

OPÉRATIONS À EFFET DE LEVIER

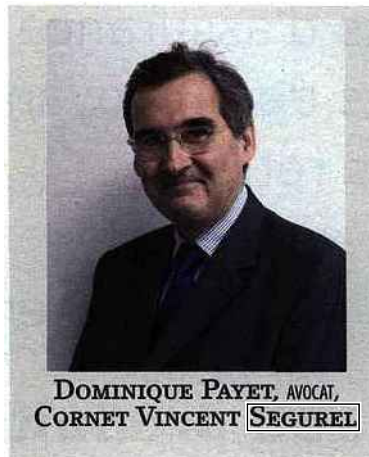
Des structurations juridiques marquées par la crise

Les montages LBO et OBO ne sont pas épargnés par la crise tant sur les aspects financiers que juridiques et le marché des acquisitions est au point mort

De nombreux conseils juridiques se préoccupent du sort financier d'opérations à effet levier réalisées sur des sociétés de petites ou de moyennes valorisations. L'actuelle crise du crédit se traduit de manière inéluctable au niveau de ces montages financiers par des difficultés de financement de la dette et met en cause l'un de leurs principaux intérêts (*L'Agefi Actifs n°315, p. 10-12*).

Pour Stéphane Carlucci, responsable de l'ingénierie patrimoniale chez Martin Maurel, « *il n'y a plus aucun LBO en cours d'élaboration en l'absence de résultats d'exploitation satisfaisants. Nous pourrions craindre un éclatement de cette bulle dès 2009. Pour l'heure, les intervenants sur le marché de la cession d'entreprise se préparent à deux années de vaches maigres et orientent leur activité vers du conseil en restructuration d'actifs et de l'optimisation de l'outil professionnel* ». La plus faible capacité des sociétés cibles à rembourser la dette constituée marque également pour les experts la fin des montages tendus.

Pour ce qui concerne les *leverage buy-out* (LBO) en cours de réalisation, la part de capital devrait progresser au détriment de la dette en entraînant une



évolution du ratio 75/25 généralement observé vers une répartition 60/40. A terme, la dégradation des marchés devrait jouer sur les différents paramètres qui entrent dans la composition des structurations à effet de levier et l'ensemble des acteurs présents doivent trouver de nouveaux accords.

Alternatives juridiques. La plus grande méfiance des acquéreurs à l'égard de la capacité de remboursement des cibles se traduit par une baisse des prix proposés. En conséquence, « *les accords permettant de réconcilier*

► Les experts développent actuellement des stratégies de crédit-vendeur ou d'earn-out sur les opérations en cours de financement pour rassurer les acquéreurs

les positions d'achat-vente se développeront probablement en faveur notamment des solutions d'earn-out et/ou de crédit-vendeur », précise Dominique Payet, avocat au sein du cabinet Cornet Vincent Segurel.

« Les intervenants sur le marché de la cession d'entreprise se préparent à deux années de vaches maigres »

L'earn-out optimise la rémunération du cédant en assurant l'acheteur de la réalité des performances de la cible dans un environnement économique incertain. « Ce dispositif pourrait connaître une extension au-delà des secteurs de services, d'ingénierie ou d'activités libérales où il est utilisé en général », poursuit le juriste. Il n'est pas exclu que les garanties personnelles constituées sur la dette senior, dans le cadre notamment d'opérations de reprise de PME, ne refassent leur apparition.

Cas particuliers des OBO. Au sujet des owner buy-out (OBO) de PME non cotées, l'expert poursuit en expliquant que « la situation est paradoxale puisqu'ils apportent une solution aux difficultés des propriétaires de PME à céder leurs actifs. Cependant, ils sont très exposés à la conjoncture, la dette étant leur principal moyen de financement ». Par ailleurs, l'intérêt fiscal des OBO s'est réduit du fait de l'identité de taux d'imposition des distributions de dividendes et des plus-values de cession. Le sujet fiscal demeure intéressant, « la constitution d'une holding pouvant présenter divers avantages fiscaux liés à l'exonération des plus-values réalisées par la holding elle-même », explique l'avocat.

« **Management package** ». Dans le cadre de LBO portant sur des valorisations de plus grande ampleur et dépassant généralement plusieurs millions d'euros, la nécessité de disposer d'une part en capital plus importante pour financer l'opération devrait diminuer l'intérêt des managers associés à la société cible et une sophistication des *management packages* serait envisagée. Certains font valoir qu'une rétro-

Lexique

→ Le **LBO** est un moyen d'acheter une société à crédit en misant sur sa rentabilité en vue de rembourser l'emprunt sur une période de cinq à sept ans.

→ Sur le même principe, l'**OBO** permet de capter de l'argent frais grâce à sa société sans la céder.

→ La **dette senior** est une composante de la dette d'acquisition au même titre que la dette mezzanine et le crédit vendeur. Le remboursement de cette dette bancaire est fait prioritairement au remboursement des autres dettes.

→ Le **management package** est un des éléments de négociation entre managers et fonds d'investissement. Il s'agit d'un ensemble d'outils ayant pour but d'organiser l'investissement des managers, leur rôle au sein de la société cible et leur rémunération lors du dénouement du LBO.

cession de prix plus importante aux managers des cibles, lors des sorties de LBO, servirait de compensation.

Le dénouement de ces opérations étant moins rapide et les plus-values moins importantes, certaines des clauses contractuelles qui les encadrent seraient même renégociées de la part des managers. ◀

Nicolas Ducros

Des précisions attendues en 2009

L'avenir fiscal des « carried interests » traité par le projet loi de Finances de 2009...

En adoptant définitivement le projet de loi de Finances pour 2009, le 17 décembre dernier, le Sénat a notamment précisé le régime fiscal des *carried interests*. Jusqu'à présent, le sort fiscal des parts attribuées aux membres des équipes de gestion de fonds communs de placement à risque (FCPR) et des sociétés de capital-risque (SCR), défini par une instruction fiscale du 28 mars 2002, prévoyait que les revenus et les plus-values réalisées lors de la cession des titres étaient soumis sous certaines conditions au taux d'imposition de plus-values, majoré des prélèvements sociaux.

Le nouvel article 15 du texte de loi propose de légaliser l'application du régime des plus-values en subordonnant toutefois celui-ci à des conditions plus strictes et plus précises. La loi de Finances pour 2009 prévoit désormais « que le sort fiscal de la cession des parts échappe à la qualification en traitements et salaires dès lors que les conditions, posées à l'article 163 quinquies C du Code général des impôts sont respectées », précise Jean-Yves Mercier, avocat associé du cabinet CMS Francis Lefebvre.

... et le sort des BSA en souffrance devant les tribunaux. Les managers de sociétés qui font l'objet d'un montage à effet de levier sont souvent intéressés à l'opération par des bons de souscription d'action (BSA) qu'ils cèdent le jour du bouclage de la transaction.

Il existe actuellement un fort risque de contentieux sur les BSA car certains souscripteurs ont transféré leurs actifs dans leur plan d'épargne en actions (PEA) et ne supportent que les prélèvements sociaux CSG/CRDS, alors que l'administration considère que les revenus tirés de ces bons s'analysent en traitements et salaires. Les risques pesant sur le redevable sont élevés : le PEA peut en effet être clôturé et les plus-values imposées tout en supportant des pénalités pour abus de droit.

Certains experts avancent également qu'il peut y avoir des conséquences sociales au niveau de l'Urssaf, voire une soumission au regard de la notion d'abus de droit en matière sociale qui vient d'être créée.