque les derniers résultats de l'entreprise ne sont pas en ligne avec le business plan. Elle permet alors de trouver un compromis objectif basé sur l'activité et les performances réelles futures de la société. Les différends quant à la valeur de l'entreprise sont ainsi tranchés en décalant une partie du paiement du prix.

c. Pacte d'actionnaires

Très souvent, les actionnaires d'une société ou, plus couramment, certains d'entre eux concluent, en dehors des statuts, des conventions, appelées pactes d'actionnaires ou pactes de famille, par lesquelles ils cherchent à régler, généralement pour une longue période, le contrôle de la conduite des affaires et de la composition du capital de leur société.

Les diverses clauses qui mettent en œuvre ces objectifs s'articulent autour de deux axes majeurs : d'une part, l'attribution aux minoritaires des moyens d'intervenir dans la gestion de la société ; d'autre part, l'organisation d'une procédure de sortie de la société pouvant profiter à tout actionnaire partie au pacte. La société par actions simplifiée, ouverte à toute personne physique ou morale, permet de prendre en compte ces objectifs et de les concrétiser par des clauses statutaires.

C. 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

Il s'agit d'une évaluation patrimoniale qui évalue la valeur de l'entreprise à la somme de son actif sous déduction de son passif après avoir exclu les actifs fictifs que sont ...

→ ANCC : Actif net comptable corrigé

Cette méthode est la même que

Prise en compte des plus et moins values et de l'impôt différé

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

Eléments	Cible	
Capitaux propres		
- Actifs fictifs		
Capitaux propres nets		
Actif		
VMI		
Nombre de titres		
ANCC		

2. 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 mis 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 : 104.000 € ;
- Apport des titres de la SARL X des fils pour : 100.000 € ;

Le capital du Holding New Co s'élève à 204 K€ et se répartit comme suit :

- M. X : 104 K€ soit 50,98%
- Fils 1 : 50 K€ soit 24,51%
- Fils 2 : 50 K€ soit 24,51%

Il détient globalement 29,56% du capital de la cible.

Le Holding New Co va faire un emprunt moyen terme de 490 K€ sur une durée de 7 ans. Cette somme va permettre d'acquérir le montant résiduel (70,44%) des titres désormais détenus par la SCGP (390 K€) et les 2 filles (100 K€).

3. 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 :

$$ROE = \left(ROCE + (ROCE - i) \times \frac{D}{FP} \right) \times (1 - t)$$

En tout état de cause le rapport Dettes sur Capitaux propres (gearing) est pour notre société de : $500.000 / 204.000 = 2,45$.

Le taux de rentabilité économique avant IS est de XXX%

Rentabilité économique :

$$Te = \text{Résultat d'exploitation} / (\text{Capitaux propres} + \text{Dettes financières})$$

Le taux d'intérêt de l'emprunt est 5 %

Le ratio D/K est de 2,45

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 :

4. L'analyse de la rentabilité du montage

a. Evaluation et calcul des free cash-flows

Compte de résultat							
Données en k €	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Année	1	2	3	4	5	6	7
CA							
<i>% de croissance</i>							
Charges							
EBITDA	0	0	0	0	0	0	0
Amortissements							
EBIT	0	0	0	0	0	0	0
Produits financiers							
Charges financières							
Résultat financier	0	0	0	0	0	0	0
Produits exceptionnels							
Charges exceptionnelles							
Résultat exceptionnel	0	0	0	0	0	0	0
Résultat courant							
Impôt sur les sociétés							
Résultat net	0	0	0	0	0	0	0

Flux de trésorerie							
Données en k €	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Année	1	2	3	4	5	6	7
Résultat net	0	0	0	0	0	0	0
Amortissement	0	0	0	0	0	0	0
Cash-Flow	0	0	0	0	0	0	0
Cash flow	0	0	0	0	0	0	0
Emprunt							
Total encaissement	0	0	0	0	0	0	0
Investissement							
Variation du BFRE							
Remboursement de l'emprunt							
Total décaissement	0	0	0	0	0	0	0
Flux de trésorerie	0	0	0	0	0	0	0
Flux de trésorerie actualisé à 5%							
Cumul flux de trésorerie actualisé							
VAN							
TIR							

b. Rentabilité du projet – Le calcul du TRI et de la VAN

Nous avons actualisé la VAN au taux de 5 % qui correspond au taux du marché sans prime de risque sectorielle

On constate que l'on obtient une VAN de ...

