



L'owner buy out (OBO) ou comment optimiser fiscalement le rachat de sa propre entreprise

Anthony Seghers | AGORA Finance | www.agorafinance.fr | Mis en ligne le 01/01/2009

L'économie française reste caractérisée par le poids élevé de PME, à l'actionnariat souvent familial. Les problèmes de succession et de pérennité du contrôle s'y posent alors avec une acuité toute particulière, surtout en cette période d'arrivée à la retraite des entrepreneurs du baby boom. Pour autant, entre introduction en Bourse et cession à un fonds d'investissement, il existe une voie peu connue, qui consiste pour l'actionnaire à réaliser un montage à effet de levier sur sa propre entreprise : l'Owner Buy Out (OBO).

L'entrepreneur bâtit ainsi un montage financier à partir de la société qu'il détient, ceci afin d'en maximiser la rentabilité tout en rééquilibrant son patrimoine. Au-delà de la création de valeur escomptée, c'est surtout une opportunité opérationnelle qui doit accroître l'efficacité et le dynamisme de l'entreprise, plus particulièrement dans le cas de PME familiales.

Montage spécifique reprenant le schéma type du LBO, l'Owner Buy Out utilise donc les trois leviers classiques : financier, juridique et fiscal, auxquels il semble pertinent d'adjoindre le levier opérationnel. En effet, un tel montage, réalisé par l'actionnaire en place qui demeure à la tête de son entreprise vise avant tout à en assurer la pérennité industrielle.

Une reprise du LBO traditionnel.

Confronté à des situations diverses, l'actionnaire d'une PME peut avoir recours à une opération d'OBO. Celle-ci répond dans chacun de ces cas à sa problématique spécifique en adaptant la structure traditionnelle du LBO. De manière très prosaïque, celui-ci consiste à acquérir une société cible à travers une holding qui lève pour cela une dette d'acquisition substantielle. Les cash flows dégagés par la cible rachetée permettent de rembourser la dette initiale, ceci en particulier grâce à la déductibilité des intérêts qui réduit le coût de l'opération.

Dans le cas de l'OBO, l'actionnaire principal de la holding est aussi au départ celui de la cible. L'opération reprend-elle donc logiquement l'ensemble des techniques développées par l'ingénierie financière pour maximiser les effets d'un LBO.

Ce montage écarte par nature les risques principaux qui pèsent sur les LBO classiques, à savoir le poids écrasant de l'endettement et le changement de l'équipe de direction.

Concept intéressant en soi, l'OBO doit faire l'objet d'une optimisation rigoureuse pour se révéler pleinement efficace.

Maximiser l'effet de levier par l'ingénierie financière et juridique.



Sa structure financière doit permettre de générer un effet de levier substantiel, tout en élargissant le capital et ce sans hypothéquer le développement industriel de la cible.

Par essence destiné à des cibles de taille moyenne, l'OBO ne pourra avoir recours à l'intégralité des types de financement possibles pour les LBO de vaste dimension. Les fonds propres constitués d'apport en titres seront complétés par des dettes senior et mezzanine ainsi que par des obligations convertibles. Ce sera aussi l'opportunité d'élargir le capital de l'entreprise, en y intégrant l'ensemble des partenaires nécessaires à son développement. De financier, le montage devient ainsi opérationnel. L'utilisation de la trésorerie de la cible, ou les mécanismes de debt push down sont envisageables, mais doivent faire l'objet d'une grande prudence.

La structuration juridique de l'opération passe dans un premier temps par l'isolation de certains actifs (typiquement immobiliers, au sein d'une SCI), afin d'alléger la cible. La structuration juridique de la subordination des différents types de financement sera elle-aussi fondamentale, surtout en cas de difficultés futures. Mais l'ingénierie juridique permet surtout d'optimiser le contrôle du capital de la holding. La conservation du pouvoir de décision est en effet l'un des enjeux clés de ce montage. La création de titres à droits de vote multiples et le choix de la forme juridique optimal pour la holding seront déterminant pour la réussite de l'OBO.

La nécessaire suroptimisation fiscale du montage.

Particulièrement adapté aux PME familiales, l'OBO aide à rééquilibrer patrimoine personnel et professionnel. Mais il se révèle être un montage successoral autant que patrimonial, dans la mesure où, grâce aux différents dispositifs légaux récents, il permet de transmettre le capital de l'entreprise tout en allégeant la charge fiscale. Durée de détention, pacte de conservation de titres ou statut du dirigeant sont des éléments déterminant pour la réussite de ce montage.

Néanmoins, si l'optimisation patrimoniale de l'opération est indispensable, la véritable difficulté réside dans le maintien du levier fiscal face à l'article 223 B du CGI, connu comme l'amendement Charasse. Celui-ci contraint à réintroduire dans le résultat imposable de l'entreprise les frais financiers correspondant à la dette d'acquisition pendant neuf exercices, lorsque l'on est en présence d'un OBO.

Aussi doit-on envisager toutes les solutions permettant de réduire le résultat imposable de la cible, faute d'une intégration fiscale satisfaisante. Différentes techniques peuvent être additionnées pour assurer une forme de déductibilité des intérêts.

Face à cela, dans une perspective de maximisation des dividendes et de minimisation de l'imposition des plus-values de sortie, la localisation de la holding à l'étranger, en particulier au Luxembourg doit être envisagée. Le cadre offert permet alors de résoudre certaines difficultés propres à l'OBO. Nous aboutissons alors à une restauration partielle du levier fiscal, ainsi qu'à un cadre avantageux dans une perspective patrimoniale future.



Si l'évolution financière actuelle, à travers la hausse du coût de l'endettement pèse nécessairement sur les montages à effet de levier, elle n'ôte pas l'intérêt intrinsèque que constitue la possibilité de céder son entreprise tout en conservant le contrôle. Vue certes schématique et rapide, le montage en question n'en a pas moins une probabilité de réussite supérieure à celle d'un LBO traditionnel. En effet, il réduit, voire élimine même plusieurs des risques principaux associés à ce type d'opération.

L'écueil principal reste donc d'ordre fiscal, puisque la présence du même actionnaire majoritaire au niveau de holding et de la cible engendre non seulement d'application de l'amendement Charasse, mais peut aussi entraîner la responsabilité des dirigeants en cas de recours à certaines techniques. Sujet d'actualité, l'OBO doit surtout faire l'objet d'une structuration globale, à la fois financière, juridique, fiscale et opérationnelle pour produire les effets que l'on en attend.

