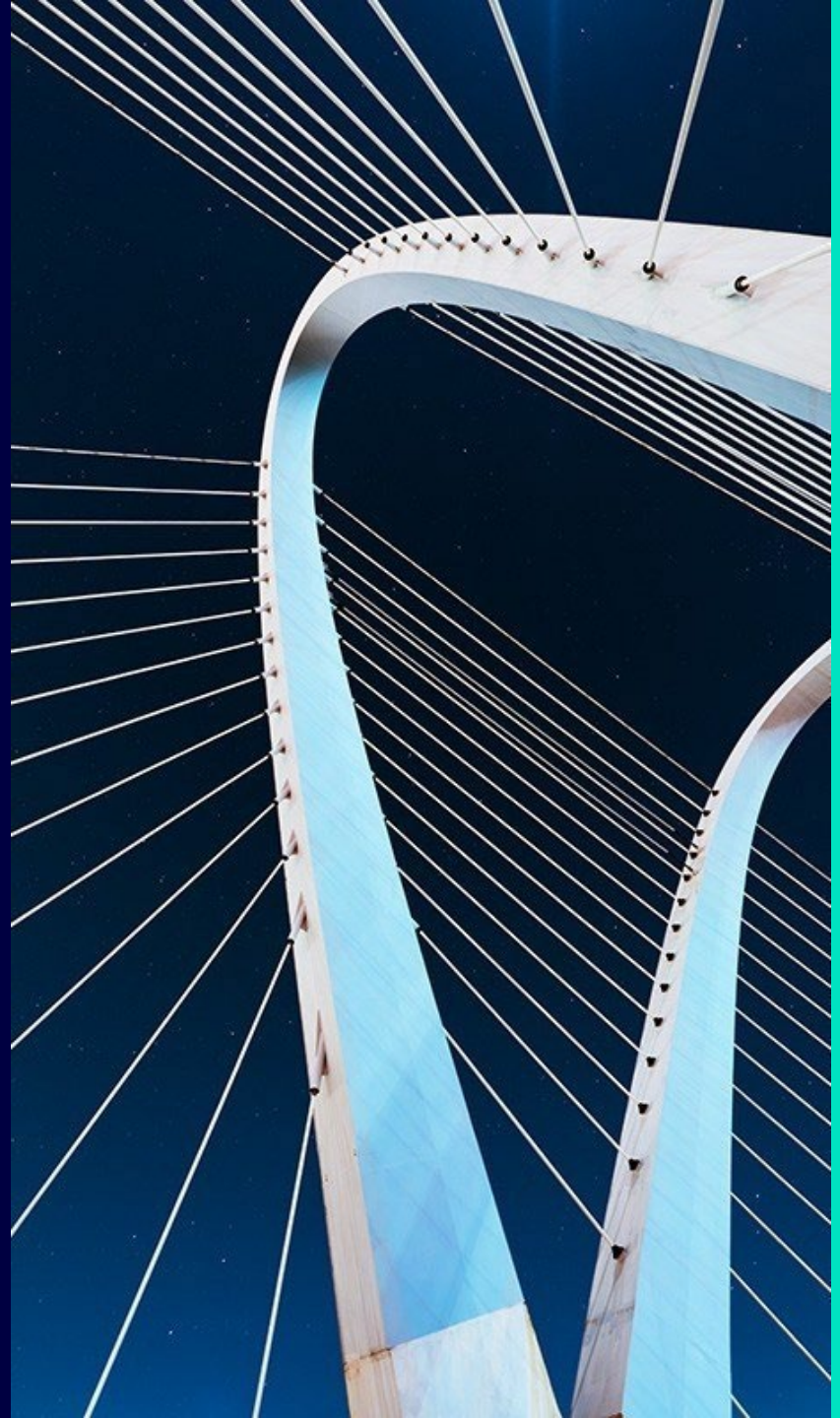
McDermott Will & Schulte

2026 Bootcamp pour les professionnels du private equity

Paris

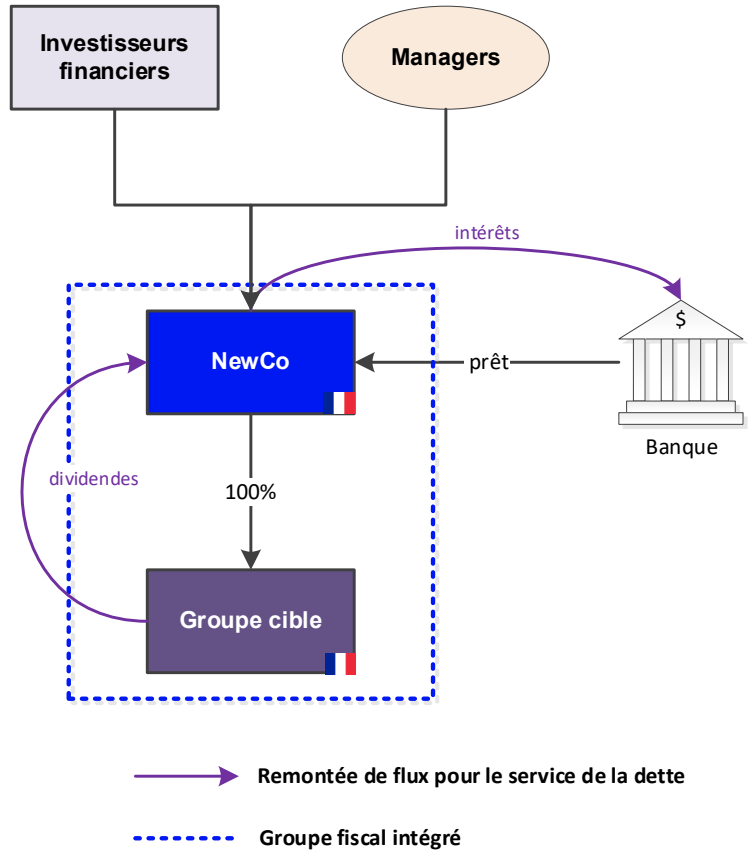
1er avril 2026



Structuration d’une opération de LBO (“leveraged buy-out”)

