

Chronique Capital investissement

N°70 - 15 octobre - 15 novembre 2005

En partenariat avec

DECIDEURS
STRATEGIE FINANCE DROIT

Le point sur...

Owner Buy Out : le LBO à double détente

PAR NORO-LANTO RAVISY, AVOCAT ASSOCIÉE

TAYLOR WESSING



NORO-LANTO RAVISY,
AVOCAT ASSOCIÉE

Extrait du magazine
Décideurs N°70 :
15 octobre
15 novembre 2005



Owner Buy Out : le LBO à double détente¹

Comme beaucoup de termes en vogue, l'expression d'« OBO » ou Owner Buy Out ne fait que désigner un type de transmissions d'entreprises avec effet de levier, largement pratiquées depuis des années.

Néanmoins, en quelques mois, cet acronyme s'est ancré dans le jargon du private equity. Il faut certainement y voir le signe d'un engouement pour ce type de transactions et, au-delà, celui d'une prise de conscience de leur particularisme, par rapport aux LBO classiques.

Les acteurs du private equity, friands de nouveaux acronymes, n'hésitent pas à qualifier les opérations d'OBO (Owner Buy Out) de tendance récente.

Mais qu'y a-t-il de nouveau dans une opération de LBO où l'entrepreneur-cédant conserve des responsabilités opérationnelles et un intérêt capitalistique au sein de la cible ?

D'abord la recrudescence de ce type de transactions, puisqu'on en dénombre plus d'une vingtaine depuis le début 2005.

Ensuite, la typologie des cibles concernées. L'OBO n'est plus l'affaire exclusive des « small caps » et des petites entreprises familiales ; il intéresse aussi des sociétés cotées et des entreprises d'une valorisation de plus de 150 M euros².

L'OBO, une solution pertinente à considérer

Céder son entreprise est certainement la décision de gestion la plus importante qu'un entrepreneur doit prendre au cours de sa vie puisqu'il s'agit, en une opération, de réaliser l'investissement de plusieurs années.

Ce qu'un OBO lui offre c'est la possibilité de procéder par étapes, en commençant par sécuriser une partie de son patrimoine tout en gardant une part significative dans le potentiel de développement de l'entreprise. La perspective est d'autant plus séduisante que ce potentiel sera optimisé par le levier financier arrangé par les investisseurs ; il n'y a OBO que s'il y a un palier de croissance à financer.

Au plan managérial, du fait de la transition assurée par le chef d'entreprise, l'OBO permettra d'intégrer des dirigeants extérieurs, en association avec une équipe en place le cas échéant. C'est cet élargissement de l'équipe de direction qui permettra, le moment venu, le retrait total des fondateurs.

Dans l'attente de cette sortie totale, comme les fondateurs marquent nettement leur confiance dans la qualité du projet, le processus d'investissement gagnera en simplicité et donc en rapidité. Ce qui n'est pas neutre dans un contexte général de rationalisation des coûts et délais d'acquisition. Aussi l'exercice de due diligence aura-t-il un caractère limité.

Proposer un OBO au cédant pour se démarquer de la concurrence

La logique des investigations visera surtout à détecter des risques ou des zones d'amélioration que l'entrepreneur lui-même ignorait jusque-là. L'audit stratégique prend ici tout son sens. Sur les aspects juridiques, la méthodologie « flash review » développée par les praticiens sera particulièrement indiquée ; les seuls sujets sensibles sont ceux sur lesquels un conflit d'intérêt reste possible entre cédant et acquéreur, notamment le statut personnel du dirigeant (golden parachute, rémunération, retraite chapeau,...).

En matière de garantie de passif, la tendance actuelle qui fait l'impasse sur les garanties génériques, se justifie pleinement pour un OBO où le cédant conserverait plus de 50% des aléas.

Le cédant cherche surtout à maximiser son prix de sortie final

Le fait est que, quelle que soit l'étendue des garanties demandées, le prix n'est pas

le sujet majeur des négociations dans un OBO. Par construction, cette transaction ne constitue pour le cédant qu'une étape intermédiaire dans sa recherche de liquidité patrimoniale.