Un TIR de ... qui correspond au taux ...

La VAN est positive donc on peut considérer que

D. Transmission patrimoniale des actifs professionnels

Comme convenu avec Mr X l'objectif étant de préparer une succession 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, Mr X procédera à une donation d'un montant égal à chacun de ses enfants, il partagera ses parts de SARL avec ses deux fils. Et afin de rétablir l'égalité la plus juste possible avec ses filles, il va créer deux autres sociétés afin d'acquérir du patrimoine immobilier destinée à ses filles.

1. Opérations de donation aux enfants

Dans l'optique de préparer sa succession notre client souhaite transmettre son actif professionnel à ses enfants. Pour cela il va réaliser une donation-partage de montant équivalent à l'ensemble de ses quatre enfants. Il transmet donc les parts de sa SARL (société cible) pour une valeur totale de 200.000 € soit 28,57% de la société.

A ce stade, la société cible est détenue à concurrence de 71,43% par Mr X et pour 28,57% par les quatre enfants.

Nous traiterons de l'aspect fiscal de cette donation dans le III de cette section.

2. Création d'une SCGP

Nous avons décidé de créer au sein de ce montage une société intermédiaire ad hoc, destinée à faire office d'intermédiaire dans la cession des titres de la cible par Mr X.

Cette société sera une Société Civile de Gestion de Portefeuille (SCGP) qui sera constituée par l'apport résiduel des titres de la cible de Mr X à hauteur de 396.000 € (700.000 – 200.000 – 104.000). La SCGP détient alors 56,57% de la société cible.

Le traitement fiscal des apports de titres en société est le même que celui concernant la holding.

De plus, cette société contrôlera la SCI que Mr X va créer avec ses filles afin de se constituer un patrimoine immobilier et ainsi bénéficier de rendement locatif ultérieur.

3. La cession des titres à la holding New Co

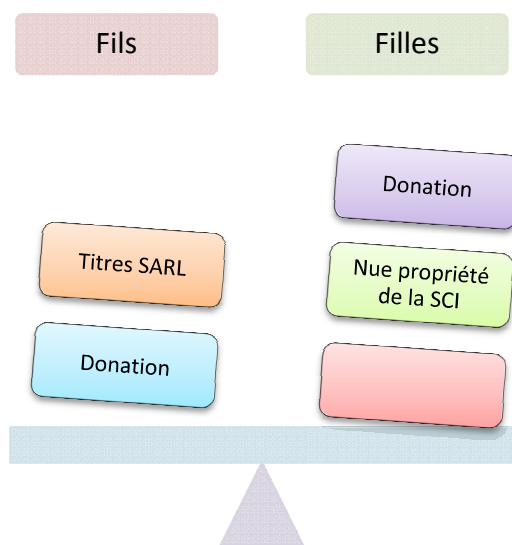
Rappelons que pour que l'opération puisse fonctionner de la manière la plus optimale possible, il faut que la holding détienne le maximum des titres de la cible. A l'heure actuelle, nous l'avons vu ci-dessus, la holding détient seulement 29,14% de la cible. Le reste étant détenu par les deux filles et par la SCGP.

C'est pourquoi, la holding rachète les titres aux filles d'une part pour une valeur de 100.000 € et à la SCGP d'autre part pour 396.000 €.

A ce stade, la holding détient donc 100% de la société cible, et seul Mr X et ses deux fils sont actionnaires de cette holding.

4. Création d'une SCI

Dans l'optique de réduire les inégalités entre les fils et les filles de Mr X, qui nous l'avons vu plus haut l'un des objectifs majeur de notre client, la SCGP avec ses liquidités abondantes (suite à la cession des titres) va pouvoir constituer une Société Civile Immobilière dont les filles auraient la nue propriété qu'elles partageraient à concurrence de 50% avec Mr X.



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 50.000 € 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 sur une durée de 7 ans.