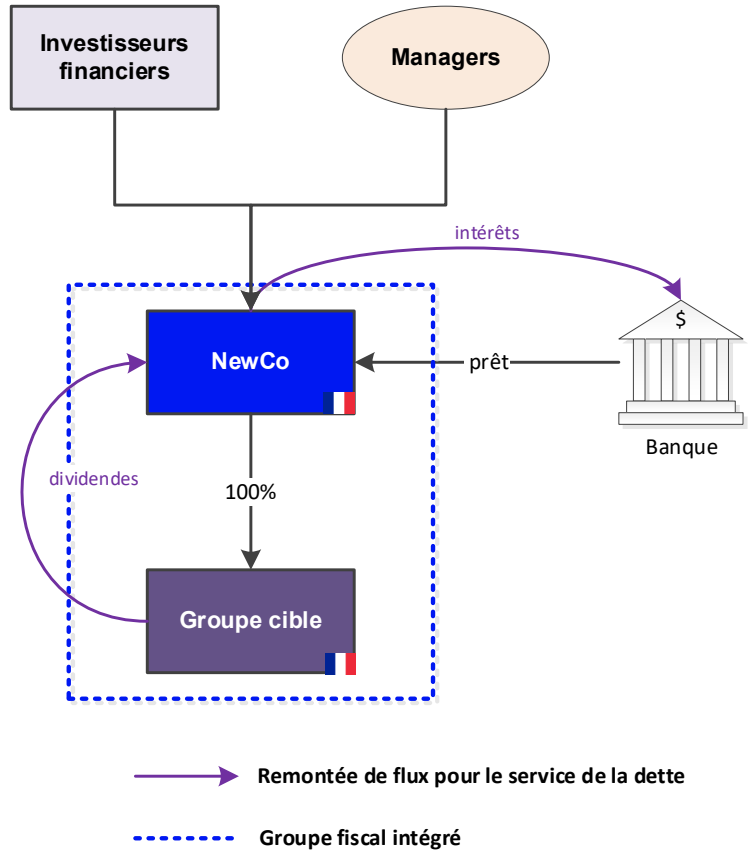
RAPPEL INTRODUCTIF
PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES D'UN LBO (1/2)

- **Définition**
  - Le LBO (*leveraged buy-out*) est une opération par laquelle un ou plusieurs investisseurs s'endettent pour acquérir une entreprise ou un groupe cible.
- **Principales caractéristiques**
  - Constitution d'une société holding dédiée à l'acquisition (communément appelée « **NewCo** »).
  - Investisseurs :
    - Investisseur financier (le plus souvent un fonds d'investissement)
    - Une équipe de management
  - Prix d'acquisition de la cible financé par endettement et fonds propres :
    - Endettement généralement souscrit par NewCo à hauteur de la capacité de distribution de la cible
    - Fonds propres et quasi-fonds propres apportés par les investisseurs financiers et les managers



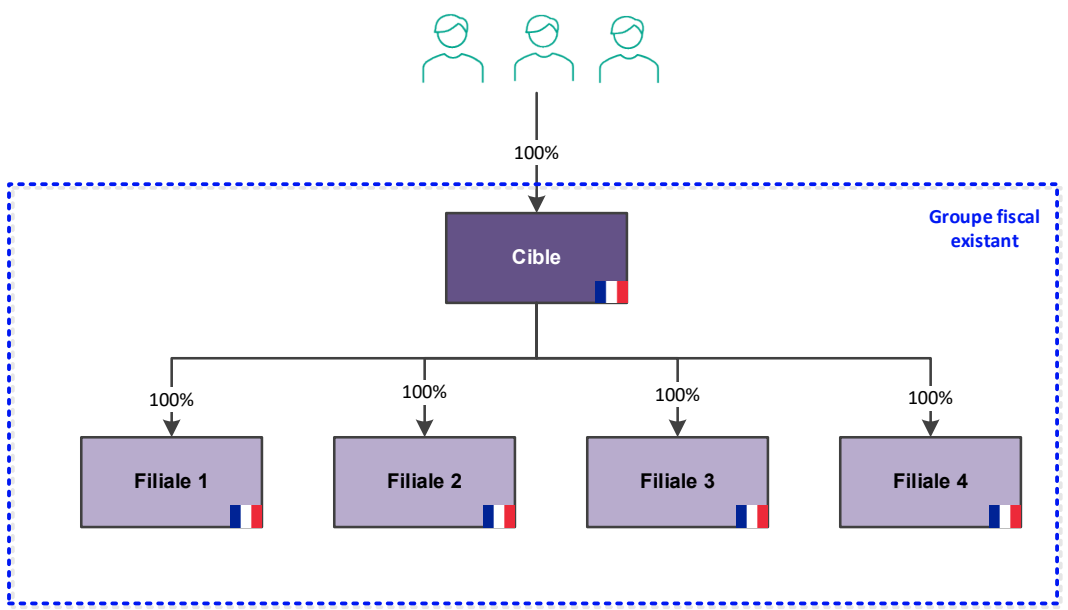
RAPPEL INTRODUCTIF
PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES D'UN LBO (2/2)

- **Les effets de levier du LBO**
  - **Levier financier** : accroissement de la rentabilité des capitaux propres par recours à l'endettement.
  - **Levier juridique** : démultiplication du pouvoir de contrôle d'un actionnaire par la mise en place d'une succession de holdings dont celui-ci ne détient, par exemple, que la majorité simple.
  - **Levier fiscal** : économie d'impôt générée par la déduction des intérêts de la dette et des quasi-fonds propres.
    - Cette déduction est généralement conditionnée par la mise en place d'une intégration fiscale entre NewCo et la cible.

