

FINANCEMENT DE LBO PAR LES INSTRUMENTS FINANCIERS ISLAMIQUES

Bensaïde Mohamed

Professeur en sciences économiques

Université Djillali liabés, sidi bel Abbés,
Alger

Menhoum Belkacem

Magister en finance internationale,
étudiant 3^{em} année doctorat en finance
islamique.

Université Djillali liabés, sidi bel Abbés,
Alger

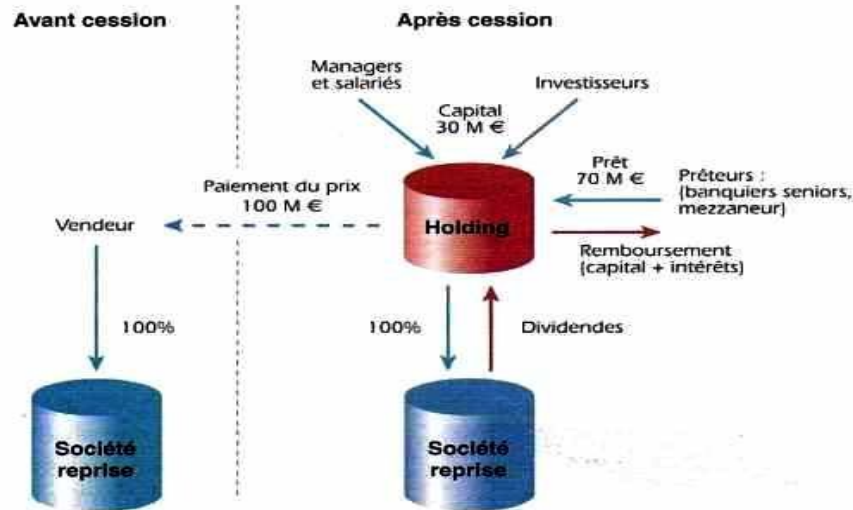
L'industrie financière sont considérés comme des ingrédients différents: les marchés, les lois, les outils, les institutions Son objectif est de maximiser la valeur ajoutée et de trouver des solutions financières pour survivre et se développer, en réponse De l'évolution de l'activité économique qu'elle exerce son environnement, un environnement dynamique Variable, résultant en une moderne formules de financement de l'innovation comprennent: acquisition par emprunt (LBO).

Compte tenu de la grande importance de la technologie LBO dans l'achat d'entreprises d'une part, et la croissance de la finance islamique honorable d'autre part par des instruments financiers et la baisse de la croissance de la finance traditionnelle d'un tiers et donc le problème de cette recherche peut être formulé comme suit: " est-il possible financer la technologie de LBO par les instruments financiers islamiques ? "

1 - Cadre général du LBO :

1-1- Définition : Le LBO n'est pas un mode particulier d'acquisition d'une société. En réalité, toute opération par laquelle un repreneur cherche à prendre le contrôle d'une société repose sur un montage de ce type. cette technique pourrait être définie comme suit :opération par laquelle une ou plusieurs personnes prennent, par l'intermédiaire d'une ou de plusieurs holdings le contrôle d'une société ayant une activité industrielle ou commerciale (la cible), en finançant la plus grande partie de cette acquisition par un emprunt, lequel est ensuite remboursé grâce aux remontées de trésorerie provenant de la cible.Par conséquent, si l'on estime que l'investissement sera susceptible de générer des flux de cash (les « cash-flows ») suffisants pour rembourser le coût d'utilisation des fonds nécessaires à l'acquisition de la cible, alors on est en plein dans une logique dite d'effet levier : l'emprunt est utilisé comme un

levier pour rentabiliser l'investissement d'acquisition¹. Par exemple, une société de valeur de 100 M€ est reprise grâce à 30 M€ de capital apportés par les investisseurs, les managers et les salariés (capital pur, prêt d'actionnaire...) et grâce à 70 M€ de dette apportés par les banquiers. Le schéma suivant résume le mécanisme du LBO :



Source : E. Philippon et X. Thoumieux, Le capital " risqué " dans la reprise de société en LBO, magazine N°573 Mars 2002. sur le site : www.lajauneetlarouge.com.

1 – 2 - Les variantes du LBO :

1 – 2 – 1 - MBO (Leverage Management Buy Out) : lorsqu'il est mis en place en s'appuyant sur l'équipe dirigeante on l'appelle (Leveraged) Management Buy-Out : (L) MBO, et avec tout ou partie des salariés, rachat de l'entreprise par les salariés (RES).

1 – 2 – 2 - MBI (Leverage Management Buy In) : si des cadres extérieurs sont associés à l'opération (autrement dit, lorsque l'investisseur financier met pour partie en place une nouvelle équipe de management ce sera en anglais un Management Buy-In, MBI (si toute l'équipe de management est renouvelée)².

1 – 2 – 3 – BIMBO (Buy In Management Buy Out) : Le BIMBO est le rachat d'une société par un dirigeant reprenneur, en association avec le vendeur ou les principaux cadres de l'entreprise.

