

MASTER 2 PROFESSIONNEL DROIT DES AFFAIRES ET FISCALITE
UNIVERSITE PARIS 1 – PANTHEON SORBONNE

**LES CONTRAINTES RELATIVES
AUX ACQUISITIONS PAR EFFET DE LEVIER**

Mémoire réalisé par

Hugues Racovski

Sous la direction de

Monsieur le Professeur Michel Menjucq

15 juin 2011

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier le Monsieur le professeur Michel Menjucq, qui m'a aiguillé tout au long de ce mémoire, de la définition du sujet à la méthodologie d'analyse.

Je remercie également tous mes professeurs du Master 2 droit des affaires et fiscalité de l'Université Paris 1 - Panthéon Sorbonne pour leur disponibilité tout au long de l'année, ainsi que le cabinet De Pardieu Brocas Maffei au sein duquel j'ai effectué mon stage de validation de formation. Cette année, dont je garderai un excellent souvenir, fut pour moi un réel enrichissement.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION.....	4
I. PRINCIPE ET SOPHISTICATION DU MECANISME LBO	6
A. LE PRINCIPE DU LBO : LES EFFETS DE LEVIER	6
1) <i>Analyse critique du levier juridique</i>	6
a. La portée du levier juridique	6
b. La forme sociale du holding de reprise	7
c. Le capital du holding de reprise	8
2) <i>Le levier financier</i>	8
3) <i>Quel levier fiscal ?</i>	10
a. La remontée des dividendes en exonération d'impôts	10
b. L'imputation des frais et charges engagés par le holding.....	11
B. LA SOPHISTICATION DU MONTAGE LBO	11
1) <i>Les schémas de chaînes de holdings</i>	12
a. Leur fonctionnement	12
b. L'endettement intermédiaire	13
c. La singulière « double luxco »	13
2) <i>Les processus de « deuxième rachat »</i>	13
3) <i>L'utilisation du LBO sur le marché boursier</i>	14
4) <i>L'inquiétude liée aux comportements des nouveaux acteurs du marché</i>	14
II. LES CONTRAINTES AFFERENTES AU MECANISME LBO.....	15
A. LES OBSTACLES D'ORDRE JURIDIQUE AU MECANISME DE LBO	15
1) <i>En droit commercial</i>	15
a. La garantie de l'endettement	15
b. L'aboutissement logique de l'opération : la fusion rapide	18
c. Le risque d'abus de majorité	19
d. La responsabilité des intervenants financiers	19
2) <i>En droit pénal</i>	20
a. L'incrimination d'abus de biens sociaux.....	20
b. L'abus de pouvoir et de voix	21
3) <i>En droit du travail</i>	21
a. L'obligation d'informer le comité d'entreprise en cas d'OPA et d'OPE	22
b. L'article L 1224-1 du Code du travail ou l'obstacle aux licenciements	22
4) <i>Prospective : le LBO à l'épreuve des procédures collectives</i>	23
a. L'affaire Cœur Défense : quel soulagement pour les holdings de rachat ?	23
b. La corrélation du pouvoir politique en comité de créanciers à la subordination de la créance	25
B. LES OBSTACLES D'ORDRE ECONOMIQUE AU MECANISME DE LBO	26
1) <i>Les contraintes financières</i>	26
2) <i>Les contraintes fiscales</i>	26
a. Les modalités du financement de l'acquisition à l'épreuve de la fiscalité	27
i. <i>La déductibilité des intérêts : les nouvelles contraintes de la LF pour 2011</i>	27
ii. <i>Le montage LBO à l'épreuve de l'amendement Charasse</i>	30
iii. <i>La TVA sur les frais d'acquisition</i>	32
b. Le risque de requalification par l'administration fiscale	32
i. <i>En acte anormal de gestion</i>	32
ii. <i>En abus de droit</i>	33
BIBLIOGRAPHIE.....	34

INTRODUCTION

Dans une société commerciale, le pouvoir de décision est en principe corrélé à la détention du capital. Lorsqu'un repreneur potentiel a des capacités de financement limitées relativement à la valorisation d'une société qu'il désire racheter, ses moyens peuvent se révéler en deçà du prix de la société cible. Ainsi, dans un marché où la liquidité de la transmission d'entreprise est essentielle, des montages ont vu le jour, qui permettent de prendre le contrôle de sociétés sans avoir pour autant, en propre, les ressources financières suffisantes pour les acquérir.

Cette technique d'acquisition, très appréciée des investisseurs, tend à devenir la plus fréquente des formes de rachat d'entreprises¹. Elle est définie par le terme général de *leverage buy out* ou plus simplement : LBO. Le terme « buy » traduit l'opération d'acquisition. La notion de « buy out » signifie que l'acquisition sera suivie du maintien - et le plus souvent accompagnée de la participation financière - de l'équipe dirigeante en place dans la cible, tandis qu'à contrario, un « buy in » implique un renouvellement total ou partiel des anciens dirigeants, remplacés par une nouvelle équipe dont les membres participeront là aussi financièrement à la reprise. L'adjonction de « leverage » rend compte de l'aspect essentiel du mécanisme, l'effet de levier. Plusieurs modes de transmission sont ainsi appréhendés par cette expression : on peut identifier notamment le LMBO² connu en France il y a quelques années sous le diminutif de RES³, opération de rachat LBO réalisée avec le concours à la fois des dirigeants mais aussi des salariés. Ici, le terme « management » implique la participation financière d'un nombre important de salariés. Si l'on pourrait encore citer les LMBI, LBU, OBO ou BIMBO⁴, à titre principal et quelque soit son pseudonyme, le montage LBO inclut plusieurs acteurs qui sont les dirigeants repreneurs, les investisseurs financiers, et les établissements de crédit prêteurs, tous assistés par des conseils variés qui les aident dans la réalisation de l'acquisition. En effet, malgré toutes ces appellations barbares, la terminologie employée ne reflète qu'une seule et même technique recouvrant les mêmes éléments caractéristiques communs : un holding de reprise acquiert une société cible grâce à l'endettement, la contrôle indirectement et économise de l'impôt grâce à la déduction, de son résultat global, des frais financiers qui découlent de l'emprunt.

En provenance direct des Etats-Unis, cette opération consiste donc en la prise de contrôle d'une société cible au moyen de l'endettement et par le biais d'un holding de reprise, au capital duquel sont associés des salariés et des financiers. Le holding s'endette au maximum de ses capacités de remboursement, correspondant en fait à celles de la cible : il s'agit pour lui, selon la célèbre formule, de « *contrôler sans argent, d'emprunter sans surface* ». Le montage va effectivement s'adosser à la capacité de la cible à verser des dividendes au holding de reprise. Sa viabilité suppose ainsi que certains paramètres soient préalablement appréciés pour que le risque de non remboursement de la dette soit acceptable. Il convient

¹P. Raimbourg et M. Boizard, Ingénierie financière, fiscale et juridique : Dalloz 2006/2007, p. 1002. - F. Garrouste, « LBO, Alors bulle ou pas bulle ? » : Option Finance, 14 nov. 2005, p. 19.

² Pour *Leverage Management Buy Out*.

³ Pour « rachat d'une entreprise par ses salariés » ;

⁴ Respectivement dans l'ordre pour *Leverage Management Buy In* (rachat d'une société par des dirigeants issus d'une autre société et des investisseurs financiers), *Leverage Build Up* (rachat d'une première entreprise qui sert de plate-forme pour l'acquisition d'autres entreprises d'un même secteur ou d'un secteur connexe), *Owner Buy Out* (rachat d'une société par les associés dirigeants actuels et des investisseurs financiers), *Buy In Management Buy Out* (rachat par un repreneur externe en association avec les actionnaires et/ ou les cadres actuels et des investisseurs financiers).

d'une part, que la cible intervienne sur un secteur mature qui requiert de faibles investissements, corolaire à la forte capacité de distribution de dividendes. D'autre part, l'endettement de la cible doit être raisonnable afin que la trésorerie prenne là aussi le chemin du dividende. Enfin l'environnement concurrentiel de la cible doit permettre de d'assurer de la pérennité de son plan d'affaire, conditionnée au facteur d'implantation potentielle de concurrents nouveaux sur le secteur d'activité en cause. Le montant de la dette d'acquisition empruntée par le holding est donc lié à la rentabilité prévisionnelle de la cible.

Le LBO n'est parvenu à émerger en France que tardivement, vers le milieu des années 1980. Les premières opérations de LBO ont été réalisées aux Etats-Unis dès la fin des années 1970, et étaient destinées à financer des OPA. A son arrivé outre atlantique, alors que l'on connaissait déjà le RES, le marché du LBO a connu une expansion conséquente et rapide du fait de la hausse de la capitalisation boursière de la place de Paris et de la présence de liquidités abondantes. Car l'un des caractères du montage est d'être très sensible à la situation macro-économique. Ainsi, l'aversion pour le risque, la pénurie de liquidités ou encore le resserrement de l'accès au financement de source bancaire sont autant d'éléments synonymes d'un recul du marché des LBO. Ainsi, le *krach* boursier de 1987 ou encore la crise économique de 2008 activée par la chute de Lehman Brothers ont précédé un ralentissement violent de l'utilisation de ce type de reprise.

La croissance régulière du marché, quoique ralentie ces dernières années, s'est accompagné d'une sophistication du mécanisme, la pratique souhaitant multiplier les avantages du montage, ou l'adapter à des situations particulières. Cette utilisation à géométrie variable et la progression technique des LBO a engrangé de nouvelles situations nécessitant un encadrement accru par le biais d'une réglementation spécifique. En effet, comme il l'a été dit, cette technique de cession d'actions financée par le mécanisme du crédit permet de contourner l'absence de moyens suffisants en s'appuyant sur les ressources de l'objet que l'on convoite. Or, hormis quelques réglementations ponctuelles, aucun régime juridique spécifique défini n'est applicable à ce type de montage qui ne trouve meilleur guide que la liberté contractuelle. Le législateur, malgré lui ou en conscience, a implanté dans le droit positif certains garde-fous ayant pour objet soit de sauvegarder l'intérêt de la cible, soit d'accorder la valeur qu'il mérite – ou devrait mériter - a l'apport en numéraire. Ainsi de nombreuses contraintes relatives au droit des sociétés, au droit de la concurrence, au droit pénal, au droit du travail, ou encore aux règles fiscales sont postées et protègent une certaine rationalité de la pratique du rachat d'entreprise. En outre, d'autres règles sont débattus et pourront à terme engrangées de nouveaux obstacles pour les repreneurs qui désirent s'engager dans un LBO, si elles étaient admises en droit positif. Pour illustrer les débats en cours, d'aucuns proposent de prendre en compte dans le droit des procédures collectives la subordination des créances dans les comités de créanciers, ce qui entraîneraient la dilution du vote des porteurs de dette subordonnée – à savoir les managers notamment – et une atténuation d'autant de leur poids politique, relativement à celui des porteurs de dette senior.

Ces contraintes présentes ou futures vont dans le sens de la préservation de l'équilibre entre capital et dette, entre actionnaires et prêteurs, entre majoritaires et minoritaires, dans l'optique permanente de rendre à ce type de montage son rôle premier qui consiste en la reprise d'une entreprise opérationnelle et donc le maintien et, au mieux, le développement d'une activité économique réelle. Ainsi l'analyse préalable de ce type d'opération de rachat par l'approche de ses trois leviers - juridiques, financiers et fiscaux qui seront étudiés dans une triple approche comme éléments interdépendants de l'architecture du montage - est indispensable à la compréhension des enjeux de la sophistication du montage de ces vingt dernières années

(I). Cette analyse fera apparaître les points de tension du mécanisme que la réglementation contraint à la fois juridiquement et économiquement (II).

I. PRINCIPE ET SOPHISTICATION DU MECANISME LBO

Né de la problématique du financement d'une opération de prise de contrôle, le LBO constitue une réponse à la problématique suivante : comment un repreneur peut-il financer le rachat du capital d'une société cible, alors qu'il ne dispose pas des ressources suffisantes pour procéder à cette acquisition ? L'emprunt auprès d'organismes bancaires ou encore l'association à des partenaires paraît être le seul moyen de contourner l'obstacle du manque de fonds propres. La pratique a optimisé ces conditions de reprise en plaçant au sein de la même structure *ad hoc* les moyens financiers, juridiques et fiscaux de procéder à une telle reprise : le LBO est né. Il consiste à doter une société financière créée à cet effet de moyens financiers permettant la prise de contrôle d'une société dont la rentabilité espérée permettra via les ressources dégagées, d'une part de rembourser les intérêts de l'emprunt, d'autre part de dégager un profit après le remboursement des prêteurs. Le concept s'entend donc d'un rachat des titres d'une société avec un recours à des capitaux propre aussi faible que possible et un endettement maximal corrélé aux capacités de la cible à faire remonter des profits. Un régime fiscal particulier permettra au holding de déduire les frais financiers provenant des intérêts d'emprunt du résultat provenant de la cible. Cette méthode de rachat de sociétés est donc fondée sur l'interaction de trois effets de levier permettant une forte optimisation économique.

La performance de certains LBO a engendré un goût de plus en plus marqué pour l'effet de levier, allant chercher parfois des ratios capital sur dette de 1 sur 200, ce qui a eu pour conséquence d'élever certains débats doctrinaux et d'entraîner le législateur à limiter certaines opérations. La pratique répétée de ces montages a entraîné une sophistication de la technique et souvent une complexification des opérations mettant parfois en cause la rationalité ou même la moralité du rachat. Certaines contraintes, nous le verrons, tentent d'infliger certains coups d'arrêts au gigantisme et à l'irrationalité juridique de certaines pratiques. Avant d'entrer dans l'analyse des évolutions techniques du montage LBO, il faut rappeler son principe de base, caractérisé par les trois effets de leviers principaux, et c'est donc l'étude sous un angle critique des leviers juridique, financier et fiscal (A), qui fera socle pour cerner la sophistication des structures et l'évolution des comportements liés aux acquisitions par effet de levier (B).

A. LE PRINCIPE DU LBO : LES EFFETS DE LEVIER

L'opération de LBO est fondée sur l'interaction de trois effets de leviers. Il s'agit ici de rappeler brièvement et de manière - si possible - critique les bases de cette interaction, en décrivant la mécanique respective : du levier juridique (1), du levier financier (2) et du levier fiscal (3).