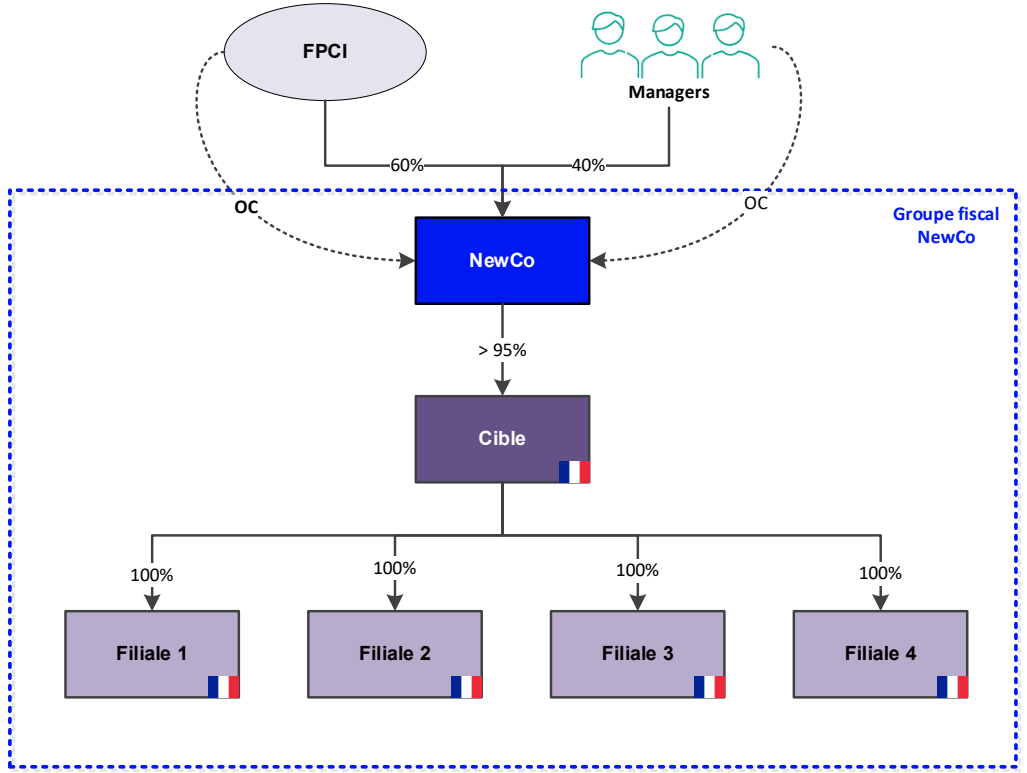


CAS PRATIQUE
DONNÉES PRINCIPALES

Structure actuelle du groupe



Structure cible du groupe



- *EBITDA du groupe fiscal : 30M€*
- *Taux d'intérêt de la Dette Tiers : 10%*
- *Taux d'intérêt des OC : 12%*

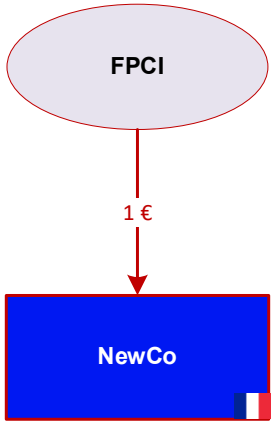
Tableau des emplois et des ressources

Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la Cible	170	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Refinancement de la dette existante	25	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
Frais d'acquisition	5	Obligations convertibles (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

PRÉ-CLOSING

ÉTAPE 1 : CONSTITUTION DE LA HOLDING DE REPRISE (NEWCO)

- Un FPCI constitue NewCo sous la forme d'une société par actions simplifiée avec un capital social de 1€.



Points d'attention

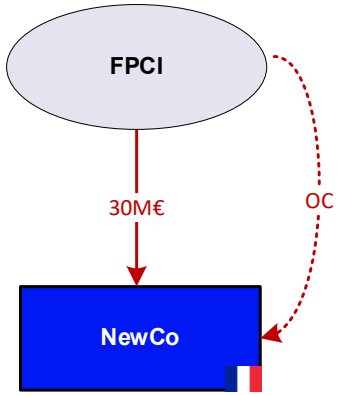
- NewCo devra être soumise à l'impôt sur les sociétés (IS) selon le régime réel normal.
- Date de clôture de NewCo à anticiper (cf. étape 7).
- Dans de nombreux cas, il est important que NewCo soit constituée par une entité non soumise à l'IS (ceci vaut notamment lorsque l'investisseur financier est une société d'investissement soumise à l'IS).

Conséquences fiscales

La constitution de NewCo est exonérée de droits d'enregistrement.

CLOSING
ÉTAPE 2.1 : INVESTISSEMENT DES INVESTISSEURS FINANCIERS

- Le FPCI souscrit à une augmentation de capital de NewCo pour un montant de 30 M€ et reçoit en contrepartie 30M d'actions ordinaires émises par NewCo.
- Le FPCI souscrit également à des obligations convertibles émises par NewCo pour un montant de 30 M€.



Points d'attention

- **Les investisseurs financiers** investissent généralement en fonds propres (actions ordinaires et actions de préférence) et quasi-fonds propres (obligations convertibles).
- L'investissement sous forme d'instruments à taux fixe tels que les obligations convertibles (OC) et les actions de préférence (ADP) à dividende préciputaire est remboursé avant les actions ordinaires mais a une rentabilité plafonnée.
- L'investissement en actions ordinaires est remboursé en dernier mais a une rentabilité déplafonnée.

Conséquences fiscales

L'augmentation de capital souscrite par le FPCI est exonérée de droits d'enregistrements.

