



## Le LBO Minoritaire : un outil de développement de la stratégie

Par François Hugonin, cabinet Hugonin & Laporte, (photo de gauche) et Jean-Michel Vignaux, cabinet Blue Cell Consulting

**La crise économique et financière actuelle a placé les opérations de LBO en situation délicate notamment en raison des difficultés de remboursement de la dette d'acquisition, liée en général à une baisse de la rentabilité attendue, remettant en cause le mécanisme d'effet de levier. Face à cette situation le LBO Minoritaire a la particularité de réaliser des objectifs patrimoniaux, en permettant à l'actionnaire dirigeant de rendre liquide une partie de son patrimoine professionnel mais également, et c'est là que se situe à notre sens l'avantage, de créer un instrument qui va servir de vecteur au développement de la stratégie du groupe.**

**D**ans un premier temps, l'actionnaire dirigeant fait apport d'une partie de ses titres à une société holding, celle-ci détenant dès lors une partie du capital de la filiale. A ce stade il n'y a aucun échange de liquidités puisqu'il s'agit d'une opération d'échange de titres.

Dans un deuxième temps l'actionnaire dirigeant vend tout ou partie des titres restants à cette même holding, laquelle contracte la dette. L'actionnaire dirigeant reçoit alors directement ou indirectement le prix de la vente des titres. In fine la société opérationnelle se retrouve majoritairement détenue par la holding détenue conjointement par l'actionnaire historique et les investisseurs entrants.

Les avantages sont multiples :

- La holding est moins endettée que dans un LBO traditionnel (la première opération ne génère pas d'endettement), la dette n'apparaissant que dans la deuxième phase.

- En termes de développement, le dirigeant historique peut rester présent dans le groupe ce qui permet de sécuriser le « passage de témoin », ceci pouvant être qualifié de « levier opérationnel ».

- Vis-à-vis des banques, ce type de montage apporte plus de

garantie dans la mesure où le dirigeant actionnaire historique reste présent.

- Vis-à-vis des actionnaires entrants la mise en place d'un système de gouvernance basé sur la répartition des pouvoirs et des décisions permet de gérer les conditions propices à la mise en œuvre de la stratégie qu'ils ont définie. Les règles du jeu doivent être fixées dès le début afin que les effets du LBO soient bénéfiques pour chaque partie.

- La mise en place de pactes d'actionnaires et d'engagements de rachats d'actions permettra la sortie définitive de l'actionnaire historique.

Au plan fiscal, l'opération d'apport des titres de la société opérationnelle à la holding ne génère généralement pas d'imposition immédiate de la plus value. Si l'apport est réalisé par l'actionnaire personne physique, celui-ci bénéficie du régime de sursis d'imposition. Si l'apport est réalisé entre sociétés, le régime fiscal de faveur évite une imposition immédiate de la plus value constatée au moment de l'apport, étant rappelé que certaines conditions doivent être réunies pour ces deux régimes.

La cession proprement dite des titres de la société opérationnelle génère une

imposition de la plus value. Lorsque le cédant est une personne physique, le taux fiscal de l'imposition est de 18% (19% à partir du 1er janvier 2011) auquel s'ajoutent les contributions sociales pour un taux global de 12,1 %. En revanche, si la cession des titres est réalisée par une société, le taux d'imposition peut être de 0% (sauf QPFC de 5%), pour autant que les titres cédés reçoivent bien la qualification, tant au plan comptable que fiscal, de titres de participation. Le point crucial est la possibilité d'opter pour le régime de l'intégration fiscale. Il s'agit ici du dispositif de l'article 223 B du CGI (amendement Charasse), lorsque l'acquisition fait intervenir un actionnaire ayant le contrôle de la société opérationnelle. Il est à noter que les apports de titres ne sont pas dans le champ d'application de l'article 223 B. Enfin, au regard de l'ISF de l'actionnaire historique, il convient d'être très attentif au caractère animateur de la holding afin qu'elle soit exonérée comme outil professionnel. A cette fin, certains contrats de prestations de services seront mis en place non seulement avec l'actionnaire d'origine, mais également avec les investisseurs. ■