Eléments	Fils	Filles	Différences
Donation de M. X à ses enfants	100	100	0
Titres Holding			
Plus value			
Parts de la SCI			
Total			

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

La SCI serait créée selon les modalités suivantes : Les parts seront démembrées à :

- 50 % de la pleine propriété pour la SCGP ;
- 50 % de l'usufruit à la SCGP ;
- 25 % de la nue propriété à chacune des deux filles soit 50 % au total.

Enfin, pour que la SCI réalise son investissement, la SCGP fera une avance en trésorerie d'un montant maximal de 396.000 €. Si le montant de l'investissement excède cette somme, la SCI peut tout à fait se doter d'un emprunt moyen terme pour le surplus. Le remboursement de cet emprunt serait effectué via le versement d'un loyer versé par le locataire.

Fiscalement, la SCI est imposable selon deux régimes. Soit l'imposition à l'impôt sur les bénéfices (IS) soit elle est imposée selon la transparence fiscale, c'est-à-dire à l'impôt sur les revenus de chacun de ses membres.

Les calculs suivants vont nous permettre de faire notre choix pour son imposition :

Année	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Loyers							
Intérêts							
Travaux périodiques							
Charges diverses							
Résultat avant Impôt	0	0	0	0	0	0	0
IR taux marginal 40 %	0	0	0	0	0	0	0
Résultat disponible après impôt	0	0	0	0	0	0	0
Dettes nettes							
Prix de cession							
Plus value							
Prélèvements sociaux							
Dettes restantes							
Revenu net pour les associés							

Année	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Loyers							
Intérêts							
Travaux périodiques							
Charges divers							
Amortissements							
Résultat avant IS	0	0	0	0	0	0	0
IS (33,33 %)	0	0	0	0	0	0	0
Résultat après IS	0	0	0	0	0	0	0
Amortissements	0	0	0	0	0	0	0
Cash-Flows disponibles	0	0	0	0	0	0	0
Dettes nettes							
Prix de cession							
VNC							
Plus value							
IS sur la plus value							
Dettes restantes							
Dividende distribuable							
Imposition des dividendes							
Revenu net pour les associés							

Nous opterons pour l'imposition à l'IR car ceci est plus avantageux.

III. L'optimisation fiscale de l'OBO vue de façon pratique

L'opération à effet de levier fait intervenir de nombreuses opérations financières qui ne se résume pas à une simple cession des titres de participation de la société cible mais répond à une multitude de facettes de la fiscalité française comme internationale. Cette fiscalité doit s'analyser tantôt pour le dirigeant initiateur de l'opération, mais également pour toutes les sociétés directement ou indirectement intéressées par le montage financier.

Nous examinerons dans cette partie qui est la partie clé et qui donne l'attrait pour ce type d'opération notamment lorsqu'il y a des sommes très importantes jeu, l'économie d'impôt s'avère être un vecteur essentiel. Nous traiterons donc point par point de façon pratique les différentes opérations qui interviennent dans un montage LBO – OBO en précisant le régime fiscal applicable et l'impôt effectivement dû.

A. L'optimisation de la fiscalité patrimoniale du dirigeant

1. La fiscalité applicable aux plus values

Dans le cadre d'une conservation de la société par le dirigeant ou par ses héritiers, aucune fiscalité ne s'appliquera. L'imposition n'interviendra qu'au jour où ils souhaitent arrêter l'activité de la société et donc vendre leurs parts de la holding.

Les gains réalisés lors de la vente de valeurs mobilières ou de droits sociaux sont soumis, en règle générale, à une taxation forfaitaire au taux de 18 %, dès lors que le montant des cessions intervenues dans l'année a atteint un seuil fixé à 25.000 € pour 2008. En dessous de ce seuil les plus values mobilières sont exonérées d'impôt. En revanche dès que l'on dépasse ce seuil, l'imposition commence dès le 1^{er} euro de cession.

En outre, le contribuable cédant supporte également 11 % de prélèvements sociaux ce qui porte l'imposition de la plus value à un taux global de 29 %.

Toutefois, les cessions à titre onéreux d'actions ou de parts de sociétés passibles de l'impôt sur les sociétés dont le siège social est situé dans un Etat membre de l'espace économique européen bénéficient désormais d'un abattement pour durée de détention au sens de l'article 150-0 D du GCI.