Emplois	en M€	Ressources	en M€
Trésorerie	60	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
		Obligations convertibles (FPCI)	30
	60		60

CLOSING
ÉTAPE 2.2 : INVESTISSEMENT DES MANAGERS

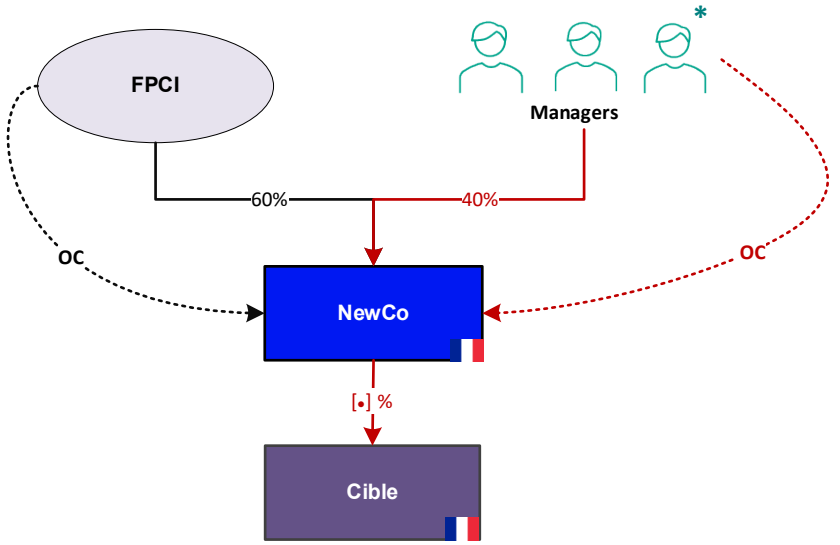
- Les managers souscrivent, par apport en nature, à une augmentation de capital de NewCo pour un montant de 20 M€ et reçoivent en contrepartie 20M d'actions ordinaires émises par NewCo.
- Ils souscrivent également à des OC pour un montant de 20 M€.

Points d'attention

- **Les managers** investissent en partie selon les mêmes proportions d'actions ordinaires et d'instrument de taux que l'investisseur financier. C'est la part dite *pari passu*.
- Ils peuvent également souscrire une part de leur investissement où les actions ordinaires sont surpondérées par rapport à l'investisseur financier (*sweet equity*) ou en actions de préférence (*ratchet*) donnant droit à une part prépondérante de la plus-value réalisée au-delà d'un taux de rendement de référence (*hurdle*).
- **Souscription d'OC vs ADP de taux :** en cas de souscription d'ADP de taux celles-ci seront nécessairement junior par rapport aux OC.

Conséquences fiscales

- Les apports de titres de la cible sont exonérés de droits d'enregistrement, sauf pour la partie rémunérée en OC qui donne lieu au paiement d'un droit d'enregistrement égal à 0,1% du prix d'acquisition.



* Les managers sont parfois regroupés dans des sociétés dédiées (MinCo) en vue notamment de faciliter la gestion des assemblées générale de NewCo et le respect des dispositions du pacte d'actionnaire.

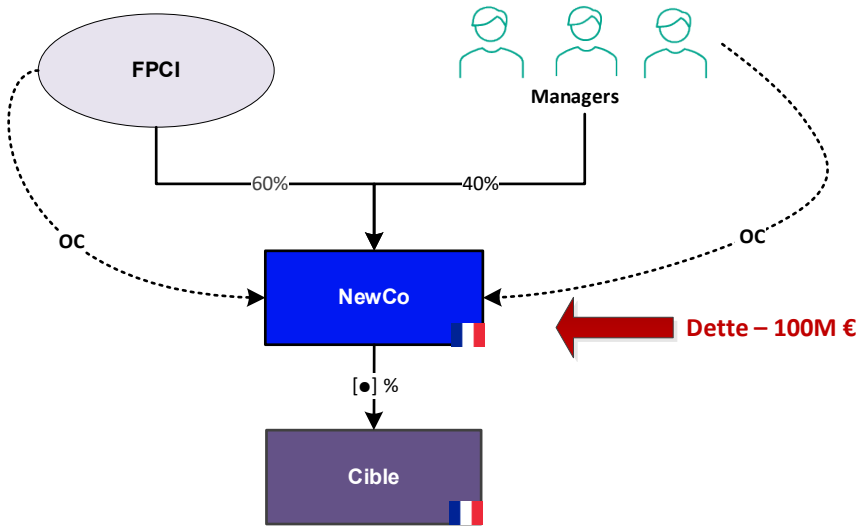
Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	40	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Trésorerie	60	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles A (FPCI)	30
		Obligations convertibles (Managers)	20
	100		100

CLOSING
ÉTAPE 3 : SOUSCRIPTION DE LA DETTE (1/3)

► NewCo souscrit la dette tierce pour un montant de 100 M€.

Limitation de déduction des intérêts

- ***Acte anormal de gestion –*** La dette (dette tierce et OC) doit être souscrite dans l'intérêt de NewCo, ce qui suppose généralement de démontrer que NewCo sera en mesure de servir sa dette.
- ***Règles anti-hybrides –*** Point d'attention surtout si le FPCI est situé à l'étranger.
- ***Limitation du taux d'intérêt –*** Les intérêts dus par une société sont déductibles pour autant que leur taux n'excède pas :
  - **Personne physique associée directe de NewCo :** déduction limitée au taux maximum déductible prévu à l'article 39,1-3° du CGI.
  - **entreprise liée ou entreprise associée directe de NewCo :**
    - taux maximum déductible ; ou
    - sous réserve de pouvoir le justifier, taux de marché.
- ***Plafond général de déduction –*** 3 M€ ou 30% de l'EBITDA (retraité) sous réserve de l'application éventuelle de la clause de sauvegarde, sauf cas de sous-capitalisation.
- ***Amendement Charasse –*** Uniquement en cas d'acquisition par NewCo de titres de la cible auprès de personnes qui contrôlent NewCo à l'issue de l'acquisition.



Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	40	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Trésorerie	160	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
		Obligations convertibles B (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

QUESTION

- La limitation de taux sur la déductibilité des intérêts s'applique à :
  - La dette tierce
  - Les OC souscrites par le FPCI
  - Les OC souscrites par les Managers

QUESTION

- Est-il possible de déduire l'intégralité des intérêts sur les OC détenues par les Managers ?
  - Oui, c'est toujours possible
  - Oui, mais à condition de démontrer que le taux servis sur les OC correspond à un taux de marché
  - Non, la déduction est toujours limitée au taux maximum prévu à l'article 39,1-3° du CGI

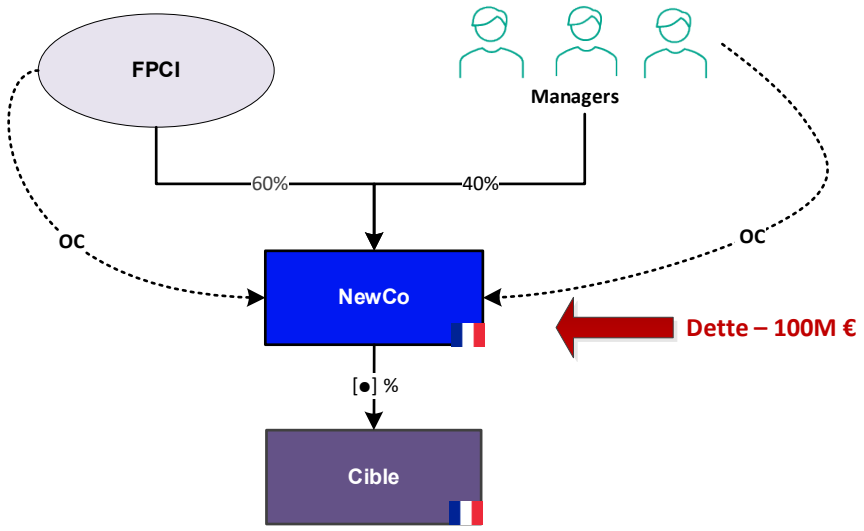
QUESTION

- NewCo est-elle sous-capitalisée :
  - Oui
  - Non

CLOSING
ÉTAPE 3 : SOUSCRIPTION DE LA DETTE (2/3)

Au cas particulier :

- ***Acte anormal de gestion*** – N/A si NewCo est en mesure de servir sa dette.
- ***Règles anti-hybrides*** – N/A dans la mesure où le FPCI serait français.
- ***Limitation du taux d'intérêt***
  - ***Dette tierce*** : pas de limitation de taux.
  - ***Managers*** : déduction limitée au taux maximum déductible (5,75% pour l'exercice clos le 31 décembre 2024).
  - ***FPCI*** : déduction limitée au taux maximum déductible ou, s'il est supérieur et sous réserve de pouvoir le justifier, au taux de marché (à savoir le taux que NewCo aurait pu obtenir dans les mêmes conditions auprès d'un établissement financier indépendant). **En pratique il conviendra d'obtenir un rapport de valorisateur validant le taux appliqué.**
- ***Plafond général de limitation de déduction des intérêts*** – déduction des charges financières nettes limitées à 9 M€ (NewCo n'est pas sous-capitalisée) sous réserve de l'application éventuelle de la clause de sauvegarde.
- ***Amendement Charasse*** – N/A dès lors que le FPCI contrôle exclusivement NewCo.

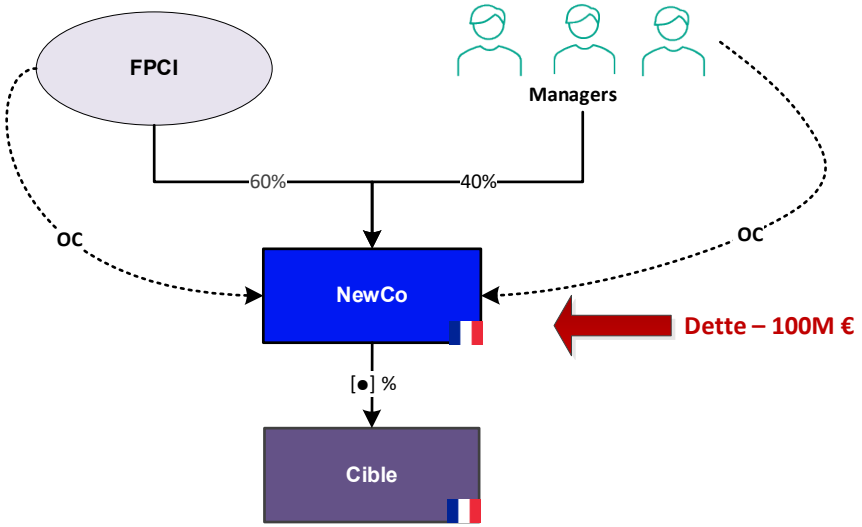


Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	40	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Trésorerie	160	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
		Obligations convertibles B (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

CLOSING
ÉTAPE 3 : SOUSCRIPTION DE LA DETTE (3/3)

Points d'attention :

- Établir un budget prévisionnel démontrant la capacité de NewCo à servir sa dette
- Veiller aux éléments d'extranéité dans la transaction (notamment prêteur étranger, investisseur financier situé à l'étranger – par exemple le Luxembourg – ou porteur de parts du FPCI situé à l'étranger et détenant une participation supérieure à 25%)
- Préparation d'un rapport de valorisation destiné à justifier le taux appliqué aux OC émises par NewCo
- Vérifier qu'aucun des cédants du groupe cible ne contrôle, seul ou conjointement, NewCo à l'issue de l'opération
- Contrôler (y compris via le budget prévisionnel) le niveau de dette liée (à savoir les OC) par rapport aux fonds propres



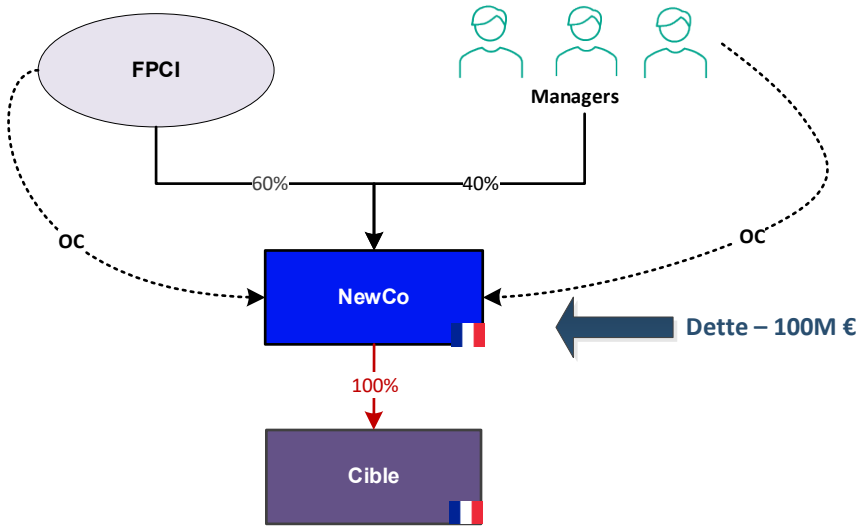
Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	40	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Trésorerie	160	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
		Obligations convertibles B (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

CLOSING
ÉTAPE 4 : ACQUISITION DES TITRES DE LA SOCIÉTÉ CIBLE

- NewCo procède à l'acquisition du solde des actions de la cible

Conséquences fiscales

– L'acquisition des actions de la cible donnerait lieu au paiement d'un droit d'enregistrement égal à 0,1% du prix d'acquisition.