1) *Analyse critique du levier juridique*

a. La portée du levier juridique

Le levier juridique se matérialise dans l'interposition entre les repreneurs et la société cible d'une société holding. Ainsi, la création d'un holding qui détient les titres de la cible est le premier élément d'un montage LBO : l'effet de levier juridique consiste donc à utiliser le droit des sociétés pour démultiplier le contrôle du repreneur. Il faut remarquer qu'une jurisprudence constante depuis un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 20 octobre 1980⁵ déclare licite la création d'une société financière ayant pour seul objet le rachat des titres d'une autre société. Le holding de reprise ne trouve pas de définition juridique claire en droit français, et ne relève d'aucune réglementation particulière. Son objet est de détenir des participations sous forme de parts ou d'actions en vue de centraliser le contrôle d'une ou plusieurs sociétés. Il s'agit d'une société « contrôlaire ». Pour illustrer l'effet de levier juridique, prenons à titre d'exemple le cas d'école de l'actionnaire détenant une majorité simple soit 51% du capital social du holding par le biais duquel la société cible est rachetée. Contrôlant le holding, cette engagement financier partiel lui confère néanmoins le contrôle de la cible grâce à l'addition d'un passif lié à l'emprunt qui a servi à racheter les actions de la cible. Le peu de capital investi suffit à lui conférer le contrôle du holding et donc indirectement celui de la cible.

Ainsi, le rôle de cette coquille financière est de faciliter le rachat de la société cible en centralisant les apports en capitaux des actionnaires au sein d'une même structure, et en faisant intervenir un effet de levier. Dans la mesure où la société holding sera détenue par des investisseurs, elle prend la forme d'une société de capitaux la plupart du temps. Puisqu'elle ne trouve de régime dans aucuns textes spécifiques, son régime variera selon la forme sociale que lui choisiront les repreneurs. Dans le cadre d'un LBO, on peut donc imaginer toute sorte de forme sociale pour la société holding. Toutefois comme nous l'avons vu, les titres du holding sont voués à être détenus, non uniquement par des cadres et des salariés de la société cible, mais aussi par des investisseurs extérieurs qui apportent des fonds propres. Ainsi, s'il est possible en théorie de mettre en place un holding sous forme de société civile ou de société de personnes, on privilégiera la société de capitaux. En effet, ce type d'opération nécessite pour fonctionner des conditions de libre cessibilité et de négociabilité des droits sociaux, et une limitation de la responsabilité des associés, qui s'apparente à une condition de base à la participation d'investisseurs extérieurs à la cible.

b. La forme sociale du holding de reprise

Outre la SA, forme classique du holding de reprise, quelle forme sociale peut répondre aux attentes d'un montage LBO ? S'il prend la forme d'une SAS dont le capital social serait détenu par une société de capital risque mais dont le président serait soit une SARL, soit une SA irrévocable contrôlée par le repreneur, la SAS joue alors le rôle de « char d'assaut financier »⁶ dans la mesure où le montage permet une dissociation totale entre capital et direction. Chose impossible dans une SA, on pourra d'autant plus dissocier le pouvoir et la détention du capital dans un holding de contrôle en mettant en place une clause de variabilité du capital dans les statuts de la SAS ou encore, une clause d'irrévocabilité du président. La SAS cumule donc nombreux avantages et peu d'inconvénients. Du fait, notamment, l'absence de soumission à un cadre juridique obligatoire, la SAS fait preuve d'une adaptabilité qui permet l'organisation flexible de la direction du holding. Les décisions collectives et la transmission des actions peuvent dépendre de la rédaction des statuts. Mais l'inconvénient

⁵ CA Paris, 20 oct. 1980 : *Revue sociétés*, 1980, p. 774, note A. Viandier.

⁶ J. P. Bertrel, *Ingénierie juridique : comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société*, Droit et Patrimoine, septembre 2001, p.34.

principal se situe dans l'interdiction pour la SAS de faire appel public à l'épargne. Or les investisseurs en capital risque considèrent cette opération comme une voie de sortie avantageuse de leur investissement.

De même dans une société en commandite par actions (SCA), une dissociation originale entre droits politiques et droits à dividendes est opérée. D'un côté les commanditaires voient leurs rapports à la société rémunérés par des actions mais ne participent pas à la gestion de la société. De l'autre les commandités sont détenteurs du pouvoir politique et responsables solidairement des dettes sociales. En outre, le choix d'une SARL commanditée implique la prise de décision à l'unanimité des commandités et à la majorité des commanditaires, ce qui a pour effet d'octroyer un droit de veto aux commandités. Ainsi, dans un montage LBO, le holding pourra être formé par une SCA dont l'investisseur sera la SARL commanditée : sans disposer de la majorité du capital, l'investisseur aura le contrôle politique de la société. Ce couplage d'une SCA avec une SARL gérante commanditée a fréquemment été le choix dans les LBO français des années 1990. Enfin, la constitution du holding en SCA ou SAS permet la stipulation d'une clause de variabilité du capital, laquelle engendre un accroissement instantané de la liquidité du capital, caractéristique propre à attirer les investisseurs en capital-risque qui y investiront alors plus facilement que dans une SA.

c. Le capital du holding de reprise

Le capital est composé d'apports soit en numéraire, soit en nature. D'une part les investisseurs extérieurs apportent uniquement des fonds propres au holding de reprise. D'autre part, les actionnaires de la cible participant au LBO peuvent aussi effectuer des apports en nature s'il est prévu par le traité d'apport que l'attribution des droits sociaux qu'ils détiennent dans la cible entraîne l'attribution en contrepartie d'une quote-part au capital du holding. En outre, l'émission d'action de préférence sans droit de vote au titre de l'article L. 228-11 du Code de commerce permet l'apport de financement tout en laissant inchangé la répartition du pouvoir de contrôle au sein du holding de reprise. Toutefois, rappelons que les actions de préférence sans droit politique ne sauraient représenter plus de la moitié du capital social dans les sociétés non cotées, condition abaissée à un quart du capital social pour les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé. Le législateur laisse de surcroît la possibilité d'assortir à ces actions de préférence des droits particuliers temporaires ou permanents et de toute nature au titre de l'article précité. Il est donc possible d'aménager les rapports en les actionnaires dirigeants et les investisseurs extérieurs au sein du holding⁷.

L'effet de levier juridique s'opère donc du fait de la dissociation entre capital et contrôle. Or c'est le contrôle de la société qui permet à ceux qui en dispose de gérer la stratégie et l'administration d'une entreprise, et d'en tirer selon leur vu le plus grand bénéfice. Tout l'enjeu est donc d'octroyer la puissance politique sans forcer celui qui demande le pouvoir à financer ses ambitions. Le montage LBO, par son levier juridique décrit une fuite en avant qui marque l'obsolescence du capital social dans la quête du pouvoir. La sophistication des aspects juridiques du montage ces dernières années, illustrée notamment par la mise en place de « cascades de holdings » permettant de maximiser de manière presque factice l'effet de levier juridique, a pu entraîner l'émergence de certaines contraintes qui seront analysées par la suite.

2) *Le levier financier*

⁷ Voir sur ce point l'article de Kaddouch, « LBO : actions de préférence ou pactes d'actionnaires ? », JCP E 2006, n° 24, Étude 1953.

Comme nous l'avons évoqué précédemment, l'acquisition d'une société par effet de levier repose aussi sur le principe du financement par la cible de son propre rachat. L'effet de levier permet à l'investisseur d'acquérir une entreprise alors qu'il n'en a pas réellement les moyens et d'augmenter le rendement attendu des fonds propres investis tout en diminuant son risque de perte. Le montage LBO classique requière traditionnellement le recours conjoint à trois modes majeurs de financement des prises de contrôle, à savoir les fonds propres, la dette senior et le financement intermédiaire correspondant à des niveaux de risque différents. Les types d'emprunts spécifiques à un montage LBO sont ainsi structurés en deux grandes catégories : la dette senior, qui sera remboursée en premier, et la dette mezzanine⁸ qui se situe dans la structure financière du montage entre le capital et la dette principale d'acquisition appelée dette senior.

La création de valeur est rendu possible par l'optimisation du ratio de la dette sur le capital ce qui permet au repreneur d'investir en capital un montant bien inférieur à la valeur de la société rachetée. Le phénomène est - il faut en convenir - d'une simplicité qui peut être déconcertante. En effet, si la rentabilité économique de l'investissement est supérieure au taux d'intérêt des emprunts, la société va améliorer sa rentabilité financière. L'effet de levier financier mesure ainsi l'influence de la dette d'acquisition sur la rentabilité des fonds propres selon la formule suivante⁹ :

$$R_f = R_e + [(R_e - t) \times D/CP]$$

Ainsi, grâce au levier financier, le coût moyen pondéré du capital aussi connu sous le sigle anglo-saxon WACC¹⁰, moyenne pondérée entre le coût des différentes sources de financement et le coût du capital utilisée comme taux d'actualisation des *cash-flows* pour mesurer la valeur du LBO, se trouve significativement réduit. La dette étant d'un coût moindre que le capital du fait d'un risque plus faible, conduit à faire baisser cette moyenne, ce qui augmente d'autant l'opportunité du montage. Toutefois, si les investisseurs en capital réalisent des plus-values importantes sur des périodes de temps relativement courtes, rappelons que cette création de valeur n'est pas systématique, et ne signifie pas nécessairement que la valeur intrinsèque de l'entreprise a augmenté dans les mêmes proportions que la plus-value réalisée¹¹. Remarquons en outre que le mécanisme décrit est souvent renforcé par un effet de levier managérial basé sur la perspective de plus-values promises aux dirigeants lors du débouclage du montage, et de surcroît encouragé par la mise en place de *management packages*.

Pour résumer la mécanique de l'effet de levier financier, disons que la rentabilité des fonds propres investis augmentera avec le niveau de l'endettement tant que la rentabilité économique de la cible demeurera supérieure au coût de la dette. Autrement dit, tant que la rentabilité économique de l'entreprise rachetée reste supérieure au taux d'intérêt que le holding doit verser en rémunération de la dette d'acquisition, l'actionnaire aura intérêt à recourir à l'endettement. Au contraire, lorsque le coût de la dette devient supérieure à la rentabilité économique, l'effet induit est inverse et la rentabilité des fonds propres se trouve

⁸ De l'italien « *mezzo* », c'est-à-dire le « milieu ».

⁹ Où respectivement R_f est rentabilité des fonds propres, R_e la rentabilité économique dégagée par l'exploitation, D le niveau d'endettement, CP le montant des capitaux propres et t le coût de la dette. La pratique financière va considérer qu'il y a LBO lorsque le ratio de la dette sur le capital est dans un rapport égal ou supérieur à un.

¹⁰ Pour Weighted Average Cost of Capital.

¹¹ Marc Gerretsen, avocat associé, PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance, « Les LBO sont-ils créateurs de valeur », Revue « Echanges », n° 211, juin 2004, Dossier « Evaluation et négociation d'entreprises ».

alors affectée négativement par la structure du passif : dans tous les cas de figure, l'effet de levier agit donc comme un « accélérateur »¹². L'équilibre juste entre le montant des fonds propres et celui de l'endettement constitue donc un élément primordial de la réussite d'une reprise LBO. Car, outre l'objectif d'assurer son propre développement, la société cible doit générer les ressources suffisantes pour distribuer des bénéfices au service du remboursement de la dette de son propre rachat chez le holding. Le business plan constitue l'outil essentiel à l'estimation du niveau d'endettement maximum du holding de reprise via la prise en compte des prévisions sur plusieurs années des *cash-flows* de la cible.

3) *Quel levier fiscal ?*

Nous venons de voir que le levier financier d'un montage LBO repose sur le niveau d'endettement du holding de reprise, qui a besoin des flux financiers générés par la cible pour faire face aux échéances de remboursement de l'emprunt consenti pour financer l'acquisition. Ainsi, la structuration fiscale d'une opération de LBO aura pour objet d'optimiser la remontée de ces flux financiers en permettant au holding de déduire fiscalement les charges financières, à savoir d'une part les intérêts d'emprunt, et d'autre part les frais engagés pour l'acquisition de la cible. Il sera donc recherché deux avantages : l'absence de double imposition des remontées de bénéfices de la cible au holding sous forme de dividendes, et la déductibilité des intérêts d'emprunt contracté par le holding¹³. La place de la fiscalité dans le montage d'une acquisition par effet de levier a été abondamment traitée dans la littérature financière, notamment par les éminentes études de Jarell, Brickley et Netter¹⁴.

a. La remontée des dividendes en exonération d'impôts

Défini aux articles 145 et 216 du Code général des impôts, le régime des sociétés mères permet d'éviter la double imposition des dividendes distribués au holding : les sommes distribuées par la cible ont déjà été assujetties à l'impôt sur les sociétés en tant que bénéfices de la filiale. Le régime permet donc au holding d'appréhender ces dividendes en franchise d'imposition, sous réserve de la réintégration d'une quote-part de frais et charges fixée forfaitairement à 5 %¹⁵. Au titre de l'article 145, les personnes morales et autres organismes soumis, de plein droit ou sur option, à l'impôt sur les sociétés au taux normal qui détiennent, en pleine propriété, au moins 5 % du capital de la cible sous forme de titres nominatifs ou déposés dans un établissement agréé par l'Administration et qui conservent ces titres pendant au moins deux ans sont éligibles au régime. C'est ainsi que les dividendes distribués par la cible ne constituent pas un revenu imposable au niveau de la filiale.

Mais comme le souligne Lola Chammas et Denis Marcheteau, le holding ne dispose pas, dans la plupart des cas, de revenus additionnels. L'absence de résultat imposable fait courir le risque pour le holding de reprise de perdre les déficits fiscaux déductibles constitués par les intérêts de l'emprunt et les frais engagés pour l'acquisition de la cible s'il n'opte pas pour le régime de l'intégration fiscale, qui peut être combiné à celui des sociétés mères. Au titre du régime de l'intégration fiscale défini par l'article 223 A du Code général des impôts, le

¹² Voir pour plus d'informations sur la notion d'« accélérateur » financier l'article de F. Garrouste, Dossier 3 : « La transmission d'entreprise », Option Finance n° 641, 7 mai 2001.

¹³ Sur le sujet, voir l'article de Lola Chammas et Denis Marcheteau, JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse, Fasc. 2310, 2008.

¹⁴ G. Jarrel, J. Brickley, J. Netter, "The Market of Corporate Control : The Empirical Evidence Since 1980", Journal of Economic Perspectives, 1988.

¹⁵ Article 216 du Code général des impôts.

holding peut se constituer seul redevable de l'impôt dû sur l'ensemble des résultats du groupe qu'il forme avec la cible et éventuellement ses filiales. En effet, ce régime est applicable aux sociétés soumises en France, de plein droit ou sur option, à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun. Pour en bénéficier, le holding doit détenir, de manière continue au cours de l'exercice, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés du groupe, 95 % au moins du capital des sociétés qu'il souhaite intégrer fiscalement. À l'inverse, son capital ne doit pas être détenu, directement ou indirectement, à 95 % ou plus par une autre personne morale soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.