Bien plus que le prix, les parties discuteront des modalités de ce qu'il est convenu d'appeler le « owner package », simple variante du management package. Parce que le cédant est aussi un des managers du LBO, les fonds lui offriront effectivement la faculté d'optimiser sa plus-value de sortie via les mécanismes classiques de ratchet.

Mais la combinaison du ratchet propre au cédant avec celui de l'équipe qui l'entoure apportera au montage son lot de complexité. En pratique, il n'est pas rare que les mécanismes soient articulés autour de niveaux de TRI ou de multiples distincts pour tenir compte de la situation hybride du cédant.

Lorsque, exceptionnellement, les négociations butent sur la question du prix, le mécanisme d'earn-out permettra généralement de surmonter le blocage. Il vise en effet à concilier deux approches divergentes : celle du cédant qui entend intégrer dans son prix les performances attendues des restructurations déjà en cours et celle de l'acquéreur qui refuse d'acheter une rentabilité prévisionnelle. Du fait que le cédant reste aux commandes de l'entreprise, cette clause trouve dans les OBO son domaine de prédilection.

Encore faut-il que la période d'earn-out se limite à quelques mois. D'abord parce qu'il est difficile d'éviter que les critères de l'earn-out n'aient des effets pervers sur la création de valeur recherchée. Ensuite et surtout, une telle clause suppose que le périmètre du groupe reste stable pendant la période d'earn-out, ce qui n'est pas toujours compatible avec la stratégie de développement de l'entreprise.

OBO et sociétés cotées

Un OBO suppose en principe que le cédant garde la majorité du capital. Mais, la pratique a tendance à englober sous ce terme des transactions où les cédants restent à 75% du capital comme celles où ils n'en conservent que 25% ! Or, l'environnement juridique et fiscal d'un OBO change radicalement selon le poids qu'aura le cédant dans la nouvelle

holding. Il en est ainsi notamment lorsque la cible est une société cotée.

De fait, les investisseurs pourront se poser la question d'un OBO, en alternative à une opération de take private, à condition que le levier financier soit compatible avec une détention partielle de la cible. L'OBO permettra aux fonds de participer au potentiel de la cible à hauteur de la participation détenue par le bloc majoritaire, tout en offrant à ce dernier une liquidité patrimoniale. Encore faut-il que cette opération intercalaire ne soit pas soumise aux mêmes contraintes et lourdeurs qu'un P-to-P.

L'OBO supposant le transfert à la holding de plus du tiers du capital de la cible, le risque est que l'opération déclenche l'obligation de lancer une OPA sur le solde du capital, en application de l'article 234-2 du Règlement Général AMF.

De manière pragmatique, l'article 234-8 du même Règlement Général énumère sept cas de dérogation possible. Peuvent notamment être exemptées du dépôt d'OPA les opérations qui n'emportent pas changement de contrôle de la cible. La holding bénéficierait sans doute d'une dérogation si son actionariat était le miroir exact de la composition du bloc majoritaire initial. Mais ce n'est jamais le cas dans un OBO !

C'est plutôt dans l'articulation de l'article 234-6 avec l'article 234-8 susvisé³ que l'on trouvera la possibilité de faire échapper l'OBO à cette obligation, sous certaines conditions : l'AMF peut en effet « constater » qu'il n'y a pas lieu pour la holding de déposer une OPA si les actionnaires qui disposaient déjà du contrôle de la cible demeurent « prédominants » au sein de cette holding.

Cependant, l'analyse devra être menée avec rigueur : la notion d'actionnaires prédominants est tout sauf une simple question de pourcentage au sein de la holding⁴. En particulier, elle ne recouvre pas le concept de « contrôle » de la holding qui, lui, conditionne le bénéfice de l'effet de levier fiscal.

Le levier fiscal n'est pas toujours au rendez-vous

Dès lors que la holding détient au moins 95% du capital de la société cible, il est bien sûr envisageable de mettre en place une intégration fiscale.