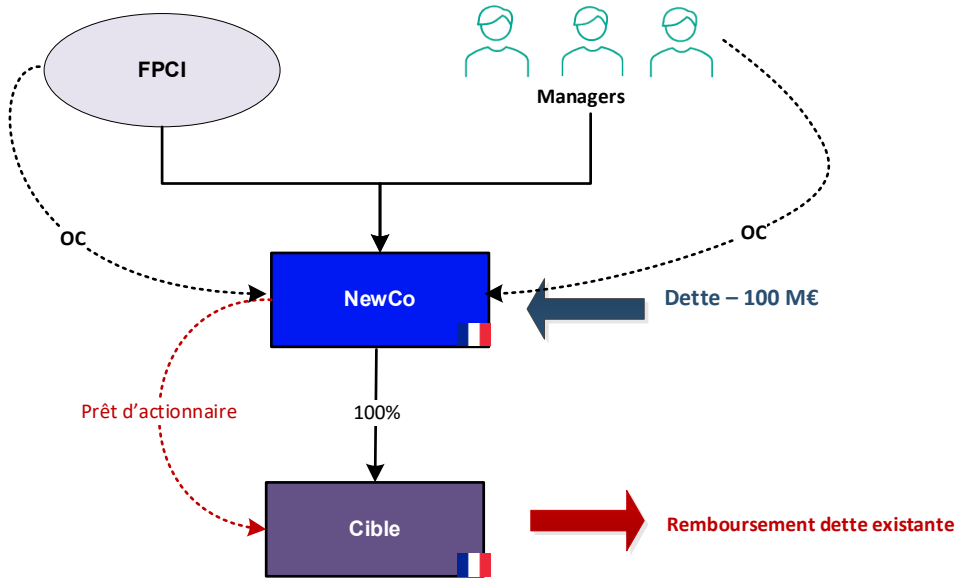
Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	170	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Trésorerie	30	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
		Obligations convertibles (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

CLOSING
ÉTAPE 5 : REMBOURSEMENT DE LA DETTE EXISTANTE

► NewCo octroie à la cible un prêt d'actionnaire lui permettant de rembourser sa dette existante

Conséquences fiscales sur le taux maximum déductible :

- NewCo étant associé direct majoritaire de la cible, la déduction est limitée au taux maximum déductible ou, s'il est supérieur et sous réserve de pouvoir le justifier, au taux de marché ;
- Une fois le groupe fiscal intégré constitué : l'administration fiscale prévoit une présomption de taux de marché dans deux cas :
  - Si le prêt d'actionnaire est financé par une dette souscrite par NewCo, le taux d'intérêt du prêt d'actionnaire peut être égal au coût de cette dette
  - À défaut, le taux du prêt d'actionnaire peut être fixé au taux Euribor 3 mois communiqué par la Banque de France



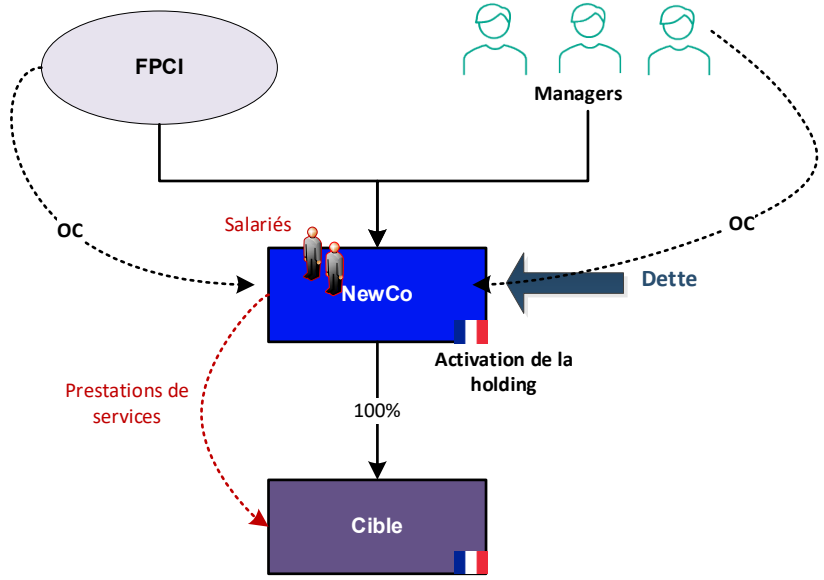
Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	170	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Refinancement de la dette	25	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
Trésorerie	5	Obligations convertibles (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

CLOSING
ÉTAPE 6 : PAIEMENT DES FRAIS

► NewCo utilise sa trésorerie pour payer les frais liés à l'acquisition de la cible.