En application du régime le résultat d'ensemble du groupe, au titre duquel le holding sera seul redevable de l'impôt, est constitué de la somme algébrique des résultats des sociétés du groupe, sous réserve des ajustements destinés à assurer la neutralisation des opérations intra-groupe. Ainsi, dans ce cas une compensation entre les résultats négatifs et positifs du holding et de ses filiales sera possible. Autrement dit, les charges financières et les frais d'acquisition liés à l'acquisition au rachat s'imputeront sur les bénéfices de la cible.

b. L'imputation des frais et charges engagés par le holding

En principe, une société soumise à l'impôt sur les sociétés peut déduire de son résultat net ses charges financières résultant des financements auxquels elle recourt, qu'il s'agisse d'un emprunt senior, junior ou mezzanine, ou d'avances en compte courant d'associés. Au plan fiscal, les frais d'acquisition de titres de participation¹⁶ doivent être incorporés au prix de revient de ces titres, et ne peuvent plus faire l'objet d'une déduction intégrale au titre de l'exercice de l'acquisition, mais peuvent être amortis sur cinq ans à compter de la date d'acquisition¹⁷. Les commissions, droits de mutation, frais d'actes et honoraires liés à l'acquisition devront donc suivre ce régime et être intégrés au prix de revient des titres de participation. Quant à la déductibilité des intérêts, ces derniers sont en principe déductibles des résultats de l'exercice au cours duquel ils ont couru.

Evoquons avant l'heure que ces dispositions permettant l'optimisation fiscale d'un montage LBO font face à de sérieuses limites. Par exemple, la fusion entre le holding et la cible avant le remboursement intégral de l'emprunt, qui semble de prime abord constituer une solution au problème de la déductibilité des charges financières, est soumise à des contraintes d'ordre juridique et fiscal. D'autres contraintes sont posées, notamment, par le dispositif anti sous-capitalisation relatif aux conditions de la déductibilité des intérêts, ou encore par l'amendement dit « Charasse » de l'article 223 B du Code général des impôts. Ces limites seront analysées ensuite, après avoir cerné dans quelle mesure la sophistication de certains éléments clé du montage LBO ont pu modifier sa confrontation aux contraintes y afférent, ou faire « tiquer » le législateur.

B. LA SOPHISTICATION DU MONTAGE LBO

Selon Alain Couret¹⁸, « *L'innovation financière est sans doute l'un des phénomènes les plus caractéristiques de l'époque contemporaine. La France n'a pas été un précurseur ; elle a néanmoins pris une place respectable dans cette sphère de créativité qui caractérise la*

¹⁶ Au sens de l'article 39, 1, 5, al. 18 du Code général des impôts.

¹⁷ Au titre de l'article 21 (codifié à l'article 209, VII du Code général des impôts) de la Loi de finance pour 2007, depuis les exercices clos à compter du 31 décembre 2006.

¹⁸ Cf. Alain Couret, Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres, Bull. Joly, n° 5, mai 1986.559 s.

finance moderne». Longtemps abordé sous l'angle de l'analyse des performances financières de la cible¹⁹, le LBO a engendré des opérations plus risquées qui ne se sont pas nécessairement traduites par une amélioration de la situation de la cible²⁰.

D'abord utilisé comme une alternative au *take over bid* américain sur le marché du *private equity* pour l'acquisition de petites sociétés non cotées, le LBO a bientôt fait son apparition dans la cours des grands en s'engageant sur le marché boursier avec dans ses bagages, de nouveaux types de montages rivalisant d'intelligence. Mais les montages agressifs du milieu des années 1980 furent souvent, aux Etats-Unis, à l'origine de graves difficultés pour les sociétés cibles entraînant parfois des liquidations qui auraient peut-être pu être évitées si des solutions plus prudentes avaient été préconisées. Pourtant, si la prise de conscience des risques tend à intervenir, la pratique n'a pas perdu de vue l'intérêt des acquisitions par effet de levier, et la pratique a enfanté des schémas nouveaux de cascades de holdings (1), ou encore des processus de deuxième rachat impliquant des LBO secondaires (2). L'introduction des LBO sur le marché boursier implique l'accroissement de l'enjeu économique (3), et inquiète du fait des comportements inhabituels des nouveaux acteurs du marché (4).

1) *Les schémas de chaînes de holdings*

Le holding de reprise est l'instrument de base du montage LBO. C'est la structure qui permettra la mise en place des effets de levier. La sophistication du montage a vu ces vingt dernières années l'avènement d'une « démultiplication » de l'effet de levier juridique par la mise en place des chaînes de holdings.

a. Leur fonctionnement

Le mécanisme se base sur le constat, évoqué *supra*, qu'il suffit de détenir 51% du capital d'une société pour en avoir le contrôle. La superposition de plusieurs holdings va donc maximiser le levier juridique, c'est-à-dire la puissance de contrôle. A titre d'exemple, décrivons les conséquences d'une superposition de holdings : A, B, C et D sont successivement au-dessus de la société cible. Si chacun détient 51% du capital de son sous-holding, la société holding « arrière grand-mère » détient le contrôle de la cible alors qu'elle détient moins de 10% de son capital en consolidé.

Ainsi, des investisseurs extérieurs tels que des partenaires financiers ou commerciaux de l'entreprise détiendront une participation dans un holding « dont les seuls et uniques actifs sont les titres d'une coquille située plus bas dans le montage, ce qui rend fragile cette fusée à étages »²¹. Leur position est alors peu enviable dans la mesure où leur statut de minoritaires ne leur donne qu'un pouvoir limité de décision, ainsi qu'une position très peu liquide puisque les actionnaires majoritaires ne trouveraient pas d'intérêt et n'auraient pas les moyens de leur racheter leur participation. Ces circonstances peuvent entraîner une nette décote de la valorisation de ce type de titres qui risquent en plus de se trouver dilués si une augmentation de capital justifiée par le besoin d'argent frais était décidée. Plus cette augmentation se fera dans un holding proche de la cible, c'est-à-dire au plus bas de la cascade, plus leur position se verra diluée.

¹⁹ Kaplan et Smith se sont évertués à montrer notamment, sur la période 1980-1985 aux Etats-Unis, que les LBO ont amélioré l'efficacité et la performance des entreprises acquises.

²⁰ Summers a décrit ses observations et note la présence d'opérations plus risquées sur la période 1985-1990 aux Etats-Unis, qui ne se sont pas traduites par une amélioration des performances financières de la société rachetée.

²¹ Lola Chammas et Denis Marcheteau, *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 2310, 2008.

b. L'endettement intermédiaire

Malgré ces désavantages, certains LBO ont été parfois mis en place avec un endettement « intermédiaire », les holdings grand-mères contractant eux-aussi auprès d'établissements bancaires, ce processus étant parfois nommé le « levier sur levier ». Dans ce cas néanmoins, la position des prêteurs est encore moins enviable que celle des minoritaires évoquée ci-dessus dans la mesure où leur seule garantie sera constituée par le nantissement des titres de la coquille vide située plus bas dans la cascade. Or cette garantie n'a que peu de valeur puisque l'exercice du nantissement par l'exercice du pacte commissaire ne résiste pas si la banque située en dessous dans le montage exerce elle-aussi le nantissement des titres qu'elle détient en garantie de la dette première finançant l'acquisition. L'exercice du nantissement lui donne en effet le contrôle de la cible opérationnelle et réduit à néant la garantie de la banque située plus haut dans le montage. Nous verrons ainsi que la loi, en n'autorisant pas de garantir son emprunt avec n'importe quels actifs, instaure un sérieux garde-fou aux montages excessifs. La pratique a toutefois pu constater des montages à dix-huit holdings superposés ! Les effets de levier qui s'ensuivent traduisent la rupture consacrée entre détention du capital et le contrôle. En témoigne sur ce sujet la reprise de la société française Guy Degrenne dont le repreneur n'avait, pour en prendre le contrôle, déboursé de sa poche la somme de 500 mille euros à côté des quelques 50 millions auxquels était valorisée la société.

c. La singulière « double luxco »

La pratique a notamment mis en place le schéma, aujourd'hui bien connu des grands LBO, de « double luxco » : soit un véhicule d'acquisition classiquement basé en France et portant tout ou partie de la dette d'acquisition, à savoir un holding de reprise classique lui-même surplombé par une première société luxembourgeoise H1 elle-même détenue par une seconde société luxembourgeoise H2 ayant pour objet de détenir les titres de H1. Ainsi, H2 ne détenant que des actifs luxembourgeois, la pratique a voulu éviter l'ouverture trop abrupte de procédure de sauvegarde en France. Toutefois, l'évolution du traitement des procédures d'insolvabilité transfrontalières²² saurait confondre de mieux en mieux les prétentions des praticiens à échapper au système des procédures collectives françaises. De surcroît, ce processus est coûteux à mettre en place et n'est envisageable que pour des opérations de grande envergure.

La maximisation de l'endettement couplée à la superposition de plusieurs holdings doit faire réagir le législateur dans la mesure où la détention du capital, traditionnellement à l'origine du contrôle, s'éloigne de son rôle d'origine, d'autant plus que de tels schémas sont fréquents en pratique et auraient tendance à se démocratiser si certaines barrières n'étaient pas dressées par quelques initiatives législatives ayant pour objectif de rationaliser les reprises LBO.

2) *Les processus de « deuxième rachat »*

Les montages se sont sophistiqués en ce que l'acquisition s'échelonne parfois sur plusieurs étapes. Ainsi, le nombre de deuxièmes rachats, LBO dits « secondaires », a atteint ces dernières années la moitié du nombre de ces transactions en Europe. Dans un montage secondaire, le holding principal vend la cible à une entreprise de capital investissement qui va de nouveau faire croître le levier d'endettement. Le mécanisme peut être critiqué et doit être

²² Règlement 1346-2001 CE du 29 mai 2000.

encadré dans la mesure où très rare sont les LBO de deuxième rachat qui partent d'une intention pertinente d'améliorer la situation de la société opérationnelle.

En revanche, considéré comme une solution naturelle au blocage larvé d'une situation de reprise, le LBO secondaire apparaît comme un outil performant de déblocage d'un premier montage. Toutefois, l'endettement étant plus limité, les effets de levier dont pourront bénéficier les deuxièmes repreneurs sont bien plus limités et découragent parfois les sociétés de capital investissement. De plus, rares sont les cibles qui peuvent assumer un LBO secondaire dans la mesure où sa réussite est largement conditionnée à la gestion efficace de la cible, c'est-à-dire aux performances managériales. Enfin, une survalorisation de la cible finie souvent de décourager le repreneur « numéro deux ». Malgré les défauts flagrants que subissent ces montages, ils existent, et mettent à nouveau sur la balance les performances de la cible, et ainsi doivent rentrer dans le champ de vision de l'action législative et réglementaire dont les projets semblent prendre en compte, comme il sera vu ci-après, ces nouvelles techniques, afin de préserver au mieux l'intégrité des sociétés opérationnelles.

3) *L'utilisation du LBO sur le marché boursier*

Outre son succès sur le secteur du *private equity*, le LBO voit un développement accru dans le marché boursier ces dernières années. En effet, lorsque les investisseurs privés n'assument plus les velléités du marché et le financement des OPA, le montage LBO peut alors pallier à ce besoin de financement. Les enjeux de ce type d'opération sont alors décuplés par les volumes et les emplois qui sont en jeu.

A contrario, notons que ce type de montage a parfois été utilisé pour contrer des OPA hostiles en servant le financement d'une procédure anti-OPA. Le LBO arbore alors son costume de chevalier blanc : la direction de la cible a recours à ce type de montage pour racheter la cible plus chère et ainsi mettre un terme aux prétentions des investisseurs non désirés. Autrement dit, si le LBO peut servir à assurer le financement d'une OPA, il peut également servir à la riposte de la cible en matière d'OPA hostiles. La multitude de fonctions que la pratique fait désormais supporter à ce type de montage implique un contrôle accru des techniques afférentes à sa mise en place par le législateur. En effet, le LBO ne doit pas se transformer en voie royale sans que ces montages ne trouvent de réelles visées économiques.

4) *L'inquiétude liée aux comportements des nouveaux acteurs du marché des fusions-acquisitions*

D'autant que l'attitude des nouveaux acteurs sur le marché des LBO en cas de difficultés des sociétés cibles représente un risque supplémentaire pour l'économie. En effet, la montée en puissance des prêteurs non bancaires, la multiplication des nouveaux instruments de dette, ou encore la sensible augmentation de la part moyenne de la dette remboursable *in fine* dans les récents LBO ont eu ces dernières années, crise mise à part, un sérieux impact sur la structuration de certains montages. De nouveaux fonds CLO²³ ou ceux de type *hedge funds* font de l'ombre aux fonds de capital investissement classiques et encouragent les financements de maturité longue, et favorisent l'augmentation des effets de leviers. Ces nouveaux comportements ont le défaut d'accroître d'autant les chances de faire face à des difficultés du côté de la cible. Le problème est que la divergence des intérêts des acteurs du marché rendent incertaines les conséquences de telles difficultés pour la société rachetée dans

²³ Pour « *Collateral loan obligations* ».

la mesure où il semble impossible en cas de procédure collective que ces intérêts divergents parlent d'une seule voix.

Ainsi, loin de la réalité économique et salariale de la société opérationnelle, le montage va parfois à l'encontre du bon sens comme le prouve certains types de LBO auxquels la pratique a eu recours ces dernières années et qu'elle continue d'utiliser. Si l'intérêt du montage est à l'évidence reconnu, vaste est le rôle du droit qui tente de s'employer *lege lata* et *ferenda* à contrer les dérives de la pratique.

II. LES CONTRAINTES AFFERENTES AU MECANISME LBO

Le recours à la technique du LBO présente de nombreux avantages qui parfois trouvent leur source au-delà de la réalité économique de la société rachetée. Le montage LBO est créateur de risques juridiques et économiques dont il faut avoir conscience pour ne pas partir tête baissée dans un LBO, quand bien même Jensen le définissait comme « *l'antidote des défauts de la grande société cotée, et l'archétype d'une structure de gouvernance efficiente* »²⁴. Outre le passage obligé par le contrôle des concentrations de la Commission européenne ou tout du moins de l'Autorité française de la concurrence, la portée du bénéfice qu'implique l'utilisation d'un montage LBO peut en effet se trouver limitée par des dispositions juridiques ou fiscales. Le législateur se place alors comme le garant de la rationalité des montages. Nous verrons qu'il impose des obstacles à la fois juridique (A) et économique (B), et que les débats qui animent à ce jour la doctrine et le Parlement pourraient déboucher sur l'avènement de nouvelles contraintes pour les repreneurs.