L'abattement est égal au tiers de la plus value réalisée par année pleine de détention des titres au-delà de la cinquième année. Soit une exonération totale d'impôt (mais pas de prélèvement sociaux) sur la plus value après 8 ans de détention. La durée de détention court à compter du 1^{er} janvier de l'année d'acquisition des parts et non de la date d'acquisition réelle des parts.

Au cas d'espèce, Mr X va obtenir les parts de la holding en échange de l'apport de ses titres de la société cible courant 2009. Lorsqu'il souhaitera quitter l'activité de sa société et laisser ainsi ses héritiers à sa place il pourra leur revendre à eux ou à des personnes extérieures ses titres en totale exonération d'impôt à compter de 2017 soit durant la 9^{ième} année de détention.

D'où une économie d'impôt sur les plus value de ... x 18 % =
Seule la partie afférente aux prélèvements sociaux de ... x 11 % = devra être acquitté par Mr X.

2. La fiscalité personnelle du dirigeant

a. 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 cette qualification 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. Il s'agit d'être le gérant dans le cadre d'une SARL notamment ;
- 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'animatrices. 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.

Au cas d'espèce, Mr X anciennement gérant de la société cible se retrouve associé avec ses deux fils de la holding New CO. Il en détient 51 % donc la majorité et sera nommé gérant de cette holding. Mr X étant salarié de la SARL Holding New Co, il retire de son activité la quasi-totalité de ses revenus. Enfin, nous le verrons un peu plus bas dans le développement, la holding doit être animatrice. C'est pourquoi la société cible va faire appel à cette société afin de lui fournir certaines prestations de service qui auront comme conséquences de lui conféré d'une part le statut de société commerciale en plus d'être une société de gestion de titre, et d'autre part de conférer la qualité de biens professionnels pour les titres que le dirigeant détient.

Enfin, concernant les fils, ils ne pourront pas bénéficier de la qualification de leurs titres en biens professionnels dans la mesure où ils ne remplissent pas l'ensemble des conditions susvisées. Néanmoins, eu égard à leur patrimoine personnel qui comprend notamment 50.000 € de titres de la holding, l'abattement fixé pour 2008 à 770.000 € trouve à s'appliquer pour leur cas. En conséquence, l'imposition au regard de l'ISF est nulle pour l'ensemble des protagonistes à l'opération.

b. Apport des titres en société

Les plus-values réalisées depuis le 1^{er} janvier 2000 à l'occasion d'opérations d'échanges de titres bénéficient d'un sursis d'imposition qui s'applique automatiquement.

Grâce au sursis, la plus-value d'échange est neutralisée et sa prise en compte différée jusqu'à la cession ultérieure (ou encore le rachat, le remboursement ou l'annulation) des titres reçus en échange. La plus-value réalisée à cette date est alors calculée à partir du prix (ou de la valeur) d'acquisition des titres remis à l'échange majoré ou diminué le cas échéant de la soulte versée ou reçue. Elle peut, le cas échéant, bénéficier de l'abattement pour durée de détention. Elle n'est pas imposable si le seuil d'imposition n'est pas dépassé au titre de l'année en cause dès lors que les titres entrent dans le champ d'application de l'article 150-0 A du CGI.

Remarque : La plus-value en sursis est par ailleurs définitivement exonérée en cas de transmission à titre gratuit des titres reçus en échange.

Dans notre situation, Mr X, ainsi que ses deux fils, apportent à la holding New Co les titres de la société cible. En tout état de cause l'apport, et donc la plus value éventuelle ne sera pas imposable immédiatement mais sera donc en sursis jusqu'à la cession ultérieure des titres de la holding qu'ils détiennent alors.

L'intérêt majeur est que la future cession des titres bénéficiera également comme nous l'avons vu ci-dessus au niveau des plus values d'une exonération totale dès la 9^e année.

On a ainsi une économie lié à l'apport des titres de ...

c. Dividendes

Les dividendes d'actions et les produits de parts sociales concernés par ce régime d'imposition sont ceux distribués par les sociétés passibles de l'IS. Il s'applique quel que soit le pourcentage de détention des droits sociaux dans le capital de la société distributrice une réfaction de 40%.