Conséquences fiscales

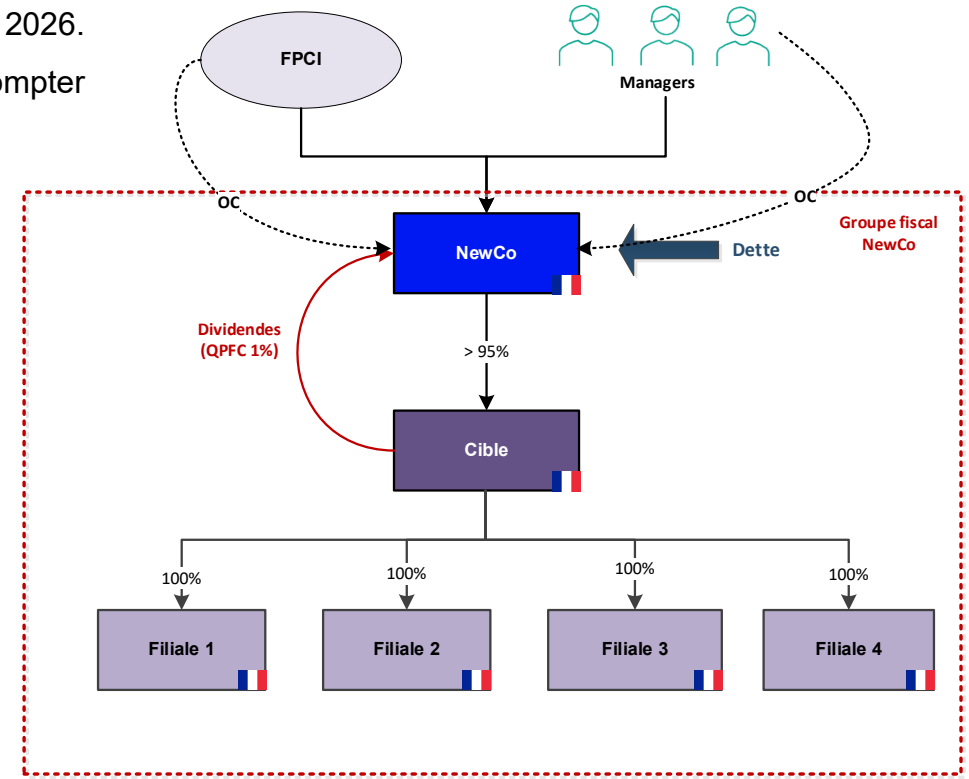
- **Déductibilité des frais de transaction au regard de l'IS**
  - **Frais d'acquisition** : incorporés au prix de revient des titres de la cible et faisant l'objet d'une déduction étalée sur 5 ans, sous forme d'amortissement linéaire.
  - **Frais de financement** : sur option, soit (i) déduits intégralement du résultat de l'exercice au cours duquel ils ont été exposés, (ii) soit répartis sur la durée de l'emprunt, par fraction égales ou au prorata de la rémunération courue (option conseillée).
- **Déductibilité de la TVA sur les frais de transaction**
  - Déduction possible dès lors que NewCo réalise des opérations entrant dans le champ d'application de la TVA.
    - ➢ Nécessité **d'activer NewCo**, à savoir de transférer certains salariés clés du groupe cible à NewCo pour que celle-ci soit en mesure de rendre à ses filiales des **prestations de services (assujettie à TVA)**.



Emplois	en M€	Ressources	en M€
Titres de la cible	170	Augmentation de capital souscrite par le FPCI	30
Refinancement de la dette	25	Augmentation de capital souscrite par les Managers	20
		Obligations convertibles (FPCI)	30
Frais de transaction	5	Obligations convertibles (Managers)	20
		Dette	100
	200		200

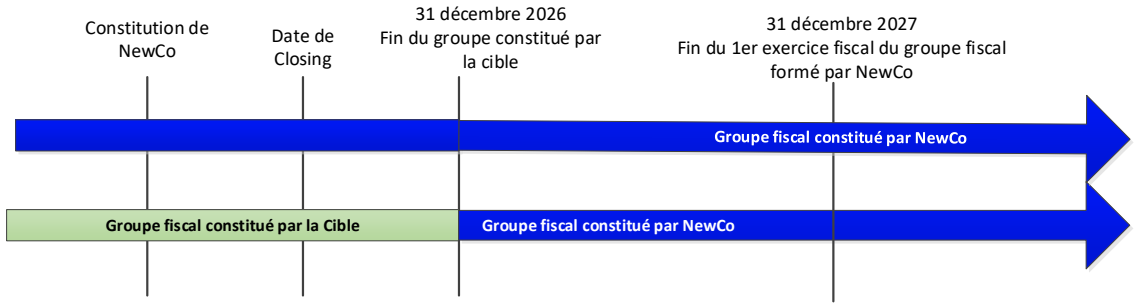
POST CLOSING
ÉTAPE 7 : CONSTITUTION D'UN GROUPE FISCAL INTÉGRÉ (1/2)

► Le groupe fiscal constitué par la cible (s'il y en a un) cesserait à compter du 31 décembre 2026. NewCo constituerait un nouveau groupe d'intégration fiscale avec la cible et ses filiales à compter du 1er janvier 2027.



Conséquences fiscales

- **Conditions d'application du régime du groupe fiscal intégré**
  - Les sociétés doivent être soumises, de plein droit ou sur option, à l'IS (réel normal)
  - NewCo doit détenir au moins 95% du capital et des droits de vote de la cible
  - Le capital et les droits de vote de NewCo ne doit pas être détenu à 95% au moins par une autre personne morale soumise à l'IS
  - Les sociétés doivent ouvrir et clôturer leurs exercices comptables aux mêmes dates et ces exercices doivent avoir une durée de 12 mois
    - **Exception pour le premier exercice** en cas d'acquisition de plus de 95 % des droits de vote de la société mère d'un groupe fiscal existant