A. LES OBSTACLES D'ORDRE JURIDIQUE AU MECANISME DE LBO

Si le LBO se sert du droit des sociétés pour parvenir à créer l'effet de levier nécessaire à la rentabilité du montage, certaines règles rappellent les investisseurs à l'ordre et au pragmatisme, et répriment les prétentions qui défient l'esprit du droit. Le législateur a attrapé certaines situations dans le filet du droit commercial pour en limiter les effets ou en interdire la substance (1). En outre, ces risques juridiques sont parfois générateurs d'infractions pénales qui doivent être appréciées avant d'embrasser cette stratégie de reprise (2), ou d'obligations en droit du travail (3). Enfin, les débats houleux au sujet de jurisprudences récentes permettent de se projeter dans l'avenir en matière de procédures collectives (4).

1) *En droit commercial*

a. La garantie de l'endettement

Le holding de reprise peut être amené à consentir aux prêteurs bancaiers des sûretés adossées sur les titres de la société cible par l'intermédiaire par exemple d'un nantissement, ou encore à garantir la remontée des profits par le biais des dividendes qui iraient directement dans les caisses du banquier au titre du remboursement du prêt. Pourtant, l'article L.225-216 du Code

²⁴ Citation de M. Jensen.

de commerce dispose qu'une société par actions « *ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers* »²⁵. Notons que le non-respect de cette disposition tombe sous le coup d'une sanction pénale prévue à l'article L.242-24. Ainsi, est puni de 9000 euros d'amende « *le fait, pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une société anonyme, d'effectuer, au nom de celle-ci, les opérations interdites par le premier alinéa de l'article L. 225-216* »²⁶. Sur le fondement de l'article L.235-1 du Code de commerce, les stipulations litigieuses encourent par ailleurs la nullité.

La question se pose alors de savoir si ces dispositions interdisent la mise en place de toute sûreté adossée aux actifs du groupe de sociétés acquis dans le cadre de la mise en place d'un montage LBO. Cette disposition trouve en effet sa raison d'être dans la volonté du législateur de préserver l'intégrité du capital des sociétés par actions dont les titres sont acquis notamment par l'intermédiaire d'un holding. Certains auteurs ont pris cet élément pour appuyer la thèse selon laquelle il convenait d'appliquer la disposition de l'article L.225-216 chaque fois qu'une opération de reprise par un tiers d'une société cible venait compromettre le capital de la société rachetée²⁷. Ainsi, selon cette interprétation large du dispositif de l'article L.225-216, serait proscrit tout procédé qui consisterait à autoriser les acquisitions d'entreprise sans presque d'engagement financier propre mais pas pur prélèvement sur les actifs de la société cible, ce qui condamne aussi bien les prêts et avances que les distributions de dividendes et les constitutions de sûretés.

Le Professeur Le Nabasque notamment avait milité pour que l'occurrence d'une sanction pénale au sein de l'article L.225-216 entraîne l'interprétation stricte des dispositions du présent article²⁸. S'ensuit la prise en compte de la notion de sûreté de manière restrictive comme l'on préconisé d'autres auteurs en référence à la définition proposé dans le livre IV du Code civil. Dans ce cas, sortent du champ d'application de l'article les « demi sûretés » telles que la délégation imparfaite, la promesse de porte-fort ou même selon certains auteurs, la lettre d'intention. Pourtant, dans ces instruments, la cible est là pour garantir aux prêteurs que le holding de reprise respectera les modalités de remboursement de l'endettement, et met ainsi en cause l'intégrité du capital de la société rachetée, faisant ainsi foi d'arguments supplémentaires pour l'établissement prêteur. A l'opposé, le Rapport Coulon remis au Garde des Sceaux en Janvier 2008 préconisait la suppression de la sanction pénale afférente à la disposition de l'article L.225-216 du Code de Commerce, ce qui engendrerait l'écroulement de l'argument des auteurs faisant reposer l'interprétation stricte de la notion de sûreté à la présence dans le texte de loi d'un dispositif pénal. Toutefois, les tribunaux ont déjà montré qu'en pratique, les mécanismes tels que la promesse de porte-fort, les stipulations de solidarité ou encore la délégation imparfaite sont interprétés comme des sûretés au sens de l'article L.225-216. La proposition de suppression de la sanction pénale par le Rapport Coulon ne peut alors qu'élargir encore la notion de sûreté présente dans l'article, l'interprétation des juges étant déjà large en pratique.

L'interdiction de constituer une sûreté sur les biens appartenant à la cible est évidemment couplée à l'interdiction de la part de la cible de consentir des garanties personnelles en vue de l'acquisition de ses propres titres par un tiers, à savoir le holding de reprise. Aucune distinction n'est faite dans la disposition du Code de commerce entre les actifs dont

²⁵ Article L.225-216 al.1 du Code de Commerce

²⁶ Article L.242-24 al.3 du Code de Commerce.

²⁷ X. Thoumieux, « Le LBO », Paris, Economica, 1996.

²⁸ H. Le Nabasque, À propos de l'article L.225-216 : JCP E 1992, I, 107.

l'affectation en garantie est prescrite : il semble bien que tous les actifs de la cible entrent dans le champ d'application de l'article L.225-216. Mais cette interdiction sourit néanmoins aux opérations de reprise par l'intermédiaire de LBO. En effet, la Cour de cassation a estimé dans un arrêt de principe en date du 15 novembre 1994²⁹, que l'octroi d'un prêt par une banque à un repreneur en vue de l'acquisition d'actions était valablement garanti par le nantissement de ses actions et l'attribution des profits futurs de la société rachetée. Ne tombent donc pas sous le coup de l'interdiction dictée par l'article L.225-216 du Code de commerce le nantissement des titres de la société cible par le holding de reprise, ni l'affectation en garantie de l'endettement des distributions de dividendes futurs. Un autre arrêt de même portée a confirmé le point de vue de la Haute Cour³⁰. Les contraintes relatives à la mise en place de certaines sûretés au profit des prêteurs dont dispose l'article L.225-216 constituent donc plus précisément un frein à des mécanismes plus complexes développés par la pratique.

D'autre part, il est tentant pour le holding de faire remonter à son niveau les actifs de la société rachetée afin de les faire tout bonnement sortir du patrimoine de la cible. Dans sa rédaction strictement interprétée, l'article L.225-216 ne semble pas recouvrir les situations dans lesquelles les sûretés consenties aux banquiers seraient octroyées après l'acquisition de la cible. Question se pose alors de connaître la validité de l'affectation des actifs de la société rachetée en garantie de la dette d'acquisition, postérieurement à son rachat. Au sens de l'article, la sûreté adossée sur des actifs de la société rachetée est prohibée lorsqu'elle est constituée en vue de l'acquisition par un tiers de la société cible. On peut donc imaginer que l'affectation en garantie d'un actif de la cible postérieurement à la mise en place du financement de l'acquisition saurait échapper aux sanctions de l'article L.225-216. Il convient cependant de rester prudent, la mise en place d'une sûreté supposant l'accord de la cible préalablement à l'acquisition, le fait de repousser le calendrier d'affectation en garantie ne semble pas pouvoir détourner les dispositions de l'article L.225-216. En l'espèce, la société rachetée devra indiquer au banquier prêteur son intention d'affecter ses actifs en garantie de la dette d'acquisition de ses propres titres, et ce postérieurement à la réalisation du rachat. Ce processus se placerait lui sous le joug du comportement prescrit par l'article L.225-216. Aussi les dispositions en cause constituent une véritable interdiction pour les repreneurs.

En outre, il est possible de s'interroger sur l'esprit de l'article dans la mesure où ce dernier n'évoque que les actifs de la société rachetée. En effet, l'article n'évoque pas expressément ceux de ses filiales. La pratique a vu certains montages appréhender les actifs des filiales de la cible pour les mettre en garantie de la dette d'acquisition. Les évolutions actuelles et la tendance accrue à vouloir préserver l'intégrité du capital des sociétés rachetées iraient vers l'interprétation élargie de l'article L.225-216 et la prise en compte dans le champ d'application de la disposition des actifs des filiales et sous-filiales de la cible, au titre de la violation de l'esprit de l'article L.225-216 du Code de commerce. Cette limite à l'affectation de certains actifs en garantie de l'emprunt contracté auprès des établissements de crédit limite, selon l'analyse du Professeur Quentin Urban³¹ les montages sauvages qui ne subissent pas de risque de crédit, et bâclent de ce fait l'audit de ce risque. Cette contrainte permet donc la préservation de l'intégrité du capital de la cible, qui, si elle a besoin d'un repreneur, ne saurait voir ce dernier garantir ses propres ambitions sans avoir à prendre le moindre risque. Lola Chammas et Denis Marcheteau nous rappellent que la jurisprudence a toutefois validé la

²⁹ Cass. com., 15 novembre 1994 : JCP E 1995, II, 673, note Y. Guyon.

³⁰ Cass. com., 19 déc. 2000, n° 96-22.172 P+D : Juris-Data n° 2000-007663 ; JCP E 2001, p. 253 ; Dr. sociétés, 2001, comm. 65.

³¹ Cours DEA de droit des affaires du Professeur Quentin Urban, 2008.

possibilité d'affecter au profit des banquiers prêteurs les distributions faites par la cible au holding de reprise³². Les sûretés constituées non par la cible mais par le holding lui-même n'entrent pas dans le champ d'application de l'article L.225-216. Or les actifs de la cible deviennent ceux du holding dès lors qu'ils ont été valablement appréhendés. Partant de ce postulat, la pratique a su développer des mécanismes détournant le risque de violation de l'article L.225-216. Le mécanisme du « *debt push down* » a pour objet de financer les distributions de dividendes vers le holding. Sans violation de l'article L.225-216, les établissements bancaires pourront alors prendre directement des garanties sur les actifs de la cible et de ses filiales. Il faudra tout de même veiller à ce que les capacités de remboursement des filiales de la cible et de cette dernière soient corrélées à l'emprunt qu'elles contractent, et que bien sûr, les sûretés consenties ne soient affectées qu'à l'unique garantie des prêts souscrits par elles-mêmes et non ceux ayant servi au rachat des titres de la cible. Il sera vu ci-après que l'incapacité de la part de la société rachetée à rembourser ses échéances pourra être appréhendée par l'abus de majorité si les distributions de dividendes s'avèrent excessives.

b. L'aboutissement logique de l'opération : la fusion rapide

Partant de l'idée que la fusion du holding de reprise avec la société rachetée apparaît comme « l'aboutissement logique » de l'opération, du fait du caractère purement artificiel du holding, la doctrine a souvent rappelé que l'absorption immédiatement après la prise de contrôle soulève toutefois des questions en droit des sociétés qui n'ont pas encore trouvées de réponses claires à ce jour. En effet, une telle fusion conduit à faire prendre en charge par la société rachetée les dettes de la société holding. Ainsi Alain Couret³³ soulevait déjà en 1990 la question suivante avec son ironie coutumière : « *n'est-ce pas heurter l'article L.217-9 de la loi du 24 juillet 1966 - nouvellement article L.225-216 du Code de commerce - qui interdit à la société d'avancer des fonds, d'accorder des prêts ou de consentir une sûreté en vue de l'achat de ses propres actions par un tiers ? A côté du risque d'annulation de l'opération, n'y a-t-il pas risque de poursuite pour abus de biens sociaux ?* ». Mais poursuivons d'abord avec l'analyse du risque juridique de fusion rapide, avant d'en venir à la problématique d'abus de biens sociaux.

Ainsi, on aura beau retourner la fusion dans ses deux sens, Marie-Antoinette Coudert souligne bien que la mise en commun des deux sociétés est une opération qui revient à financer le rachat de la cible avec ses propres actifs³⁴. Toutefois, la pratique se sert de cette opération comme d'une alternative au *debt push down* évoqué préalablement. Dans ce cas, le repreneur ne prend pas de chemin détourné, les actifs de la cible appartiennent désormais au holding de reprise qui pourra les affecter sans risque à l'apurement de sa dette d'acquisition. Ajoutons que si la société holding détient la totalité du capital de la société cible depuis la date de dépôt du projet de fusion jusqu'à la date de réalisation définitive de l'opération, il n'y a lieu ni à la désignation d'un commissaire aux apports ou d'un commissaire à la fusion. Cette technique est donc un des moyens privilégiés pour parvenir au résultat que la loi a tentée d'interdire. Néanmoins, si preuve est rapportée que la fusion ne comporte aucun intérêt d'ordre économique pour les sociétés fusionnées, et qu'elle n'a seulement lieu d'une part pour effectuer le remboursement de l'emprunt d'acquisition au détriment de l'intérêt de la cible, et d'autre part pour détourner les règles dont dispose l'article L.225-216, un espoir d'annulation de l'opération renaît. Toutefois, rappelons que cette annulation dépendra de l'interprétation que les juges feront de la législation car une fusion n'est ni une avance, ni un prêt, et n'est à

³² Lola Chammas et Denis Marcheteau, *JurisClasseur Banque - Crédit - Bourse*, Fasc. 2310, 2008.

³³ Alain Couret, *Innovation financière et règle de droit*, Recueil Dalloz, 1990 p.135.

³⁴ Marie-Antoinette Coudert, *JurisClasseur Sociétés Formulaire*, Fasc.40, 2006.

ce titre aucunement citée par les dispositions de l'article L.225-216, et que du fait des dispositions pénales de ce dernier, la jurisprudence aurait tendance à l'interpréter strictement.

La sophistication des montages LBO encourage l'application de l'article L.225-216 à l'opération de fusion rapide. Il semble pourtant impossible de diagnostiquer un réveil des juges du fait de l'absence de jurisprudence de principe sur cet aspect. Ainsi comme l'a conclu Philippe Peyramaure³⁵, l'obstacle posé par l'article L.225-216 du Code de commerce ne trouve pas une application d'une portée fondamentale en présence d'un mécanisme de LBO. Nous verrons plus bas que la fusion rapide est néanmoins freinée par des problématiques d'ordre fiscal, ce qui bien heureusement permet une sauvegarde relative de l'intégrité du patrimoine et atténuée d'autant le « vampirisme financier »³⁶ de certaines prises de contrôle. Outre les limites relatives à l'interprétation de l'article L.225-216 donc, les actionnaires du holding de reprise peuvent être confrontés à d'autres problématiques de droit des sociétés. Nous analyserons brièvement le risque d'abus de majorité et la responsabilité des intervenants.

c. Le risque d'abus de majorité

L'abus de majorité suppose en droit français, qu'une décision de la majorité des actionnaires ait été prise contrairement à l'intérêt général de la société, dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité, et au détriment des minoritaires³⁷. Il n'a toutefois pas de définition légale claire et est de ce fait, difficile à prouver. La jurisprudence de la chambre commerciale a largement développé ce concept, à partir du socle construit par un arrêt du 18 avril 1961³⁸, qui a défini l'abus de majorité comme « *toute décision prise contrairement à l'intérêt de la société et dans l'unique dessein de favoriser les membres de la majorité au détriment de la minorité* ». Malgré la largesse de cette définition qui laisse aux minoritaires un large champ d'action et la possibilité de remettre en cause nombre de décisions, sa portée dans les montages LBO est à relativiser. En effet rares sont les acquisitions de ce type qui laisse des minoritaires prendre possession d'une partie du capital de la cible. En effet, le holding acquiert généralement 100% des titres de la cible et les conserve. Il n'a donc pas à s'occuper de quelques relations avec des minoritaires. Reste enfin à prendre en compte le risque d'engagement de la responsabilité des prêteurs.

d. La responsabilité des intervenants financiers

La responsabilité des intervenants concerne tant les investisseurs financiers que les banques. D'une part, l'article L.225-251 du Code de commerce³⁹ prévoit la possibilité d'engager la responsabilité des administrateurs de la cible ou du holding pour les fautes commises dans l'exercice normale de la gestion d'entreprise. De plus l'article L.624-3 du Code de Commerce⁴⁰ dispose qu'en cas d'insuffisance d'actifs, le juge peut décider que les dettes de la personne morale seront supportées par tous les dirigeants de droit ou de fait. Il suffira pour ce faire de démontrer un lien de causalité entre une faute de gestion et l'insuffisance d'actif. Cette responsabilité pour faute peut être collective, ce qui signifie qu'un administrateur peut

³⁵ Philippe Peyramaure « La recherche de l'effet de levier dans la transmission des entreprises », dans le BRDA du 30 avril 1989.