De plus, un abattement fixe s'applique aux revenus éligibles à la réfaction ci-dessus, pour une valeur de 1.525 € par personne seule ou 3.050 € pour un couple.

En l'espèce, nous avons conjugué à la fois la situation fiscale à l'IRPP du dirigeant qui se trouve par hypothèse dans la tranche marginale de 40% et sur l'incidence fiscale d'une distribution de la holding aux actionnaires.

Petit tableau montrant jusqu'à combien peut donner la holding. Possibilité de donné l'argent est limité aux sommes issues des managements fees car ses seules ressources sont les dividendes (qui serviront à servir les intérêts de l'emprunt) et les managements fees (voir plus bas).

3. La fiscalité liée aux donations

Les droits de donation sont calculés sur la part de chaque donataire dans l'actif donné, après réintégration des donations consenties depuis moins de 6 ans par le même donateur au même bénéficiaire. Les donations bénéficient au même titre que les successions de certains abattements.

Au terme de l'article 779-I du CGI les donations entre un parent et un enfant en ligne directe bénéficient du même régime que pour les successions. Il s'agit d'un abattement fixé pour 2008 à 151.950 € sur la part de chacun des enfants bénéficiant de la donation.

Mr X procède à une donation de 50 K€ des titres de la cible à chacun de ces 4 enfants sur la base évaluée précédemment de 700.000 €.

Conformément au nouveau dispositif successorale en vigueur et sous réserve de ne pas avoir procédé à des donations depuis moins de 6 ans, Mr X peut consentir à chacun de ses enfants une donation de 151.950 €.

L'impôt dans notre situation est donc nul car aucune des donations n'excède cette valeur. L'économie ainsi réalisée est la différence entre la plus value qu'aurait fait Mr X en transférant ses titres à ses enfants, ce qui est

B. Cession de valeurs mobilières par les autres intervenants

1. Cession des titres par les bénéficiaires d'une donation

2. Cession par une société soumise 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 exonérée.

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.

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

Dans notre cas, la SCGP a cédée à la Holding les titres de la cible qu'elle avait eu en apport initialement lors de sa constitution.

Cette cession ...

POURQUOI SI UNE PM S'INTERPOSE ENTRE PP ET HOLDING PAR D'IMPOT ???

C. L'optimisation du levier fiscal

1. Le régime de l'intégration fiscale

a. Principe du régime

La fiscalité française permet aux groupes de sociétés soumis à l'impôt sur les sociétés de payer un impôt global en faisant la somme des bénéfices fiscaux sous déduction des déficits de l'ensemble des sociétés du groupe qui remplissent les conditions nécessaires.

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.

Ainsi 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.

Ainsi dans une opération de LBO – OBO ce régime est fortement recommandé dans la mesure où la holding qui est une société purement financière se trouve structurellement avec un déficit fiscal vu que les dividendes sont non imposables. Ainsi l'intérêt est d'imputer ce déficit issu des charges financières de l'emprunt contracté par le holding sur les bénéfices de la société cible.

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.

Ce régime se trouve toutefois fortement limité par l'amendement Charasse.

b. L'obstacle à l'intégration fiscale : L'amendement Charasse

Il est à noter 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 sine qua non pour que l'intégration fiscale soit applicable entre la société mère (holding) et sa filiale (cible) puisse être appliquée est donc le changement de majorité au sein du groupe et principalement au sein de la société cible.

Ainsi dans le cadre d'un OBO cet amendement limite très fortement l'utilisation de ce levier et donc l'opération perd un peu de son intérêt en ce sens.

2. Quelles alternatives possibles ?

Nous venons de voir que l'intégration fiscale n'est pas autorisée dans le cadre d'une opération d'OBO. Toutefois afin de garder un attrait fiscal intéressant, rappelons qu'il existe d'autres mécanismes qui offrent une faible fiscalité.

a. Le régime Mère fille

Outre l'intégration fiscale, il existe le 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.

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.