1 – 2 – 4 – LBU (Leverage Build Up) : Le LBU consiste à racheter une première entreprise qui sert ensuite de plateforme pour l'acquisition d'autres sociétés, en vue de constituer au bout du processus un groupe, par effet de levier.

¹ -Nicolas BOSCHIN, Le guide pratique du LBO, *Racheter une entreprise grâce à l'effet de levier* 2e édition revue, mise à jour et complétée, Groupe Eyrolles, 2009, p 2.

² -Les LBO Dossier: da342090_3b2_Finance2017 Document: Sct006_DALLOZ_FINANCE_2013 Date: 11/7/2016 11h32 Page 1015/271.

1 – 2 – 5 - OBO (Owner Buy Out) : Rachat d'une entreprise par une holding détenue conjointement par le dirigeant actionnaire actuel de la cible et des partenaires, en général financiers. Ce modèle, moins courant fera l'objet de l'ensemble de notre étude¹.

1 -3 - Les trois leviers du LBO :

1 – 3 – 1 –Le levier juridique : Fondamentalement, le levier juridique s'explique par le fait que l'on détienne le contrôle de la cible avec seulement 50% plus une voix des titres de la holding. Le raisonnement est démultiplié si l'on met en place une cascade de holdings, dont on ne détient à chaque fois que 50% plus une voix, soit la majorité simple. Ainsi si l'on superpose trois holdings, on détient le contrôle de la cible avec seulement 6,75% de la valeur de la cible².

1 – 3 – 2 - Le levier financier : On reprend ici la théorie financière classique selon laquelle lorsque la rentabilité d'un investissement est supérieure au coût de son financement, il y a création de valeur. Concrètement, si la rentabilité économique de l'entreprise, mesurée par le rapport entre son résultat d'exploitation et les capitaux investis, est supérieure au taux d'intérêt des emprunts après impôt, le financement de l'entreprise par endettement crée de la valeur pour l'actionnaire³ :

ROE = (ROCE + (ROCE - i) x (D/FP)) x (1 - t) avec ROE : rentabilité des fonds propres (Return on Equity) ROCE : Rentabilité économique (Return on Capital Employed).

D : dette.

FP : fonds propres.

t : le taux d'imposition

i : taux d'intérêt de la dette.

1 – 3 – 3 - Le levier fiscal : Dans la mesure où la holding va fortement s'endetter pour acquérir la cible, elle sera systématiquement déficitaire en raison des charges financières liées à l'emprunt d'acquisition particulièrement lourdes. L'option pour le régime d'intégration fiscale permettra d'imputer le bénéfice de la cible sur le déficit fiscal de la holding⁴.

¹ - Anthony Seghers, Synthèse sur la structuration d'un LBO (Leverage Buy Out) 2007 Mémoire online, p 19.

² - Anthony Seghers op.cit p16.

³ - Anthony Seghers op.cit p 13 – 14.

⁴ - Nicolas BOSCHIN op. cit p 6 – 7.

1 – 4 – les avantages et les contraintes d'une telle opération du LBO pour les dirigeants :

les avantages	Les contraintes
1 -Autonomie de gestion des managers. 2- Poursuite de la stratégie de développement de la société. 3- Entrée au capital à des conditions avantageuses via l'effet de levier. 4- Moindre sensibilité aux évolutions à court terme des marchés et de l'environnement général.	1- les managers et les salariés doivent investir de façon significative au regard de leurs moyens. 2- il existe un devoir d'information envers les investisseurs actionnaires et les banquiers 3- la nécessité de sortie des investisseurs à moyen terme. 4- cadre juridique et financier assez formel qui protège les intérêts des actionnaires.

Source : E. Philippon et X.Thoumieux, Le capital “ risqué ” dans la reprise de société en LBO, magazine N°573 Mars 2002.sur le site : www.lajauneetlarouge.com.

2 –La finance islamique :

2 – 1 – définition :¹ Les définitions de la finance islamique varient des très restreintes (opérations de financement sans intérêt bancaire) aux très généralisées (les opérations financières effectuées par les musulmans). La finance islamique pourrait être définie comme étant des services financiers et opérations de financement principalement mis en oeuvre pour se conformer aux principes de la Charia.

2 – 2 - les instruments de la finance islamique :

2 – 2 – 1 – Moudaraba : La Moudaraba est l'un des principaux produits financiers islamiques. Elle se présente comme un contrat à long terme, conclu entre un propriétaire du capital (appelé en arabe :Rabb el mal) et un entrepreneur qui assure l'utilisation correcte du capital (appelé en arabe :Moudareb, L'idée principale du contrat Moudaraba se résume dans l'obligation de partager le capital financier de Rabb el mal et le capital humain du Moudareb².

2 – 2 – 2 -Moucharaka : La Moucharaka est un contrat par l'intermédiaire duquel deux parties (ou plus) associent leur capital dans une entreprise commerciale ou un autre projet financier. Les profits obtenus seront répartis entre elles selon des proportions déterminées d'un commun accord dès le moment où le contrat prend effet, et les pertes seront supportées par chaque partie à hauteur de son investissement.