³⁶ J.-P. Bertrel, Acquisition de contrôle et vampirisme financier : Dr. et patrimoine, janv. 1993, n° 1, p. 52

³⁷ Définition du lexique de finance Vernimmen 2010, p.926

³⁸ Cass.com. 18 avril 1961

³⁹ Article 244 loi 24 juillet 1966 modifié par la loi NRE

⁴⁰ Article 180 loi du 25 janvier 1985

être appelé en comblement de passif alors même qu'il n'aurait ni concouru effectivement à la gestion de la société ni été à l'origine de la faute commise.

D'autre part, la responsabilité des banques se posent essentiellement en matière procédure collective. Si la cible fait face à des difficultés financières susceptibles de l'entraîner en cessation de paiement, la responsabilité des établissements de crédit peut être engagée sur le fondement du soutien abusif de crédit qui est une faute délictuelle au sens de l'article 1382 du Code civil, ou de la rupture abusive de crédit. Mais la mise en cause délictuelle des banques est rare en pratique dans le cadre des opérations LBO même si le risque juridique est à prendre en compte chez les prêteurs.

2) *En droit pénal*

Le principal obstacle à la liberté de gestion des repreneurs réside dans l'incrimination pénale d'abus de biens sociaux et du crédit de la société (a), et plus largement dans l'incrimination d'abus de pouvoir (b).

a. L'incrimination d'abus de biens sociaux

Ainsi, quels que soient les mécanismes imaginés comme nous l'avons vu pour écarter l'application de l'article L. 225-216 du Code de commerce, les comportements pourront être appréhendés par une autre limite : celle de l'abus de biens sociaux⁴¹ qui encadre strictement les possibilités pour les dirigeants de la cible et de ses filiales d'utiliser des actifs de ces sociétés pour rembourser la dette de la holding. La mise en place de sûretés telles que le nantissement des actifs des filiales de la cible ou encore affectation en garantie de ses actifs opérationnels ou de ses créances, mécanismes que nous avons décrit plus haut, doivent donc être considérée avec prudence. L'abus de biens sociaux est prévu par l'article L. 242-6 alinéa 3 du Code de commerce⁴² qui prévoit qu' « *est puni d'un emprisonnement de 5 ans et d'une amende de 375 000 €, le président, les administrateurs ou les directeurs généraux, sans distinction des dirigeants de droit ou de fait, d'une société SA qui, de mauvaise foi, auront fait, des biens ou du crédit de la société, un usage qu'ils savaient contraire à l'intérêt de celle-ci, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils étaient intéressés directement ou indirectement* ». Les conditions énumérées doivent être cumulativement remplies pour caractériser un abus de biens sociaux.

Lorsqu'elle a statuer sur des opérations financières, la Cour de cassation se réfère selon une formule désormais classique issue de l'arrêt Rozenblum du 4 février 1985 : « *pour échapper aux prévisions des articles 425-4 et 437-3 de la loi du 24 juillet 1966 le concours financier apporté par les dirigeants de fait ou de droit d'une société à une autre entreprise d'un même groupe dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement doit être dicté dans un intérêt économique, social ou financier commun, apprécié au regard d'une politique élaborée pour l'ensemble du groupe et ne doit être ni démunie de contrepartie ou rompre l'équilibre entre les engagements respectifs des divers sociétés concernées, ni excéder les possibilités financières de celle qui en supporte la charge* »⁴³. Les dirigeants devront apporter la preuve de trois éléments principaux pour s'exonérer de l'accusation d'abus des biens sociaux à savoir la présence d'un intérêt de groupe, d'une contrepartie équilibrée, et l'absence de mise en péril

⁴¹ Article L. 242-6 al.3 du Code de commerce.

⁴² Article 437-3 de la loi du 24 juillet 1966.

⁴³ Cass. crim., 4 février 1985, Rozenblum, n° 84-91.581 P : JurisData n° 1985-000537.

de la société prêteuse. Mais outre le fait que l'on pourra discuter l'existence d'une contrepartie, la véritable difficulté tient dans le fait que le holding de reprise et la société cible ne constitue par à proprement parlé un groupe de sociétés car même si, juridiquement, le holding est mère et la cible fille, il s'agit d'une hiérarchie artificiel. D'autant plus qu'à l'issue du remboursement complet des emprunts contractés pour acquérir la cible, les deux sociétés sont amenées dans la plupart des cas à fusionner.

Ainsi, le risque pénal des opérations d'acquisition par effet de levier est de mettre à la charge de la société cible le financement de l'achat de ses propres actions par des moyens qui sont à même de constituer des infractions pénales. Rappelons pour ne pas faire de confusion que le procédé qui consiste à payer les créanciers au moyen des dividendes versés par la société cible à la holding est juridiquement peu risqué. A l'inverse, le risque peut naître si le holding impose à la cible l'octroi d'avance qu'il ne pourra lui rembourser. C'est cette confusion des intérêts du holding et de la cible qui peut mener les dirigeants communs à la société holding et à la société cible à détourner les actifs de la cible au profit du holding au moyen de conventions de trésorerie, d'assistance, ou de sous-locations des locaux de la cible par exemple. Une telle situation a été appréhendée par les mains des juges du droit notamment dans l'arrêt Delattre-Levivier⁴⁴ dans lequel de nombreux procédés avaient été utilisés pour transférer des fonds de la cible vers le holding. Les dirigeants responsables de tels actes de gestion s'exposent à des condamnations civiles pour faute de gestion et pénales pour abus des biens et du crédit de la société⁴⁵.

b. L'abus de pouvoir et de voix

D'un champ d'application plus large que celui de l'abus de biens sociaux, l'abus de pouvoir et de voix est prévu à l'article L.242-6 alinéa 4 du Code de commerce⁴⁶ qui dispose « *qu'est puni d'un emprisonnement de 5 ans et d'une amende de 375 000 € le fait pour le président, les administrateurs ou les directeurs généraux d'une SA de faire, de mauvaise foi, des pouvoirs qu'ils possèdent ou des voix dont ils disposent en cette qualité, un usage qu'ils savent contraire aux intérêts de la société, à des fins personnelles ou pour favoriser une autre société ou entreprise dans laquelle ils sont intéressés directement ou indirectement* ».

L'arrêt précité de la chambre criminelle du 10 juillet 1995⁴⁷ a ainsi jugé illicite les opérations succédant un rachat en LBO. Le holding dans cette affaire, avait en effet organisé la remontée de trésorerie à partir de la cible laissant s'accumuler un passif colossal avant de mettre en place une fusion-absorption avec la société rachetée. L'incrimination d'abus de pouvoir a ainsi pu être utilisée à l'encontre de ses dirigeants qui avaient organisé cette fusion dans le seul but d'effacer, par confusion, les avances de la cible à la société holding, fusion jugée par les juges du droit « *extrêmement déséquilibrée, lésionnaire et dépourvue de tout intérêt économique* ». Ceci avait par ailleurs réaffirmé indirectement la portée de la jurisprudence Rozenblum de 1985⁴⁸ selon laquelle les conventions de trésorerie sont illicites lorsqu'elles sont dans l'intérêt exclusif du holding de reprise.

3) *En droit du travail*

⁴⁴ Cass. crim., 10 juillet 1995, n° 3367 PF : JCP E 1996, II, 780, note J. Paillusseau.

⁴⁵ Cass. crim., 5 mai 1997, n° A 96-81.482 : Juris-Data n° 1997-003021; JCP E 1997, pan. 1049; RJDA 12/1997, n° 1493.

⁴⁶ Article 437-4 de la loi du 24 juillet 1966.

⁴⁷ Voir note 44 *supra*.

⁴⁸ Voir note 43 *supra*.

Les contraintes que le droit du travail inflige aux montages LBO tiennent d'abord dans l'obligation d'informer le comité d'entreprise en cas d'OPA ou d'OPE (a) et ensuite dans les dispositions de l'article L 1224-1 du Code du travail relatif aux licenciements (b).

a. L'obligation d'informer le comité d'entreprise en cas d'OPA et d'OPE

L'une des portes d'entrée d'un holding de reprise au capital d'une société cible est le mécanisme de l'OPA. Par ce biais, le holding informe publiquement les actionnaires d'une société cible son intention de se porter acquéreur des titres composant le capital de la société. Cette opération se faisant dans le cadre d'un montage LBO a pour finalité d'acquérir la majorité du capital de la société convoitée.

Les articles 2323-6 et suivants du Code du travail disposent du contenu minimal des informations dont doit disposer le comité d'entreprise de la société cible. Le comité d'entreprise est en droit de convier l'acquéreur potentiel qui doit répondre à cette invitation dans les trois jours sous peine de ne pouvoir exercer les droits de vote attachés aux titres qu'il viendrait à détenir dans le futur. Cette technique d'intervention dans le capital d'une société cible doit donc être menée dans le respect fidèle de la procédure dictée par les dispositions du Code du travail, notamment celles de l'article 1224-1 qui limite le principe établi de l'effet relatif du contrat en cas de changement d'employeur.

b. L'article L 1224-1 du Code du travail comme garde-fou aux licenciements

L'article 1224-1 est rédigé comme suit : « *Lorsque survient une modification dans la situation juridique de l'employeur, notamment par succession, vente, fusion, transformation du fonds, mise en société de l'entreprise, tous les contrats de travail en cours au jour de la modification subsistent entre le nouvel employeur et le personnel de l'entreprise* ». Il expose donc une exception notable au principe de l'effet relatif des contrats dont dispose le Code civil⁴⁹, motivée à l'époque par l'objectif de stabiliser l'emploi malgré la verve des modifications capitalistiques survenues à la fin des années 1980. Dans le cadre du montage LBO, le holding de reprise devient l'employeur des salariés travaillant dans la structure cible rachetée. Il peut s'en suivre des difficultés d'ordre pratique ou éthique dans la mesure où le holding de reprise a pour objectif de financer sa propre acquisition grâce aux performances des salariés des cibles qui dégageront des profits que le holding appréhendera sous forme de dividende. Cette politique entraîne parfois des choix de stratégie financière conduisant le nouvel employeur à « élaguer » certaines branches salariales pour économiser le montant des salaires.

Pour contraindre ces intentions, le projet de licenciement élaboré par l'employeur sera confronté à l'obligation de mettre en place un plan de sauvegarde de l'emploi. En effet, l'article 1233-61 du Code du travail dispose que l'employeur à la tête d'une entreprise d'au moins cinquante salariés devra élaborer un plan de sauvegarde de l'emploi pour limiter au maximum les effets du plan social lorsque le projet de licenciement s'élève au moins à dix salariés⁵⁰. L'employeur devra, comme l'y soumet le législateur, prévoir des mesures précises

⁴⁹ Article 1165 du Code civil.

⁵⁰ Article 1233-69 du Code du travail qui dispose que : « *dans les entreprises de cinquante salariés et plus, lorsque le projet de licenciement concerne dix salariés ou plus dans une même période de trente jours, l'employeur établit et met en oeuvre un plan de sauvegarde de l'emploi pour éviter les licenciements ou en*

de reclassement sous peine, s'il ne s'y soumet, de voir annuler les licenciements prononcés. Outre le fait que la stratégie financière du LBO, qui consiste à appuyer le remboursement de la dette d'acquisition sur le taux de rendement interne de la cible, soit souvent de faire pression sur les salariés qui étaient en place bien avant leur nouvel employeur, il est facile de dénoter au surplus une « réelle inadéquation »⁵¹ entre les prétentions liées au mode de financement du montage LBO et le processus lourd imposé – à bon escient – par le législateur qui pèse sur la flexibilité donnée au holding de disposer de ses salariés comme bon lui semble, en licenciant à *volò* dans le cadre d'un plan social. Le législateur est donc peut-être moins clément que les juges...

4) *Prospective : le LBO à l'épreuve des procédures collectives*

a. L'affaire Cœur Défense : Quel soulagement pour les holdings de rachat ?

L'arrêt « Cœur Défense » récemment rendu par la Cour de cassation⁵² réaffirme l'absence de droit discrétionnaire à recourir à la sauvegarde. A la suite de ce rappel liminaire, la Haute Cour a fermement rappelé le principe de l'article L.620-1 du Code de commerce selon lequel la sauvegarde est ouverte au bénéficiaire d'un débiteur qui fait face à des « difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter »⁵³. Les juges n'ont donc pas de pouvoir souverain et discrétionnaire devant le choix d'ouvrir ou non une sauvegarde au bénéfice d'une entreprise. Ils doivent motiver et faire état de vraies difficultés pour ouvrir une procédure de sauvegarde. En outre, les juges du fond dessinent, par cet arrêt, une rupture marquée avec les dispositions du fameux *Chapter 11* du droit américain au titre duquel tout débiteur pourra se placer sous l'aile du juge dès que quelques difficultés se profilent, ce qui rend alors la procédure plus discrétionnaire qu'en droit français.