Dans un montage de type OBO, ce régime fiscal permet donc à la holding de ne pas être imposée sur les dividendes issus de la société cible qu'elle perçoit. Mais les charges financières seront structurelles, et le déficit fiscal annuel ne peut être reporté sur celui de la fille. Ce régime ne paraît pas optimiser la fiscalité pour ce montage.

Par l'utilisation de ce mécanisme, la holding New Co bénéficie d'une déduction fiscale extracomptable d'une valeur de : Montant dividende annuel estimé x 100 %. En outre, elle devra réintégrer à son résultat la quote-part de 5% des dividendes encaissés soit $XXX \times 5\% = \dots$

b. 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 CGI. 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 fiscale pouvant entraîner la requalification en abus de droit. On peut s'interroger sur la licéité de l'utilisation des ressources de la cible (trésorerie notamment) pour faire face à un emprunt contracté en vue de l'acquisition de ses propres titres. 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, un certain nombre de critères fera l'objet d'un examen attentif en vue de déterminer la licéité de la fusion-absorption réalisée.

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.

c. La création d'une activité commerciale dans la holding

L'intérêt de créer une activité annexe à celle de la gestion de participation est de pouvoir compenser les frais financiers avec les bénéfices au niveau de la holding.

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. L'administration fiscale surveille de façon attentive l'ensemble de ces prestations, et 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, des ponctions financières sont organisées par le repreneur, dès la reprise faite, et qui viennent s'ajouter à celles résultant des distributions de dividendes. 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 *managements fees* déductibles au niveau de la cible, la holding devra être animatrice. 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.

Cette solution, bien qu'intéressante, ne représente en définitive qu'une alternative limitée, puisqu'une congruence parfaite entre le montant de ces prestations et celui des frais financiers est irréaliste. 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%.

Nous avons conseillé notre client de faire faire à la holding la comptabilité du groupe, de ce fait, la prestation de service réalisé par cette dernière va devenir une charge déductible pour la cible et un produit imposable qui permettra de compenser en partie le déficit fiscal structurel. Mais étant donné que la valeur de ces prestations reste inférieure aux charges financières liées à l'emprunt, ces produits demeurent fiscalement neutres car non imposables.

En outre, quand bien même l'aspect fiscal de cette opération peut s'avérer relativement peu efficace pour une optimisation fiscale, cela permet de rendre la holding animatrice et donc comme nous l'avons vu de qualifier les titres de la holding de biens professionnels pour le dirigeant Mr X. Donc l'avantage réside principalement ici.

Petit tableau éventuellement avec les intérêts et produit de service. ..

3. Synthèse concernant la fiscalité :

Eléments	Impôt total	Impôt dû	Economie réalisée	% d'économie
Donation				
Plus value				
Apport				

Par ailleurs, la juxtaposition d'instruments fiscaux permet de réaliser une économie globale d'impôts qui s'établit comme suit :

a. Droits de succession	40 K€ (200 K€ x 20 %)
b. Plus-values enfants	58 K€ (200 K€ x 29 %)
c. Plus-value Mr X	113 K€ (390K€ x 29 %)

Total des économies	211 K€

IV. Synthèse générale sur le montage**A. Les avantages**

- ✓ **Avantage fiscal :** Toutes les opérations d'apports puis de cessions échappent à toute taxation que ce soit sur le plan successoral ou fiscal.
- ✓ La nouvelle composition capitalistique du holding New Co confère une majorité au dirigeant fondateur mais permet désormais d'intégrer les deux fils dans le dispositif de transmission de l'outil professionnel.
- ✓ L'effet de levier financier pour les associés du holding New Co est important puisqu'il s'élèverait à 343 % sur 7 ans dans l'hypothèse d'une absence de revalorisation des sociétés GLID et GLIE.
- ✓ La possibilité de rémunérer le dirigeant et son fils dans la holding permet de créer une politique sociale « élitiste ». En effet il serait alors possible de mettre en place un plan d'intéressement couplé à un PEE, un Perco et/ou un abondement de l'entreprise au périmètre unique de la holding.
- ✓ Les fonds propres du nouveau holding par apport de titres (204 M€) renforcent facialement la surface financière ;

✓ En rendant le holding animateur, l'ensemble des sociétés filiales deviendront, de facto, patrimoine professionnel échappant à l'ISF ;

La qualité des états financiers du futur groupe à constituer garantit la faisabilité économique et financière du montage proposé. En effet, l'annuité d'emprunt de 86.410 € semble raisonnable au regard des rentabilités historiques et prévisionnelles des deux filiales.

