

LBO : Asymétrie minoritaires / fonds d'investissement dans l'évaluation de l'intégration fiscale

Edouard Camblain – Analyste financier, Membre de la SFEV, Société Française des Evalueurs

La récente acquisition par KKR et Goldman Sachs de la société Pagesjaunes via un LBO a été riche d'enseignements sur un point précis de valorisation, à savoir l'évaluation de l'avantage que procure l'intégration fiscale.

Un mécanisme fiscal incitatif

Nous rappellerons que l'intégration fiscale (détention de 95% de la société cible par la holding d'acquisition) permet précisément à la holding d'être imposée dans le même groupe fiscal que la société cible. Ce mécanisme permet d'imputer sur les profits avant impôts de la cible les pertes fiscales de la holding dont le résultat est uniquement généré par les frais financiers (pas de CA ni de résultat opérationnel). Cet avantage fiscal peut s'avérer d'autant plus important que les LBO impliquent 1/ des frais financiers élevés au niveau du holding compte tenu du levier important ; 2/ des profits élevés et récurrents de la société cible, ses cash-flows (et dividendes) servant justement à rembourser la dette d'acquisition.

L'absence de mécanisme d'intégration fiscale pénalise le retour sur investissement des fonds de capital risque dans la mesure où la société cible continue de payer un impôt au taux normatif (pas de déduction des pertes du holding) qui vient amputer le cash-flow libre ou le dividende.

PagesJaunes : une offre atypique

Il est d'usage, dans le cadre d'un LBO sur une société cotée ouvrant la voie à un rachat des actions détenues par les actionnaires minoritaires que les fonds d'investissement ne dévoilent pas publiquement l'avantage que procure l'intégration fiscale. Le cas de PagesJaunes est intéressant dans la mesure où, pour la première fois, l'extension de l'offre aux minoritaires (garantie de cours) s'est effectuée sur la base d'un prix de 22€ avec une prime potentielle de 0.6€ en cas d'obtention de plus de 95% du capital.

Au-delà de l'échec de l'atteinte de ce seuil (offre à 22€ ou 22.6€ peu généreuse comparées aux cours de bourse des jours précédents), il convient de s'arrêter sur la détermination de ces 0.6€/action.

La valorisation de l'avantage concédé par l'intégration fiscale ressort ainsi à moins de 3% de la valeur totale de la société ce qui paraît étonnant au premier abord.

Différence de perception de l'avantage fiscal pour les actionnaires minoritaires

L'écart entre les attentes des actionnaires minoritaires et l'offre des fonds repose sur plusieurs éléments :

- La volonté de la part des fonds d'investissement de ne rétrocéder qu'une partie de l'avantage fiscal (30% ? 50% ?) et non la totalité ;
- L'écart dans les méthodes de valorisation de cet actif fiscal entre les actionnaires minoritaires et les fonds d'investissement.

Sur ce dernier point, nous noterons que :

- *le fonds d'investissement* évalue la valeur de l'intégration fiscale par la différence entre le niveau de prix qu'il peut offrir s'il obtient l'intégration fiscale et celui qu'il peut offrir sans

bénéficier de ce mécanisme de telle manière que son TRI (Taux de Rendement Interne) ne soit pas impacté ;

- *l'actionnaire minoritaire* actualisera sur la période du LBO les économies fiscales réalisées. L'actualisation peut également s'appliquer sur la durée totale de remboursement de la dette, l'avantage étant conservé au-delà de la période de LBO si la dette n'est pas éteinte. Notons tout de même qu'en règle générale la dette est remboursée ou refinancée à la fin du LBO si bien que l'on pourra retenir un horizon de 4/5 ans (durée moyenne de détention d'une participation en portefeuille par un fonds d'investissement) dans cet exercice de valorisation.