La jurisprudence « Cœur Défense » balaye donc toutes les objections à la possibilité pour n'importe quel débiteur – sous réserve de la fraude bien sûr – d'ouvrir à son égard une procédure de sauvegarde. On peut toutefois s'interroger. La Cour d'appel n'avait-elle pas le sentiment légitime que la sauvegarde ne convenait pas d'être ouverte pour un holding purement financier ? Il est possible de comprendre leurs réticences, pour rappel, la question de droit posé par l'arrêt pouvait être résumé comme suit : une société qui a pour objet la seule gestion de titres, sans salariés ni activité opérationnelle, peut-elle bénéficier, si elle connaît des difficultés financières qu'elle n'est pas en mesure de surmonter, de la procédure de sauvegarde imaginée par le législateur afin de permettre la poursuite de l'activité économique, le maintien de l'emploi et l'apurement du passif ? Ainsi, on appréhende rapidement la substance du problème, car un holding de reprise n'a pas d'activité économique propre, et la manne salariale est considérablement « limitée », pour employer un euphémisme.

limiter le nombre. Ce plan intègre un plan de reclassement visant à faciliter le reclassement des salariés dont le licenciement ne pourrait être évité, notamment celui des salariés âgés ou présentant des caractéristiques sociales ou de qualification rendant leur réinsertion professionnelle particulièrement difficile. »

⁵¹ Cours DEA de droit des affaires du Professeur Quentin Urban, 2008.

⁵² Cass. com., 8 mars 2011, n°10-13.988.

⁵³ Une récente réforme a modifié cet article en retirant la référence à la cessation de paiement, et faisant passer l'appréciation des difficultés du débiteur à une interprétation *in concreto* : « Il est institué une procédure de sauvegarde ouverte sur demande d'un débiteur mentionné à l'article L. 620-2 qui, sans être en cessation des paiements, justifie de difficultés qu'il n'est pas en mesure de surmonter ».

Peut-être si le refus de la sauvegarde au holding de l'immeuble Cœur Défense avait été motivé par le fait que ce dernier ne rassemblait pas les critères d'une entreprise, la Cour de cassation aurait-elle fait cas de l'argumentaire des juges du fond. Mais c'est peu probable considérant la rigueur des juges du droit qui ont perçu le risque de tels arguments qui, s'ils avaient été confirmés, refermaient la porte de la sauvegarde sur tous les montages LBO en difficultés. Ceci aurait été méconnaître la pratique, car on ne peut « *ouvrir en dessous et fermer au-dessus* »⁵⁴. Comme le rappelle l'avocat Samuel Schmidt⁵⁵, l'enjeu de l'ouverture d'une telle procédure est pour les associés du holding de rachat de conserver le contrôle de la cible en évitant la mise en œuvre du pacte comissoire conclu avec les prêteurs leur permettant de s'attribuer les titres de la cible nantis en garantie de la dette d'acquisition.

Mais pour rallier le sujet des procédures collectives à la sophistication récente des montages LBO, il faut noter que le simple fait que le holding de reprise soit basé au Luxembourg⁵⁶ n'empêchera pas l'ouverture d'une procédure de sauvegarde en France au titre du règlement communautaire sur les procédures d'insolvabilité⁵⁷. Au titre de ce règlement, les juridictions compétentes pour ouvrir une procédure d'insolvabilité sont celles sur le territoire duquel est situé le centre des intérêts principaux du débiteur⁵⁸, étant précisé que le règlement pose le principe que « *pour les sociétés et les personnes morales, le centre des intérêts principaux est présumé, jusqu'à preuve contraire, être le lieu du siège statutaire* ». Il suffira donc simplement d'apporter la preuve que le centre des intérêts principaux du holding luxembourgeois, se situe, non pas au Luxembourg, mais effectivement en France pour qu'il bénéficie de l'ouverture, en France donc, d'une procédure de sauvegarde. A cet égard, lors d'un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 26 novembre 2009⁵⁹, les juges du fond ont déjà eu l'occasion d'admettre l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à l'égard d'un holding de droit luxembourgeois ne détenant qu'un sous holding de droit luxembourgeois au motif que : « *pour chaque société demanderesse à la mesure de sauvegarde, le lieu principal d'impulsion de sa stratégie et celui des décisions concernant sa gestion financière est situé à Paris, d'où elles gèrent leurs intérêts principaux* ». Ainsi, au sens de l'avocat Samuel Schmidt, il est concevable que malgré toutes les « *dignes* » élaborées par les banques, les tribunaux français considèrent qu'*in fine* ces holdings ont des actifs essentiellement français permettant l'ouverture d'une procédure de sauvegarde à leur encontre. Par ailleurs, la Cour de cassation a rejoint dans l'affaire Cœur Défense l'objectif du législateur de faire participer les LBO en difficultés, confrontés au mur de la dette, à la procédure nouvelle de la SFA, la sauvegarde financière accélérée. Toutefois, la loi dans une première mouture semble avoir été bâclée puisqu'elle ne laisse le privilège de cette sauvegarde qu'aux entreprises de plus de cent cinquante salariées ou de plus de 20 millions d'euros de chiffre d'affaires. Or très rares sont les holdings de reprise qui répondent à ces conditions. Aussi le législateur a-t-il réagit par la « *Loi de simplification et d'amélioration de la qualité de droit* » qui prévoit de permettre l'utilisation de la sauvegarde financière accélérée aux holdings de rachat établissant des comptes consolidés et dont le chiffre d'affaires consolidé ou le nombre de salariés du groupe est supérieur aux seuils évoqués⁶⁰.

⁵⁴ Citation du Professeur François-Xavier Lucas, cours de procédures collectives, 2011.

⁵⁵ Samuel Schmidt, article des Echos du 29 mars 2011, « Arrêt Cœur Défense : vers la sauvegarde des LO en difficultés ? » p. 2.

⁵⁶ Voir titre I.B.1. sur la sophistication des montages LBO.

⁵⁷ Règlement CE n°1346/2000 du 29 juin 2000, relatif aux procédures d'insolvabilité.

⁵⁸ Article 3 du règlement CE n°1346/2000.

⁵⁹ CA Paris, 26 novembre 2009, n° 09/17248, SARL Mansford France Fund.

⁶⁰ Article 32 du Projet de Loi « *Lorsque le débiteur établit des comptes consolidés conformément à la section 3 du chapitre III du titre III du livre II, les seuils mentionnés au premier alinéa de l'article L. 626-29 s'apprécient au regard du chiffre d'affaires figurant dans le compte de résultat consolidé du dernier exercice clos et du*

Toutes ces considérations de LBO en difficulté nous poussent à prendre en compte le rôle des actionnaires du holding managers de la cible dans les comités de créanciers d'une procédure collective. Car si la Haute Cour a voulu faire grand cas des sociétés financières de reprise, un projet de législation nouvelle viendra peut-être vite remettre en cause les vicissitudes des repreneurs.

b. Le projet de corrélér le pouvoir politique en comité de créanciers à la subordination de la créance

Dans un montage LBO, le passif obligataire, à savoir certaines dettes subordonnées ou mezzanines, est en partie détenu par les actionnaires dirigeants. D'aucuns pourraient penser que ces dirigeants ne méritent pas vraiment l'indulgence, et que même s'ils pourront bénéficier de la procédure collective du fait de leur statut d'obligataire, la subordination de leur créance et leur rôle dans la décadence du montage empêche – au moins du point de vue moral – que ces *mezzaneurs* aient un poids quelconque dans la procédure par le biais des assemblées générales des obligataires. Or dès encore, est appliqué dans les procédures collectives le principe du nominalisme monétaire. Autrement dit, le poids du vote du créancier dans les différents comités et assemblées sera au prorata du volume de sa créance. On pourrait penser que la subordination devrait être prise en compte dans le nombre de droits de vote dont bénéficiera chaque créancier, car en l'état, cela donne un pouvoir de nuisance à des créanciers qui n'auraient *in fine* qu'une chance très faible de se faire payer du fait de la subordination de leur créance.

Cette problématique a été mise au grand jour dans l'affaire Thomson SA⁶¹. Les dettes de la société étaient composées pour le tiers de passif obligataire dont les créanciers étaient – pour un volume de 500 millions environ sur 1,5 milliard de passif global – des porteurs de titres super-subordonnés mieux connu sous l'appellation de TSS. Tant est si bien que le tiers des dettes étant porté par ces créanciers, ils bénéficiaient en assemblée d'une minorité de blocage susceptible de faire échouer le plan de sauvegarde, et les plaçant en situation de force alors même que leur chance remboursement était nulle du fait de la subordination de leur créance. Le comité de créancier avait trouvé un subterfuge consistant à les faire voter sans prendre en compte le numéraire de leur créance mais uniquement les intérêts à courir, ce qui ramenait la part des TSS, non plus au tiers, mais au quart du passif global, échappant ainsi à la minorité de blocage. La Cour d'appel de Versailles⁶² avait fait le choix de sauver le plan en décidant que cette décision, quoique *contra legem* ne modifiait pas l'issue du plan ! Un tour de passe-passe intéressant...

Ainsi, on entrevoit plus distinctement les contours et les enjeux d'une réforme qui voudrait prendre en compte la subordination de la créance dans l'attribution des droits de vote, au sein des comités de créanciers des procédures collectives⁶³. Un argument de droit comparé vient s'ajouter à la réflexion : le droit américain qualifie certains créanciers d'*impaired claims*⁶⁴ dans la mesure où ils ne subissent pas les effets du plan. Ils ne sont, en tout état de cause, pas

nombre de salariés employés, au jour de la demande d'ouverture de la procédure, par le débiteur et les entreprises sur lesquelles celui-ci exerce un contrôle exclusif au sens du II de l'article L. 233-16. ».

⁶¹ Tribunal de Commerce de Nanterre, jugement du 30 novembre 2009, ouverture d'une procédure de sauvegarde à l'égard de la société Thomson.

⁶² CA Versailles, 13^{ème} ch., 18 novembre 2010 : Bull. Joly Entreprises en difficulté 2011, p. 14, note P. Roussel-Galle.

⁶³ Sur le sujet, voir P.-M. Le Corre, Droit et pratique des procédures collectives, Dalloz, 5^{ème} éd., n° 512.14.

⁶⁴ Section 1129(a)(10) du *Chapter 11*.

invité à voter. L'état actuel du droit pourrait être bientôt remise en cause dans la mesure où la doctrine semble s'élever pour déclarer inadmissible la prise en compte des créanciers subordonnés au même titre que les créanciers seniors. Cette situation leur octroie un pouvoir de négociation sans corrélation aucune avec leur pouvoir de créance véritable, ce qui entraîne - encore une fois ! - une dissociation fondamentale entre capital et droit politique. Ainsi dans les procédures collectives, les dirigeants qui, en réalité, ne pèsent rien dans le passif, ont le pouvoir de bloquer le plan et de faire chanter l'administrateur. Ces exorbitants privilèges sont certainement en passe de disparaître. Ce qui fera peser sur les repreneurs une pression supplémentaire qui peut s'analyser comme une contrainte nouvelle future au montage LBO.

B. LES OBSTACLES D'ORDRE ÉCONOMIQUE AU MÉCANISME DE LBO

Le LBO, outre les aspects purement juridiques des obstacles venant le contraindre dans ses intentions, bute sur des limites économiques, à la fois financières (1), et fiscales (2).

1) *Les contraintes financières*

Nous serons brefs sur les contraintes financières du montage qui sont liées essentiellement à la capacité pour le holding de reprise de répondre à ses besoins de financement par la remontée du résultat bénéficiaire de la cible. Ainsi simplement, les performances économiques de la société rachetée devront être conformes aux prévisions réalisées lors des audits préalables à la réalisation de l'opération. Dans le cas contraire, le holding de rachat pourrait se trouver dans l'incapacité de satisfaire au paiement des charges financières liées au remboursement des intérêts de la dette d'acquisition. Ceci peut mener à des affaires de faillite du holding, à l'image de l'affaire « Cœur Défense » qui vient d'être évoqué, s'agissant d'analyser le LBO sous l'angle des procédures collectives. Autrement dit, la nature de pur artifice du holding implique que la pérennité du montage est conditionné aux seuls résultats de la cible, qui à - elle - une activité propre et économiquement viable, et non seulement financière.

Ces considérations soulignent l'importance de considérer les cibles pouvant faire l'objet d'un taux de distribution des bénéfices élevé⁶⁵. En outre, la garantie des prêts accordés au holding de reprise en titres nantis de la cible risque de constituer *a posteriori* une garantie peu solide si la cible connaît des difficultés financières propres à la faire entrer en état de cessation des paiements⁶⁶. C'est certainement la fiscalité qu'il faut plus encore, du point de vue tant économique que juridique, prendre en considération dans la mise en œuvre d'un montage d'acquisition par effet de levier.

2) *Les contraintes fiscales*

Le levier fiscal consistant à organiser l'optimisation financière du montage LBO, il est confronté à plusieurs limites que le repreneur doit éviter de franchir compte tenu de l'importance des rehaussements d'impôts susceptibles de lui être infligés, ce qui pourrait par ailleurs remettre en cause l'intégrité structurel du montage. D'abord nous verrons que le financement de l'acquisition se trouve encadré par des limites relatives au financement de

⁶⁵ Voir *supra* I.A.2. à propos du levier financier.

⁶⁶ Christian Meyer, *JurisClasseur Sociétés Formulaire*, 11/2006, p. 6.

l'opération LBO (a). Par ailleurs, l'administration fiscale peut soumettre certaines opérations accessoires au montage LBO à des requalifications soit en acte anormale de gestion soit en abus de droit (b).

a. Les modalités du financement de l'acquisition à l'épreuve de la fiscalité

On dénote trois principales limites fiscales au financement : d'abord la triple limitation de la déduction des intérêts versés en rémunération des comptes courants d'associés anciennement établis s'est élargie aux emprunts consentis par des tiers et garantis par une société du groupe du fait de la loi de finance pour 2011 (i). La problématique de l'amendement Charasse est quant à elle toujours d'actualité (ii), de même que celle du traitement de la TVA sur les frais d'acquisition (iii).

i. *La triple limitation de la déduction des intérêts : Loi de finances 2011 ou nouvelles contraintes sur les LBO*

La loi de finance pour 2011 révolutionne la déductibilité des intérêts d'emprunt via deux dispositions qui viennent impacter la structuration fiscale des opérations de LBO. D'une part, comme le souligne l'avocat Samuel Schmidt dans un article sur le sujet⁶⁷, l'une complexifie les règles permettant la déductibilité des intérêts d'emprunt en élargissant le dispositif anti sous capitalisation aux emprunts consentis par des tiers dès lors qu'ils sont garantis par une société du groupe, quand d'autre part, l'autre supprime l'avantage découlant du plafonnement de la quote-part de frais et charges aux frais réels dans le cadre de l'exonération de la remontée de dividendes de la fille à la mère. Les développements ci-après analyseront la portée de ces nouvelles dispositions pour les opérations d'acquisition par effet de levier.