B. Les inconvénients

Si les motivations de l'opération répondent à des considérations économiques, de gestion et d'organisation patrimoniale, la question de l'abus de droit doit, certes faire l'objet d'un examen, mais ce point ne constitue pas la seule question à examiner et il reste quelques complexités et/ou restrictions liées à cette opération :

✓ Le bloc majoritaire étant assez similaire avant et après l'opération, il est probable que l'amendement Charasse oblige à réduire partiellement la déductibilité fiscale des intérêts inhérents à l'emprunt ;

✓ Les cessions de parts sociales des sociétés GLID et GLIE sont assujetties à un droit d'enregistrement de 5% du montant de la transaction globale soit environ 25 K€ à la charge de l'acquéreur (Holding New Co).

✓ Enfin, il conviendra de s'interroger sur la forme juridique de New Co. Le choix retenu est celui de SARL conférant un statut soit de gérant soit de mandataire social (régime général des traitements et salaires).

CONCLUSION

Si le LBO est considéré comme une opération d'ingénierie financière assez surprenante d'un point de vue économique dans la mesure où c'est une entité exogène à la cible qui de part un endettement bancaire la plupart du temps, rachète la société cible dans une optique avant tout patrimoniale 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.

La déclinaison du LBO en OBO est quant à elle axée sur le dirigeant qui devient actionnaire de la cible et est donc par conséquent le pilier de la réussite de ce montage. Il cherche à concilier ses objectifs personnels par la constitution d'un patrimoine et, ses objectifs industriels concernant la pérennité de sa société.

De plus, nous pouvons constater que l'actionnaire principal est du début à la fin de l'opération le dirigeant initiateur du montage. C'est lui qui conditionnera le succès futur de l'opération de OBO car il a pour vocation à rester dans la société ou bien la transmettre, la réussite s'avère alors être la seule issue possible.

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 limitée à des opérations de taille moyenne (PME principalement), procède de l'extraordinaire développement du LBO ces dernières années et du poids croissant du secteur du Private equity dans l'économie.

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 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.

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. C'est pourquoi la réussite d'un tel montage repose sur plusieurs piliers sans lesquels l'opération risquerait d'échouer.

- Tout d'abord, les acteurs participant à l'opération qui doivent être en accord ;
- Il convient de faire une juste évaluation de la cible par des méthodes adaptées à son activité. La détermination de la valeur de l'entreprise ne doit pas résulter de sa capacité à supporter les charges financières, mais d'une analyse stratégique. C'est le plan de financement de la cible qui doit conditionner celui du holding et non pas l'inverse. A défaut, cette estimation risquerait d'entacher la réussite du montage ;
- Le niveau d'endettement de la holding doit être en corrélation avec les potentialités de développement de la cible. Il faut donc surveiller que les charges financières n'excèdent pas la remontée des dividendes perçus par la holding ;

Confrontés à la crise de l'été 2007 portant sur les *subprimes* et sur les dettes d'acquisition des LBO, ces derniers risquent de connaître la fin de leur âge d'or. En effet, la crise que connaît actuellement l'économie mondiale n'est pas sans poser problème pour les financements bancaires des sociétés. L'interdépendance des économies et la crise interbancaire actuelle devrait poser des problèmes pour l'avenir des LBO. L'alignement de l'une sur l'autre devrait se traduire par une crise aussi inéluctable que nécessaire.

Malgré les problèmes conjoncturels que connaît l'économie, l'OBO demeure un montage particulièrement intéressant.

Tout d'abord, 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.

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.

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.

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.

Le second aspect déterminant réside dans l'utilisation adéquat 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, le levier peut paraître difficile à s'appliquer dans un OBO à cause de l'impossibilité d'appliquer l'intégration fiscale. C'est pourquoi 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.