2 – 2 – 3 – Mourabaha : La Mourabaha est un contrat d'achat et de revente dans lequel la banque achète à un fournisseur un bien corporel à la demande de son client,

¹ - ABDELMALEK Fatima, La place de la finance islamique dans le financement des petites et moyennes entreprises en Algérie, Mémoire de MAGISTERE en Sciences Economiques, Université Tlemcen Alger 2011 / 2012 p 81.

² - Boukacem Amel, L'image de la finance islamique auprès des parties prenantes en Algérie: mesure et analyse des points de vue, Thèse du doctorat en Sciences Economiques Université Abou Bekr Belkaid – Tlemcen, 2013 / 2014 p 40 – 41.

auquel elle revend le bien avec une marge bénéficiaire. La banque achète le bien puis le revend au client par traites selon un prix ouvertement publié, entraînant des coûts et un profit administratif. L'opération de crédit n'est qu'un accessoire à l'opération commerciale¹.

2 – 2 – 4 -Ijara :Le contrat d'Ijara est connu aussi sous le nom « Taajir ». L'Ijara se présente comme « un contrat de location d'un bien comprenant une possibilité de transfert de la propriété de ce bien au profit du locataire.²

2 – 2 - 5 –Salam : Le contrat Salam est une forme de préfinancement de l'activité de l'entreprise. A travers ce contrat la banque s'engage à livrer la marchandise à son client, à une date future bien déterminée. A la livraison, la banque mandate son client pour vendre la marchandise au prix d'achat augmenté d'une marge bénéficiaire³.

2 – 2 - 6 -Istisna :L'Istisna'a se présente comme « un contrat d'entreprise en vertu duquel une partie (« le moustani'i » : la banque) demande à une autre (« le sani'i » : l'entrepreneur) de lui fabriquer ou de lui construire un ouvrage moyennant une rémunération payable d'avance ou à terme ou de manière fractionnée selon un échéancier convenu entre les parties⁴.

3 - les premières séries de financement par LBO conformes à la Chari'a :⁵

Herbert Smith a récemment mis en place les premières séries de (LBO) compatibles avec la Chari'a.

Le Groupe Finance Islamique Monde a ainsi conseillé les prêteurs senior et mezzanine dans le cadre de l'acquisition par Seera Bank de BWA Water Additives, une société leader dans les solutions de traitement des eaux. Cette transaction impliquait la mise en place de financements senior et mezzanine au titre de différentes Mourabaha sur matières premières. Les financements senior comprenaient quatre tranches et un crédit d'exploitation classique dans un financement avec effet de levier conventionnel, mais structurés de manière à être conformes aux exigences de la Chari'a.

La convention inter créanciers a soulevé de nombreuses problématiques au regard de la compatibilité par rapport à la Chari'a qui ont nécessité des solutions innovantes, notamment en ce qui concerne la subordination de la dette mezzanine à la dette senior.

Un montage similaire, basé sur une structure de Mourabaha, a été utilisé dans le cadre des LBO sur Downhole Products par Arcapita, Inc et Motherwell Bridge par Kuwait Finance House, dont les prêteurs senior ont également été conseillés par notre Groupe Finance Islamique Monde.

¹ - ABDELMALEK Fatima, op. cit p 93-97.

² - Boukacem Amel, op. cit p 54.

³ - ABDELMALEK Fatima, op. cit p101.

⁴ - Boukacem Amel, op. cit,p57.

⁵ - Herbert Smith LLP Guide de la finance islamique, 2009 p 20.

L'utilisation des financements Mourabaha dans le cadre de financements avec effet de levier est un phénomène nouveau au Royaume-Uni, et dont on peut sans doute prédire un développement prochain en France. Les trois financements par levier mentionnés ci-dessus sont particulièrement innovants en ce qu'ils ont impliqué des financements compatibles avec la Chari'a mis en place par des banques anglaises en vue de l'acquisition de sociétés cibles anglaises.

Ces transactions révèlent qu'un grand nombre d'investisseurs islamiques sont de plus en plus intéressés par l'acquisition de sociétés ou d'actifs européens et sont également disposés à faire appel au marché de la dette locale. Les banques européennes recherchent, en ce qui les concerne, à mettre en place des transactions attractives pour les banques et investisseurs islamiques, qui disposent actuellement de réserves de liquidités plus importantes que les acteurs européens.

Le schéma suivant résume le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou Leveraged Buy-Out en anglais (LBO) par des instruments financiers islamiques¹.

A la fin de cette étude, nous avons trouvé qu'il pouvait être financé le rachat de l'entreprise par effet de levier, ou Leveraged Buy-Out en anglais (LBO) par des instruments financiers islamiques basé sur une structure de Mourabaha.

¹ - Herbert Smith LLP, Guide de la finance islamique, 2009, p 20.