Le nouveau dispositif anti sous-capitalisation

Le périmètre des emprunts couverts par le dispositif de lutte contre la sous-capitalisation se voit étendu au titre des dispositions de la loi de Finance pour 2011⁶⁸, à compter des exercices clos le 31 décembre 2010. La loi de finance prévoit toutefois une dérogation s'appliquant tout particulièrement aux montages LBO puisqu'au titre de ses dispositions, l'emprunt contracté le 1^{er} janvier 2011 ou après cette date mais qui a pour objet le refinancement d'un emprunt contracté avant cette date verra ses intérêts demeurer hors du champ d'application du dispositif anti sous-capitalisation. La nouveauté ? En plus des avances en compte courant servies par les associés, les prêts consentis par un tiers n'appartenant pas au groupe sont soumis aux règles relatives à la sous-capitalisation lorsqu'ils sont garantis ou cautionnés par une société membre du groupe. Les emprunts donnés par les banques s'en trouveront donc impactés. Pour autant, nous verrons vite là encore que des dispositions spécifiques permettent aux montages LBO de rester en dehors du dispositif sous réserve toutefois, de respecter des conditions strictes.

L'ancien dispositif en vigueur avant la loi de finances pour 2011 limitait la déduction des intérêts uniquement pour les emprunts contractés auprès d'entreprises liées⁶⁹ aux sociétés qualifiées de sous-capitalisées, et ne concernait donc pas la déductibilité des intérêts servis à

⁶⁷ Voir sur le sujet l'étude par Samuel Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011.

⁶⁸ Article 12 de la loi 2010-1657 introduisant une section 3 à l'article 212 II du Code général des impôts.

⁶⁹ Au sens de l'article 39, 12 du code général des impôts

des entreprises tiers et cela même si l'emprunt était garanti par une entreprise liée à la société emprunteuse. Ce n'est plus le cas aujourd'hui, or l'établissement bancaire étant une entreprise non liée au sens du nouveau régime applicable, les intérêts versés en remboursement de la dette d'acquisition sauraient entrer sous certaines circonstances dans le calcul des ratios de sous-capitalisation. En application du II-1 de l'article 212 du Code général des impôts, une entreprise est présumée sous-capitalisée, si le montant global des intérêts déductibles en application du I du même article, et dû à des entreprises liées, excède cumulativement trois limites. Tout d'abord, le montant moyen des avances consenties par l'ensemble des entreprises liées ne doit pas excéder une fois et demie le montant des capitaux propres : c'est le ratio d'endettement. Ensuite le montant total des intérêts dus à des entreprises liées ne doit pas excéder 25% du résultat courant avant impôts, ce résultat étant préalablement majoré desdits intérêts, des amortissements pris en compte pour la détermination de ce même résultat et de la quote-part de loyers de crédit-bail correspondant au remboursement du capital du bien pris en crédit-bail : c'est le ratio de couverture d'intérêts. Enfin, le montant des intérêts qui sont dus à la société par l'ensemble des entreprises qui lui sont liées ne doit pas excéder celui des intérêts qu'elle doit elle-même à des entreprises qui lui sont liées : c'est le ratio d'intérêts servis par des sociétés liées. L'entreprise qui remplirait ces trois critères peut néanmoins renverser la présomption simple de sous-capitalisation en apportant la preuve que le ratio d'endettement global de cette entreprise, à savoir le rapport entre le montant total de ses dettes, et celui de ses capitaux propres, n'est pas supérieur au ratio d'endettement du groupe auquel elle appartient. Le ratio d'endettement du groupe sera déterminé à partir du rapport entre l'ensemble des dettes des entreprises du groupe, à l'exception de celles envers des entreprises appartenant au groupe. Le montant des capitaux propres sera minoré du coût d'acquisition des titres des entreprises contrôlées et retraité des opérations réciproques réalisées entre les entreprises appartenant au groupe⁷⁰. En conséquence, l'entreprise présumée sous-capitalisée au regard des trois ratios cumulatifs et qui n'a pas apporté la preuve contraire ne pourra obtenir la déduction de la fraction des intérêts dus à des sociétés liées excédant le plus élevé de ces trois ratios, sous réserve que cette fraction soit d'un montant supérieur à 150 000 euros. En outre, la déduction de cette fraction d'intérêt pourra toutefois être différée au titre des exercices suivants après refaction d'une décote de 5%. Par ailleurs, les intérêts non déductibles constatés au niveau du résultat propre d'une société membre d'un groupe cette fois fiscalement intégré ne peuvent pas être reportés et imputés sur les résultats propres de cette société au titre des exercices ultérieurs mais ils peuvent toutefois être transférés au groupe auquel la société appartient et être ainsi déduit du résultat d'ensemble.

Avant l'entrée en vigueur de la loi de finance pour 2011, les montages LBO devaient seulement prendre en compte dans le calcul des ratios de sous-capitalisation les intérêts résultants des opérations de refinancement intra-groupe. Tandis que les intérêts résultant des emprunts contractés par le holding en vue de racheter la cible, c'est-à-dire les intérêts de la dette d'acquisition étaient déduits sans contrainte particulière, dans la mesure où l'établissement bancaire est tiers au groupe, et non lié. Le prêt qu'il octroie se libère donc du champ d'application du dispositif anti sous-capitalisation de l'ancien article 212 du Code général des impôts. Mais désormais, les nouvelles dispositions introduites par la loi de finance pour 2011 impliquent la prise en compte de l'endettement bancaire.

L'extension du régime aux prêts consentis par des tiers et garantis par des sociétés du groupe

⁷⁰ Etude par Samuel Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011, p. 3.

La lecture de l'article 212 du Code général des impôts modifié par la loi de Finance pour 2011⁷¹ nous apprend que les intérêts rémunérant la part non garantie n'ont pas à figurer dans les calculs de sous-capitalisation. Par ces nouvelles dispositions, le législateur a voulu appréhender les pratiques consistant à détourner le dispositif anti-abus en préférant contracter un emprunt bancaire garanti par une société du groupe plutôt que d'élaborer des systèmes de financement intra-groupe tombant sous le coup des ratios de sous-capitalisation⁷². L'objectif du législateur est la prise en compte du contournement du dispositif anti-sous capitalisation par le biais de l'utilisation du mécanisme communément appelé « *back to back* » qui consiste à substituer à un prêt intra-groupe un prêt bancaire hors groupe garanti par une société du groupe. Enfin, comme le souligne encore Samuel Schmidt⁷³, le texte n'évoque que deux niveaux d'interposition maximum entre la société débitrice du prêt et la société garante ce qui pose la question de savoir si au-delà des deux niveaux d'interposition le texte s'applique toujours⁷⁴.

Toutefois, les montages LBO se verront en partie mis à l'abri du nouveau dispositif. En effet, le législateur prévoit plusieurs exceptions à l'application du nouveau dispositif anti sous-capitalisation. Concernant les montages LBO, deux de ces dispositions nous intéressent. Tout d'abord - et c'est central - la fraction des emprunts garantis exclusivement par un nantissement des titres ou des créances du débiteur n'entre pas dans le champ d'application du nouveau dispositif, ce qui exclu l'emprunt contracté par le holding de reprise en garanti duquel sont affectés les titres et créances de la cible. Ensuite, la fraction des emprunts dont le remboursement est garanti exclusivement par le nantissement des titres d'une société qui détient directement ou indirectement une participation au capital du débiteur, et ce lorsque les deux structures sont membres du même groupe fiscal intégré, sort également du cadre des ratios du nouveau dispositif, ce qui par ailleurs permet de recourir au nantissement des titres d'un sous-holding qui lui détient des participations dans des sociétés d'exploitation⁷⁵. La doctrine administrative est attendue sur le point de savoir si les emprunts destinés à financer l'acquisition de la cible et qui sont, non pas exclusivement garanti par le nantissement des titres de la cible mais aussi par des suretés d'autres ordres, ce qui est souvent le cas en pratique, rentreront dans le champ du nouveau dispositif anti sous-capitalisation.

Ainsi, si de nouvelles règles renforcent le nombre des contraintes auxquelles devront réfléchir les repreneurs avant de se lancer dans un mécanisme de rachat par effet de levier, force est de constater que le législateur a pris en compte le cas particulier des LBO après un travail résolument agressif des lobbys qui ont réussi à faire échapper du dispositif le socle fondamental du mécanisme du LBO, à savoir les intérêts servis en rémunération de la dette bancaire garanti par le nantissement des titres de la cible, schéma de base du montage LBO. Néanmoins, les nouvelles règles s'attaquent à la sophistication des montages, et en particulier

⁷¹ Article 212 II 3 du Code général des impôts : « *sont assimilés à des intérêts servis à une entreprise liée directement ou indirectement au sens du 12 de l'article 39 et admis en déduction en vertu du I du présent article, les intérêts qui rémunèrent des sommes laissées ou mises à disposition dont le remboursement est garanti par une sûreté accordée par une entreprise liée au débiteur, ou par une entreprise dont l'engagement est garanti par une sûreté accordée par une entreprise liée au débiteur, à proportion de la part de ces sommes dont le remboursement est ainsi garanti* ».

⁷² Cette pratique est communément appelée « *back to back* » et cache à l'administration fiscale des situations avérées de sous-capitalisation.

⁷³ Etude par Samuel Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011, p. 5.

⁷⁴ Pour en savoir davantage, voir la documentation pratique Francis Lefebvre, feuillet rapide, 56/10, en date du 24/12/2010, n°10.

⁷⁵ Etude par Samuel Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011, p. 6.

aux nouveaux leviers juridiques complexes⁷⁶ décrits *supra*, notamment les opérations mettant en jeu des schémas dits de « double Luxco ». Car si les titres de la cible nantis en garantie de la dette d'acquisition font sortir du champ d'application du dispositif les intérêts versés, en revanche, le nantissement sur les titres d'un holding luxembourgeois n'entre pas dans le cas des dérogations prévues. Les intérêts versés en rémunération d'un emprunt bancaire garanti par les titres d'un tel holding seraient donc inclus dans le calcul des ratios de sous-capitalisation précédemment décrits. Selon les résultats, et compte tenu de l'aspect cumulatif des ratios, il se peut qu'une fraction des intérêts ne soit plus déductible. Cette situation viendra augmenter la part d'impôt que devra régler le holding de reprise et pourra ainsi remettre en cause l'intégrité financière de certains LBO. Il est donc primordial de prendre en compte ce risque. Ainsi, il faudra soit éviter de donner les titres d'un holding luxembourgeois en garantie de la dette d'acquisition ou encore conseiller aux repreneurs – dans la mesure du possible évidemment – d'augmenter la part d'apport en capital au holding ce qui diminuera d'autant son ratio d'endettement et pourra le faire sortir de la sous-capitalisation.

Le plafonnement de la quote-part de frais et charges au montant des frais et charges réellement engagés n'est plus d'actualité

Le régime mère fille appliqué sur option par le holding permet à ce dernier d'appréhender les bénéfices de la cible sous forme de dividendes exonérés sous réserve de la réintégration d'une quote-part de 5% au titre des frais et charges exposés pour la gestion du portefeuille de titres comme il l'a été vu *supra*. Toutefois, l'ancienne disposition permettait de limiter la réintégration à l'opération aux frais réellement engagés par le holding. La loi de Finance pour 2011 abroge ce mécanisme à compter des exercices clos le 31 décembre 2010.

La structuration fiscale des montages LBO sera certainement obérée par la suppression du plafond réel car tant qu'il était possible de plafonner la quote-part de frais et charges au montant des frais réels, il était avantageux, comme le font souvent les praticiens de réduire la durée de l'exercice précédant la période d'intégration, et de distribuer massivement les réserves pendant cet exercice pour profiter du plafonnement aux frais réels, ou encore de ne pas procéder au versement de dividendes lors du premier exercice d'intégration pour attendre le deuxième exercice et bénéficier ainsi de la neutralisation de la quote-part de frais et charges. Les anciennes pratiques deviennent alors contre productive dans la mesure où, comme l'analyse Samuel Schmidt, la réduction de la durée de l'exercice précédant l'intégration et la distribution massive de dividendes seraient soumises à une quote-part de 5% qui ne pourra faire l'objet d'une neutralisation. Selon lui toujours, il ne sera donc plus bénéfique de différer la remontée de dividendes à compter du deuxième exercice de l'intégration fiscale afin de bénéficier de la neutralisation de la quote-part du fait de l'intégration fiscale. En effet, le « frottement fiscal »⁷⁷ lié à la réintégration de la quote-part est neutralisé en cas d'application du régime de l'intégration fiscale mais uniquement pour les dividendes versés à compter du second exercice⁷⁸.

ii. *Le montage LBO à l'épreuve de l'amendement Charasse*

Conformément au septième alinéa de l'article 223 B du Code général des impôts, lorsqu'une société a acheté les titres d'une société qui devient membre du même groupe aux personnes

⁷⁶ Voir titre I.B. *supra* sur la sophistication des montages de LBO.

⁷⁷ Etude par Samuel Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011, p. 8.

⁷⁸ Article 223 B al.2 du Code général des impôts.

qui la contrôlent, directement ou indirectement, ou à des sociétés que ces personnes contrôlent directement ou indirectement au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce⁷⁹, une partie des charges financières de ce groupe doit être réintégrée au résultat d'ensemble à compter de l'exercice d'acquisition jusqu'à la fin du quatorzième exercice qui suit l'achat⁸⁰. L'objectif de cette mesure est ainsi de limiter la création artificielle de charges financières chez le holding liée au financement d'opérations d'acquisition « à soi-même », charges qui pourraient ensuite se compenser avec les résultats de la société acquise par l'application des règles de l'intégration fiscale. En effet, la pratique a vu éclore de nombreux montages juridiques complexes ayant pour but exclusivement fiscal de dégager des liquidités par le biais d'une vente « à elle-même » des filiales d'un groupe. L'administration fiscale ne voulant plus supporter le coût de ces « rachats à soi-même », le législateur a réagi par l'introduction de l'amendement dit Charasse – pour le nom de son instigateur - aussi connu sous le numéro de son alinéa, le septième de l'article 223 B du Code général des impôts⁸¹.

L'exemple type est le suivant : une société E étrangère possède 95 % d'une filiale F établie en France. Elle souhaite dégager de la trésorerie tout en gardant le contrôle de la filiale. La solution à cet effet sera dans un premier temps de créer un holding français H à faible capital ayant pour objet de racheter la participation de E dans F. H emprunte pour financer l'acquisition des titres de F, et constate ainsi un déficit fiscal à raison des charges financières générées par l'emprunt. La société E a touché le produit de la vente de sa participation mais conserve toutefois le contrôle de cette dernière par l'intermédiaire du holding. Dans un second temps, H et F vont opter pour le régime de l'intégration fiscale, ce qui permettra une compensation entre le déficit fiscal du holding et le bénéfice de la filiale. Cette compensation donne lieu à une diminution d'impôt égal au montant déduit multiplié par le taux d'IS. Conclusion, la vente « à soi-même » permet à A de récupérer la trésorerie de la valeur de F, tout en conservant son contrôle au travers du holding. Le seul perdant de l'affaire est l'administration fiscale, car c'est le Trésor public qui soutiendra le poids de l'opération. Ainsi, afin d'éviter de telles dérives, et comme l'avait proposé le Ministre délégué au budget de l'époque, Monsieur Charasse, dans un amendement au projet de loi de finance rectificative pour 1988, les intérêts des emprunts ayant servi à acquérir auprès de son propre actionnaire majoritaire doivent être réintégrés dans le résultat taxable du groupe, les titres de filiales entrant ensuite dans le groupe intégré. Le dispositif s'applique lorsqu'une société acquiert auprès d'une société qui la contrôle⁸² ou auprès d'une société contrôlée par cette dernière, des titres d'une autre société qui devient membre du même groupe intégré que l'acquéreur. Il prévoit en pratique la réintégration dans le résultat d'ensemble une période de quinze exercices à compter de l'exercice de l'acquisition d'une fraction des charges financières dégagées par les sociétés du groupe intégré.