## Les LBO mid-cap se valorisent en moyenne 6,4 fois l'Ebitda

L'indice Argos Mid-Market montre une hausse sensible des valorisations au premier semestre 2010. Pour Gilles Mougenot, « La remontée de l'Indice Argos Mid-Market ne s'explique pas seulement par une activité accrue des acquéreurs industriels qui sont de nouveau attentifs à la croissance externe après une période axée sur le redressement de leurs marges, et qui continuent à payer pour leurs acquisitions des prix supérieurs aux opérations effectuées par les fonds LBO. Une partie des transactions LBO se réalisent en effet à des niveaux de valorisation très élevés (en moyenne 11,0x l'Ebitda pour le 1er quartile), contribuant ainsi à la hausse globale des multiples. Les sociétés dont les performances ont résisté dans un environnement économique difficile séduisent particulièrement les fonds LBO qui disposent de moyens significatifs hérités de levées records de 2006-2007 et qu'ils n'ont que très peu investi jusqu'ici, faute d'opportunités suffisantes. « De nombreux fonds souhaitent aujourd'hui accélérer leur rythme d'investissement avant de pouvoir solliciter leurs investisseurs pour une nouvelle levée », commente Gilles Mougenot, président d'Argos Soditic France. Or, si les opportunités sont redevenues plus nombreuses, une partie des vendeurs n'ayant pas souhaité différer davantage la cession de leur entreprise, le nombre de transactions effectivement réalisées n'a pas connu de reprise significative et reste encore loin de son niveau d'avant crise.

A fin juin dernier, le multiple médian s'élevait à 6,4 fois l'Ebitda dégagé par les sociétés-cibles, sur une base de douze mois glissants. Soit légèrement

plus que de juillet à décembre 2009, où ce même multiple s'élevait à 6 fois l'EBE. Il reste toutefois encore bien loin du pic du dernier semestre 2006 et des six premiers mois de 2007, où le multiple avait atteint 9 fois l'Ebitda; D'une manière générale, ce frémissement reflète un certain retour de l'appétit des entreprises et des financiers sur le front du M&A, après une année 2009 où ils ont fait preuve d'attentisme. D'abord parce que davantage de sociétés se sont révélées prêtes à s'offrir à de nouveaux propriétaires, au premier semestre. En effet, certains vendeurs n'ont pu retarder plus longtemps leur cession. A l'instar des investisseurs, qui ont réalisé 78 % de sorties de plus entre fin 2009 et début 2010. « Les acquéreurs ont aussi pu compter sur des conditions de marché plus favorables, avec des taux d'intérêt particulièrement bas ou des valorisations plus attractives », estime l'étude. Les industriels se sont montrés les plus généreux, en proposant 6,5 fois l'Ebitda pour leurs acquisitions effectuées au premier semestre - contre 6,2 fois, de juillet à décembre 2009. Après s'être concentrés sur le redressement de leurs

marges, ils se déclarent de nouveau attentifs aux acquisitions, d'autant que les perspectives de croissance internes demeurent faibles dans la zone euro. « Néanmoins, les valorisations des opérations menées par des acquéreurs industriels ne remontent que légèrement et restent encore loin des niveaux observés lors des dernières années, et demeurent toujours en deçà des indices boursiers », souligne l'indice. Pour leur part, les fonds semblent être repartis plus timidement à la chasse aux deals, après une année passée à épauler les participations de leur portefeuille. En effet, ils n'ont offert que 5,8 fois l'Ebitda des cibles, début 2010. On notera que certains financiers ont payé au prix fort certaines participations. En particulier pour entrer dans des sociétés résilientes. Le multiple moyen du premier quartile est ainsi passé de 9,7 à 11 fois l'Ebitda, en l'espace d'un semestre, du fait de la concurrence entre les financiers. « De nombreuses équipes de gestion ont beaucoup d'argent à investir et se sont rués sur les beaux actifs, quitte à les payer un peu cher ». Au final, les écarts de valorisation entre les meilleurs élèves et les autres risquent de rester élevés. ■