BIBLIOGRAPHIE

Anthony Seghers - Mémoire HEC « l'optimisation financière et fiscale d'un OBO »

Mémoire XXX

Mémento pratique Francis Lefebvre « Fiscal 2008 »

VERNIMEN « Finance 2009 »

Livre Manuel et application 2008/2009 DSCG « FINANCE »

Le particulier magazine « Guide de la déclaration de revenus 2008 »

Legifrance

INDEX

A

Actif Net Comptable (ANC)	35
Actif Net Comptable Corrigé (ANCC)	35
Amendement Charasse	23, 48, 49, 50, 54, 57

B

BIMBO	21
-------	----

C

Cash-flows	10, 15, 16, 22, 25, 32, 37
Cession de valeurs mobilières	47
Crédit vendeur	27

D

Debt push down	27
Dette mezzanine	27
Dettes	9, 15, 16, 22, 25, 32, 33, 56
Donation	18, 39, 40, 47

E

Evaluation	37
------------	----

F

Forme juridique	33, 54
Fusion rapide	50

G

Gearing (ratio dettes / capitaux propres)	25, 33, 36
---	------------

H

Holding	15, 16, 17, 18, 19, 21, 23, 24, 25, 26, 32, 33, 36, 39, 40, 43, 44, 45, 46, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 56, 57
---------	--

I

Intégration fiscale	23, 48, 49, 50, 57
ISF	7, 44, 45, 51, 54

L

LBI24	
LBO1	6, 7, 12, 14, 15, 16, 17, 18, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 32, 43, 48, 49, 55, 56, 57
LBU	21
Levier financier	16, 25, 32, 53, 56
Levier fiscal	16, 23, 48, 49, 50, 51, 57
Levier juridique	16, 23, 24, 33, 44
LMBO	18, 21, 24

M

Management fees	57
MBI	21

O

OBO12	14, 16, 19, 21, 23, 24, 26, 27, 30, 43, 44, 45, 48, 49, 50, 51, 55, 56, 57
-------	--

P

Pacte d'actionnaire	34
Plus valeur	41, 53

R

Régime mère – fille	50
Régime Mère Fille	49
Rentabilité économique	22, 36

S

Société Civile de Gestion de Portefeuille (SCGP)	36, 39, 40, 41, 48
Société Civile Immobilière (SCI)	31, 39, 40, 41

T

TRI10	22, 28, 38
-------	------------

V

VAN	10, 38, 61
-----	------------

ANNEXES

TABLE DE MATIERE DE SECTION

SECTION 1

<u>ANNEXE 2 : CALCUL DES FLUX NETS DE TRESORERIE ET CALCUL DE LA RENTABILITE (VAN, TIR, WACC)</u>	<u>61</u>
<u>ANNEXE 3 : BILAN ET LE COMPTE DE RESULTAT DE LA SOCIETE ETUDIEE</u>	<u>62</u>
<u>ANNEXE 4 : DETERMINATION DE L'EVALUATION DE LA SOCIETE</u>	<u>63</u>
<u>ANNEXE 5 : DISPOSITIF D'EXONERATION DES PLUS VALUES PROFESSIONNELLE POUR LE CEDANT</u>	<u>64</u>

SECTION 2

Annexe 2 : Calcul des flux nets de trésorerie et calcul de la rentabilité (VAN, TIR, WACC)

Annexe 3 : Bilan et le compte de résultat de la société étudiée

Annexe 4 : Détermination de l'évaluation de la société

Annexe 5 : Dispositif d'exonération des plus values professionnelle pour le cédant

	<i>Exonération pour les petites entreprises</i> <i>Article 151 septièm du CGI</i>	<i>Exonération en fonction de la valeur des éléments cédés</i> <i>Article 238 quindecies du CGI</i>	<i>Exonération en cas de départ à la retraite</i> <i>Article 151 septièm A du CGI</i>	<i>Exonération de plus value immobilière</i> <i>Article 151 septièm B du CGI</i>	<i>Exonération en cas de cession de valeur mobilière pour départ</i> <i>Article 150-0 D du CGI</i>
Entreprises concernées					
Mode de transmission					
Biens cédés					
Conditions d'application					
Modalités d'exonération					
Montant de l'exonération partielle					