⁷⁹ Article L.233-3 du Code de commerce : « Une société est considérée [...] comme en contrôlant une autre : 1° Lorsqu'elle détient directement ou indirectement une fraction du capital lui conférant la majorité des droits de vote dans les assemblées générales de cette société ; 2° Lorsqu'elle dispose seule de la majorité des droits de vote dans cette société en vertu d'un accord conclu avec d'autres associés ou actionnaires et qui n'est pas contraire à l'intérêt de la société ; 3° Lorsqu'elle détermine en fait, par les droits de vote dont elle dispose, les décisions dans les assemblées générales de cette société ; 4° Lorsqu'elle est associée ou actionnaire de cette société et dispose du pouvoir de nommer ou de révoquer la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de cette société. Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne. »

⁸⁰ Marie-Antoinette Coudert, JurisClasser Sociétés Formulaire Fasc. Q-40, 28 Juillet 2006 p. 24.

⁸¹ Cet article a été commenté par une instruction 4 H 3-89 de l'administration fiscale datant du 2 mai 1989, elle-même reprise dans la documentation administrative 4 H 6623.

⁸² Voir la notion de contrôle de l'article 233-3 du Code de commerce, note 67 *supra*.

iii. La TVA sur les frais d'acquisition

Enfin, sur la problématique de la déductibilité de la TVA sur les frais d'acquisition, le principe est que la taxe payée au titre des frais d'acquisition n'est pas récupérable par le holding de reprise. Cette contrainte fiscale est toutefois contournable sous conditions économiques particulières que les repreneurs pourront prendre en compte s'ils veulent optimiser jusqu'au bout le montage de reprise et leur levier fiscal.

Un arrêt de la CJUE en date du 20 juin 1991, Polysar Investments, a fait dépendre le caractère récupérable de la TVA à l'immixtion dans la gestion de la filiale. Cette immixtion doit avoir un caractère économique : les dépenses engagées doivent d'une part présenter un lien direct et immédiat avec les opérations en aval ouvrant droit à déduction⁸³, et par ailleurs présenter un lien direct et immédiat avec l'ensemble de l'activité économique du holding⁸⁴. Cette limite économique à la reprise de la TVA défini par la jurisprudence européenne a été admise l'administration fiscale⁸⁵. Deux limites économiques sont donc à prendre en considération en ce qu'elles conditionnent pour le holding de rachat le droit de reprendre la TVA acquittée sur les frais d'acquisition de la cible.

b. Le risque de requalification par l'administration fiscale

Si l'administration ne peut remettre en cause le caractère normal des choix opérés par une entreprise de financer par l'octroi d'un prêt de préférence à un apport en fonds propres l'activité d'une entreprise qu'elle détient ou contrôle⁸⁶, l'opération est susceptible d'être remise en cause soit par l'application de la théorie jurisprudentielle de l'acte anormal de gestion (i), soit conformément à la procédure de répression de l'abus de droit (ii) dès qu'elle n'a pas été réalisée dans l'intérêt de l'entreprise⁸⁷, et ce, quel que soit le sens de la fusion. Le principal risque fiscal se retrouve donc dans l'hypothèse d'une fusion rapide à la suite d'un LBO, car dans ce cas, l'administration fiscale a la possibilité de remettre en cause le montage⁸⁸.

i. En acte anormal de gestion

Le principe de non immixtion interdit l'interférence de l'administration fiscale a sein de la gestion active de l'entreprise. Autrement dit, le dirigeant est libre des choix opérationnels qu'il prendra dans la société qu'il dirige, l'administration n'ayant pas de prérogatives particulières à ce sujet. Cependant, ce principe connaît une limite qui est incarnée par la théorie jurisprudentielle de l'acte anormal de gestion. Cette dernière a été développée par l'administration fiscale dans un objectif double de protection de l'intérêt général et de l'intérêt de l'entreprise. Elle consiste en la remise en cause d'un acte de gestion qui conduit à appauvrir l'entreprise, alors que cet acte était évitable d'une part, et que les conséquences néfastes pour l'entreprise étaient connues par le dirigeant qui a passé l'acte d'autre part. La

⁸³ CJUE, 6 avril 1995, BLP group plc et 8 juin 2000, Midland Bank Plc.

⁸⁴ CJUE, 27 sept. 2001, Affaire Cibo.

⁸⁵ Voir l'instruction fiscale BODGI 4 D-4-01.

⁸⁶ CE, sect., 30 décembre 2003, n° 233894, SA Andritz : Juris-Data n° 2003-080472 ; Dr. fisc. 2004, n° 16, comm. 427, concl. G. Bachelier et la jurisprudence citée ; RJF 3 /2004, n° 238.

⁸⁷ La qualification fiscale de l'opération s'établit selon un faisceau d'indices cumulatifs ou alternatifs, parmi lesquels on trouve le délai séparant l'acquisition de la fusion, le niveau de capitalisation du holding, l'importance des dettes d'acquisition subsistant au moment de la fusion par rapport au financement initial, l'exercice ou non par le holding avant la fusion d'une activité autre que la détention des titres de la société cible.

⁸⁸ Instruction du 3 août 2000, BOI 4-I-2-00 ; Dr. fisc. 2000, n° 37, Instr. 12504 ; Selon l'administration fiscale, les fusions anticipées peuvent avoir pour but exclusif d'imputer fiscalement les frais d'acquisition sur les bénéfices de la société acquise.

preuve de l'anormalité de l'acte incombe à l'administration. Pour le cas d'une fusion entre le holding et la société cible, l'administration devra - pour remettre en cause l'opération - prouver que cette décision est contraire aux intérêts de la société cible. On peut distinguer la décision d'absorber la cible, qui semble être une décision normale des actionnaires, de l'absorption du holding par la cible. Il est donc plus probable que l'argumentaire de l'administration soit pertinent dans la seconde hypothèse. Toutefois, quel que soit le sens de la fusion, la transmission universelle de patrimoine est suffisante pour que la cible devienne détentrice la dette de sa propre acquisition, ce qui diminue d'autant le montant de son actif. L'administration va alors se baser sur un faisceau d'indices pour juger du caractère normal ou anormal de la fusion. Elle pourra notamment prendre en compte le fait que la fusion intervienne que peu de temps après l'acquisition, l'importance de la dette subsistante au moment de la fusion, le niveau faible de capitalisation du holding, ou encore l'absence d'exercice d'une activité autre que la simple détention des titres de la cible. La jurisprudence fiscale s'est en générale montrée hostile aux opérations de fusion, allant jusqu'à utiliser la théorie de l'abus de droit pour la remettre en cause.

ii. En abus de droit

L'article L.64 du Livre des procédures fiscales permet de remettre en cause les actes dont la régularité ne serait qu'apparente. La théorie de l'abus de droit vise les opérations fictives et n'ayant qu'un but exclusivement fiscal allant à l'encontre des objectifs du législateur⁸⁹. La qualification du montage dans toutes ses phases semble échapper à la fictivité. En effet, malgré certes son faible niveau de capitalisation, le holding fonctionne juridiquement et comptablement et ne saurait de ce fait être qualifié de fictif. De même que le processus de fusion, comme il l'a été jugé⁹⁰, le holding permet qu'une opération de reprise ait lieu dans des conditions optimales. En outre, il apparaît que l'existence d'un objectif financier empêche de caractériser le montage LBO ou la fusion de rapide d'opération ayant un but exclusivement fiscal. Malgré la rareté des requalifications, il faudra néanmoins calibrer correctement tous ces éléments du montage et prendre au sérieux la menace réelle de la requalification par l'administration fiscale tant en acte anormal de gestion qu'en abus de droit.

Pour conclure, la direction choisie tant par le législateur que par les juges présage d'un avenir calme pour les acquisitions par effet de levier. Le mécanisme LBO garantissant, par sa pertinence, la liquidité du marché des rachats d'entreprise et l'effervescence retrouvée du secteur des fusions-acquisitions, la législation tant commerciale que fiscale entend laisser un leste conséquent à la pratique. Si toutefois certaines mesures, encouragées notamment par les évolutions récentes de la technique du LBO, contraignent les opérateurs à revenir à plus de raison, la réglementation manque de spécificité et reste prudente quant à l'encadrement de ces processus de reprise. L'avenir semble alors trouver une richesse toute particulière en droit des procédures collectives, domaine qui soulève aujourd'hui les débats les plus intéressants, et dont la portée encore incertaine devra être suivie avec attention.

⁸⁹ Art. L.64 du LPF dispose que l'Administration est en droit de restituer son véritable caractère à l'opération litigieuse.

⁹⁰ CAA Lyon, 3e ch., 26 mai 1992, n° 90-102. Pour en savoir davantage, lire le commentaire de cette décision par M. Chadeaux, « La régularité fiscale d'une opération de LBO suivie de l'absorption rapide de la cible par la société holding » : Dr. fisc. 1993, n° 8, p. 37.

BIBLIOGRAPHIE

Manuels et encyclopédies

- M. Cozian, A. Viandier, F. Deboissy, *Droit des sociétés*, 23^{ème} édition.
- *Mémento sociétés commerciales*, éditions Francis Lefebvre, 2010.
- *Mémento Fiscal*, éditions Francis Lefebvre, 2011
- *Mémento cession de droits sociaux*, éditions Francis Lefebvre, 2011.
- X. Thoumieux, *Le LBO*, Paris, Economica, 1996.
- Lexique de finance Vernimmen, 2010.

Articles de doctrine

- P. Raimbourg, M. Boizard, *Ingénierie financière, fiscale et juridique*, Dalloz 2006/2007, p. 1002.
- F. Garrouste, LBO, *Alors bulle ou pas bulle ?*, Option Finance, 14 nov. 2005, p. 19.
- Viandier, sous l'arrêt CA Paris, 20 octobre 1980 : Revue sociétés, 1980, p. 774.
- J. P. Bertrel, Ingénierie juridique, *Comment dissocier le pouvoir et la détention du capital dans une société*, Revue Droit et Patrimoine, septembre 2001, p.34.
- Kaddouch, *LBO : actions de préférence ou pactes d'actionnaires ?*, JCP E 2006, n° 24, Étude 1953.
- N. Goutard, *LBO : le management par la tyrannie du cash*, Revue française de comptabilité, n° 401, juillet-août 2007, pp.46-52.
- M. Gerretsen, avocat associé, PriceWaterhouseCoopers, Corporate Finance, *Les LBO sont-ils créateurs de valeur*, Revue Echanges, n° 211, juin 2004.
- F. Garrouste, *La transmission d'entreprise*, Option Finance n° 641, 7 mai 2001.
- L. Chammas, D. Marcheteau, JurisClasseur Banque - Crédit – Bourse, Fasc. 2310, 2008.
- G. Jarrel, J. Brickley, J. Netter: *The Market of Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, Journal of Economic Perspectives, 1988.
- Alain Couret, *Les nouveaux titres représentatifs de fonds propres*, Bull. Joly, n° 5, mai 1986, p. 559 s.

- H. Le Nabasque, JCP E 1992, I, p. 107.
- Alain Couret, *Innovation financière et règle de droit*, Recueil Dalloz, 1990 p.135.
- Philippe Peyramaure, *La recherche de l'effet de levier dans la transmission des entreprises*, BRDA, avril 1989.
- J.-P. Bertrel, Acquisition de contrôle et vampirisme financier : Revue Droit et Patrimoine, janvier 1993, n°1, p. 52.
- P-M. Le Corre, *Droit et pratique des procédures collectives*, Recueil Dalloz, 5ème éd., n° 512.14.
- C. Meyer, JurisClasseur Sociétés Formulaire, novembre 2006, p. 6.
- S. Schmidt, Avocat associé du cabinet UGGC, Capital investissement – Private equity, mars 2011.
- Documentation pratique Francis Lefebvre, feuillet rapide, 56/10, en date du 24/12/2010, n°10.
- M-A. Coudert, JurisClasseur Sociétés Formulaire Fasc. Q-40, 28 Juillet 2006.
- M. Chadeaux, *La régularité fiscale d'une opération de LBO suivie de l'absorption rapide de la cible par la société holding*, Dr. fisc. 1993, n° 8, p. 37.

Documentation de l'administration fiscale

- Instruction fiscale 4 H 3-89 du 2 mai 1989.
- Instruction fiscale BODGI 4 D-4-01.
- Instruction fiscale B0I 4-I-2-00 du 3 août 2000.

Jurisprudence

- CA Paris, 20 oct. 1980 : Revue sociétés, 1980, p. 774, note A. Viandier.
- Cass. com., 15 novembre 1994 : JCP E 1995, II, 673, note Y. Guyon.
- Cass. com., 19 déc. 2000, n° 96-22.172 P+D : Juris-Data n° 2000-007663 ; JCP E 2001, p. 253 ; Dr. sociétés, 2001, comm. 65.
- Cass. crim., 4 février 1985, Rozenblum, n° 84-91.581 P : JurisData n° 1985-000537.
- Cass. crim., 10 juillet 1995, n° 3367 PF : JCP E 1996, II, 780, note J. Paillusseau.

- Cass. crim., 5 mai 1997, n° A 96-81.482 : Juris-Data n° 1997-003021; JCP E 1997, pan. 1049; RJDA 12/1997, n° 1493.
- Cass. com., 8 mars 2011, n°10-13.988.
- CA Paris, 26 novembre 2009, n° 09/17248, SARL Mansford France Fund.
- CA Versailles, 13ème ch., 18 novembre 2010 : Bull. Joly Entreprises en difficulté 2011, p. 14, note P. Roussel-Galle.
- CJUE, 6 avril 1995, BLP group plc et 8 juin 2000, Midland Bank Plc.
- CJUE, 27 sept. 2001, Affaire CIBO.
- CE, sect., 30 décembre 2003, n° 233894, SA Andritz : Juris-Data n° 2003-080472 ; Dr. fisc. 2004, n° 16, comm. 427, concl. G. Bachelier.
- CAA Lyon, 3e ch., 26 mai 1992, n° 90-102.