La différence entre ces deux approches tient principalement dans l'utilisation de taux d'actualisation divergents. En effet :

- *le fonds d'investissement*, compte tenu de la rentabilité exigé par ses dépositaires de fonds et par la prise de risque inhérent au levier élevé (LBO) cherchera à atteindre un TRI de l'ordre de 25%/30% dans cette opération. L'approche retenue pour évaluer les bénéfices de l'intégration fiscale actualise donc implicitement les économies d'impôts au taux de 25%/30% ;
- *l'actionnaire minoritaire* retiendra comme valeur de cet actif fiscal les économies générées actualisées au coût du capital. Ce dernier sera largement inférieur au TRI retenu par les fonds, particulièrement dans le cas des PagesJaunes vu le caractère défensif de l'activité. Notons que ces économies seront évaluées non pas en retenant une économie sur 34% (taux d'imposition) des frais financiers mais en effectuant rigoureusement un DCF sur la base de free cash-flows majorés de l'économie fiscale (impliquant un calendrier de remboursement de la dette sans doute accéléré).

La difficile réconciliation des approches des actionnaires minoritaires et des fonds d'investissement reflète sans aucun doute une des nombreuses divergentes entre vendeurs et acquéreurs. Intuitivement, l'approche de l'actionnaire minoritaire nous paraît plus pertinente puisque l'on peut considérer comme pratiquement certain l'avantage fiscal dès lors que le fonds d'investissement détient 95% de la société cible. En effet, cet avantage n'est conditionné que par l'obtention du régime d'intégration fiscale (seuil des 95%) et par la réalisation de profits de la société cible. Dans le cas de PagesJaunes la perte des bénéfices de l'intégration fiscale n'était menacée (montant des impôts à payer est inférieur à 34% des intérêts financiers de l'année) qu'en cas de baisse du résultat imposable 45% ! Un taux de 25%/30% pour actualiser cet avantage nous paraît donc trop élevé.

Certains argumenteront que le taux de 25%/30% retenu implicitement par les fonds d'investissement pour actualiser l'avantage fiscal repose en partie sur l'éventuel échec du seuil des 95%. Si nous comprenons l'argument, il nous paraît recevable dans l'unique cas où cette prime serait octroyée de manière inconditionnelle aux actionnaires minoritaires (sans toutefois pour justifier un taux d'actualisation de 25% !). Or elle ne l'était pas dans le cas de l'offre sur PagesJaunes (0.6€ octroyés que si > 95%) ce qui ne mettait pas KKR et Goldman Sachs en risque.

Conclusion

Nous retiendrons de cette opération :

- Une « prime intégration fiscale » qui figure pour la première fois clairement dans les documents relatifs à la garantie de cours visant les actionnaires minoritaires ;
- Un niveau de prime néanmoins relativement peu alléchant comparé aux attentes des actionnaires minoritaires

Les conclusions théoriques sont que :

- Les divergences de valorisation reposent sur des méthodologies différentes incluant notamment un taux d'actualisation implicite plus élevé dans les valorisations des fonds d'investissements ;
- Dans le cas d'une prime incluse dans le prix offert à tous les actionnaires (sans condition d'atteinte de seuil), une valorisation de la « prime intégration fiscale » avec un taux d'actualisation plus élevé (sans atteindre néanmoins 25% !) ou avec un taux standard mais pondéré d'une probabilité de succès peuvent faire du sens afin de refléter le risque d'échec des 95% ;
- Lorsque cette prime est conditionnée par l'atteinte d'un seuil de 95%, celle-ci ne devrait être valorisée que sur la base du coût du capital de la société cible (seul subsiste le risque opérationnel, le fonds d'investissement ne supportant pas le risque de non obtention de 95% des titres) ;
- Les vendeurs, lors d'opération de LBO, portent un intérêt tout particulier au mode de financement de l'acquéreur.

Au total, il en ressort que les actionnaires minoritaires retireront une valorisation plus élevée de cet actif fiscal dès lors que la prime sera conditionnée à l'atteinte du seuil des 95%. L'absence de conditions a généralement comme conséquence une valorisation diminuée de cette prime, voir une absence de prime.

Cet article présente les opinions et réflexions personnelles de l'auteur et n'engage en aucun cas une tierce personne morale ou physique.
Achévé de rédiger le 30/08/2007