QUESTION

- Le résultat individuel de NewCo est-il :
  - Bénéficiaire
  - Déficitaire

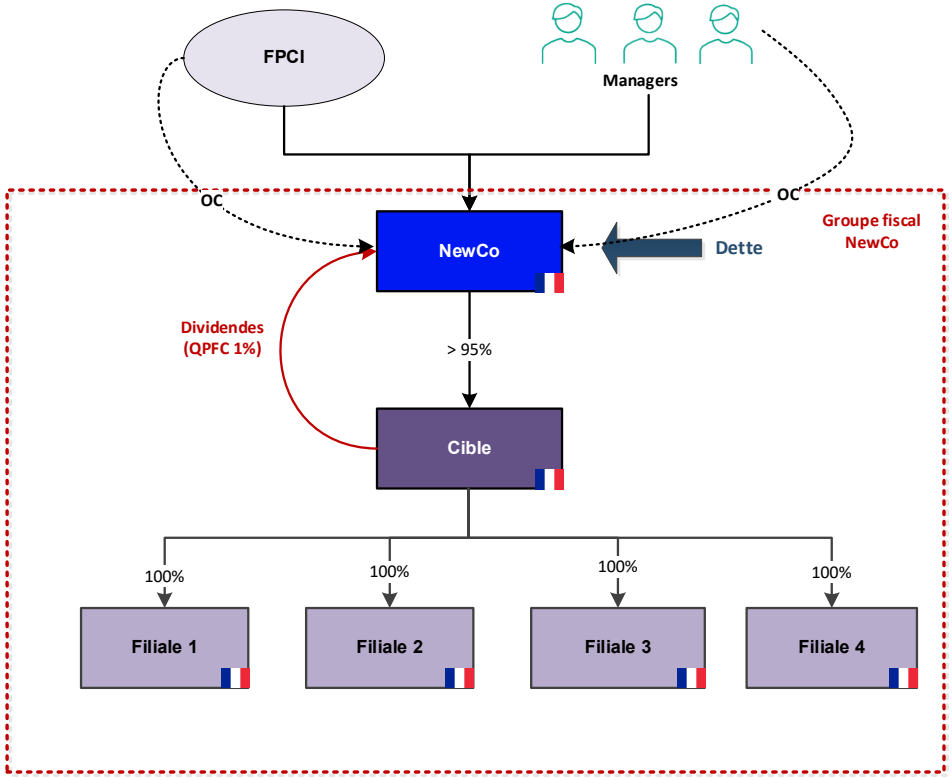
QUESTION

- L'intégration fiscale mise en place entre le groupe cible et NewCo permettra de compenser les bénéfices du groupe cible avec :
    - les charges financières générées au niveau de NewCo à compter de sa constitution
    - les charges financières générées au niveau de NewCo à compter du 1er janvier 2027

POST CLOSING
ÉTAPE 7 : CONSTITUTION D'UN GROUPE FISCAL INTÉGRÉ (2/2)

Conséquences fiscales (suite)

- **Avantages de l'intégration fiscale**
  - **Imputation des déficits** constatés chaque année au niveau de NewCo à raison des intérêts d'emprunt **sur les bénéfices de la société cible rachetée**
  - **Remontée de dividendes au sein du groupe en quasi-franchise d'impôt**, sous réserve de la quote-part de frais et charges à hauteur de **1%** de ces produits compris dans les résultats de la sociétés mère, lorsqu'ils ouvrent droit au régime mère fille. L'application de la QPFC de 1% est subordonnée à un « délai de carence » d'un exercice.

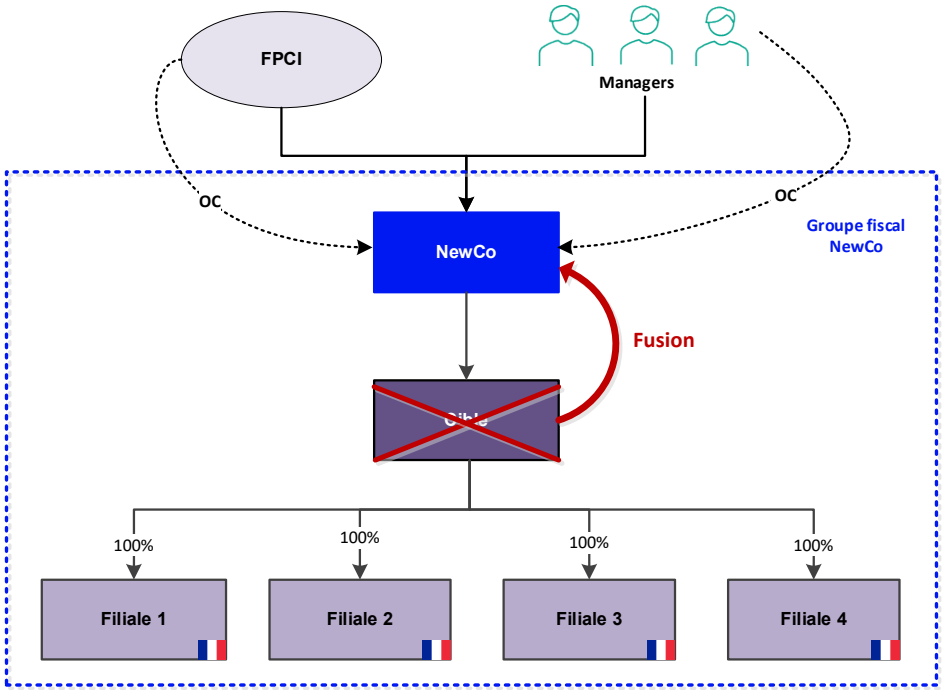


POST CLOSING
ÉTAPE 8 : FUSION DE LA CIBLE DANS NEWCO (SI LA CIBLE EST UNE HOLDING)

► Si la cible est une société holding, NewCo procèderait à sa fusion-absorption avec effet rétroactif au 1er janvier 2026.

Conséquences fiscales

- La fusion de la cible dans NewCo serait **exonérée des droits d'enregistrement.**
- Dans la mesure où la fusion serait placée sous le **régime de faveur prévu à l'article 210 A du CGI**, l'imposition des plus-values dégagées sur les actifs de la cible transférés à NewCo serait reportée jusqu'à la cession de ces actifs, sous réserve du respect de certains engagements.
- **Mali de fusion** : vrai mali (correspondant au montant des frais d'acquisition) déductible du résultat imposable de NewCo si :
  - la valeur réelle des actions de NewCo n'augmente pas entre le Closing et la date de fusion ; et
  - la fusion est réalisée dans les deux ans suivant la réalisation de l'Acquisition.
    - ***Point d'attention :*** *qualification du mali à discuter avec le commissaire aux comptes.*



McDermott
Will & Schulte

DES QUESTIONS ?