Cependant, le fameux amendement Charasse⁵ pénalise les cessions d'entreprise qui traduisent économiquement une vente à soi-même. L'entrepreneur est réputé s'être vendu la cible à lui-même lorsqu'au terme de l'OBO, il conserve le « contrôle » de la holding de reprise.

L'administration fiscale fait preuve d'une grande autonomie pour définir sa notion de « contrôle » : outre les cas de détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote, elle vise un concept de contrôle de fait qui va au-delà de l'article L. 233-3 du Code de Commerce, récemment complété par la loi du 26 juillet 2005, dite loi Breton. Fiscalement, un associé qui ne détient que la minorité de blocage est supposé exercer un contrôle de fait sur la holding, dès lors qu'aucun autre associé ne détient une participation supérieure.

La sanction est particulièrement lourde : au-delà de l'impossibilité d'imputer les intérêts de la dette d'acquisition sur les profits de la cible, le texte déclare non déductibles sur une période de 14 exercices suivant celui de l'acquisition, les charges financières encourues par le groupe intégré, au prorata du prix d'acquisition sur l'endettement global du groupe.

En cette période de taux d'intérêt historiquement bas, on peut cependant concevoir de ne pas intégrer fiscalement la holding et la cible. On a vu récemment en matière de recaps que certains opérateurs, confrontés à la même problématique Charasse, ont accepté de renoncer à l'effet de levier fiscal. Mais, encore faut-il pouvoir mettre en place une intégration fiscale au niveau inférieur (entre la cible et ses filiales), lorsqu'un tel dispositif est nécessaire pour optimiser les



NORO-LANTO RAVISY, AVOCAT ASSOCIÉE

cash flows. Ce ne sera pas le cas si la cible est détenue à 95% ou plus par la holding.

La sortie est un projet commun

L'expression « LBO à double détention » souligne à juste titre le fait que, pour le cédant en OBO, l'objectif ultime est d'optimiser les conditions de la sortie, en procédant en deux étapes au moins.

Les intérêts du fonds et de l'entrepreneur étant ainsi alignés sur le principe de sortie, la question qui reste est celle des modalités de cette sortie.

Un OBO peut déboucher de manière classique sur une cession industrielle ou une introduction en bourse, voire sur un LBO. Mais faut-il exclure un OBO secondaire ?

¹ A notre connaissance, l'expression « LBO à double détention » a été utilisée pour la première fois par bfinance, cabinet de conseil international spécialisé en opérations financières, à propos de l'OBO mené sur Bonpoint.

² Parmi ces OBO importants, on peut citer récemment CEPL (Février 2005), Maisons du Monde (Juin 2005), Kiloutou (Octobre 2005). OBO sur sociétés cotées Gérard Perrier Industrie (Juin 2005).

³ Les articles cités n'ont pas été modifiés dans la nouvelle version du Règlement Général, homologuée par l'arrêté du 1er septembre 2005.

⁴ Dans une société Hyparlo où le groupe Carrefour a indirectement franchi le seuil du tiers, l'AMF avait caractérisé le maintien de la prédominance des actionnaires qui avaient le contrôle, à partir des éléments qui lui étaient soumis. Sur plainte des minoritaires, la Cour d'Appel de Paris vient d'annuler cette décision dans un arrêt du 13 septembre 2005.

⁵ Article 223-B du Code Général des Impôts.

LES POINTS CLÉS

- L'OBO n'est pas l'affaire exclusive des petites entreprises familiales : il concerne aussi les valorisations mid-caps.
- Pour les cibles cotées, l'obligation de lancer une OPA peut être évitée si l'owner reste « prédominant » dans la holding.
- Les taux d'intérêt actuels permettent d'envisager un OBO sans intégration fiscale entre holding et cible.

SUR L'AUTEUR

Noro-Lanto Ravisy dirige, au sein de Taylor Wessing (France), le groupe Private Capital composé de 12 avocats, juristes et fiscalistes, spécialisés en LBO et capital-risque. Taylor Wessing est un cabinet international particulièrement centré sur les trois principales économies européennes (France, UK, Allemagne), et qui intervient dans l'ensemble des disciplines juridiques.