Edition spéciale
Salon des Entrepreneurs - Juin 2010

*"Ne tirez pas sur les LBO...
ils peuvent encore servir !"*

DU BON USAGE DES LBO

*Ouvrage réalisé par la Commission Transmission d'Entreprises
de Lyon Place Financière et Tertiaire.*

LYON PLACE FINANCIERE & TERTIAIRE

> **LYON PLACE FINANCIERE ET TERTIAIRE** est l'association qui fédère les acteurs économiques de Rhône-Alpes pour le développement des entreprises de Rhône-Alpes et la promotion des compétences régionales liées à leur financement. Financiers, conseils, entreprises, universitaires, institutions y croisent leur réflexions et sont à l'initiative de nombreux travaux.

> Sommaire

Page 5 > Editorial

Page 6 > Introduction

Page 9 > Avant - propos

Page 17 > 1 - L'environnement patrimonial de la transmission d'entreprise

Page 25 > 2 - La place des chiffres dans un montage LBO

Page 35 > 3 - Le financement structuré

Page 43 > 4 - Le management package ou plan d'intéressement

Page 47 > 5 - La gestion des LBO en période de crise

Page 57 > 6 - Les solutions managériales dans le cadre d'un LBO en crise

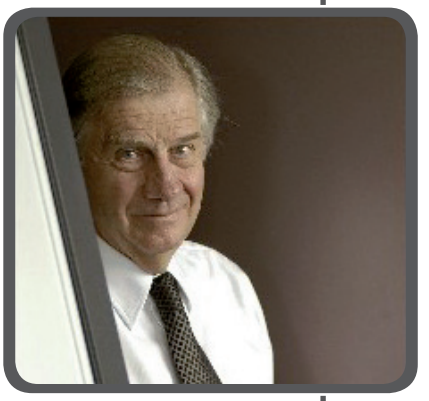
Page 67 > Conclusion

Page 68 > Glossaire*

Page 71 > Contributeurs

* Nous avons pris le parti d'utiliser le vocabulaire couramment employé par les professionnels, avec de nombreux emprunts à l'anglais. Le glossaire précise leur signification.

> Editorial



L'idée de cet ouvrage s'est imposée au fil des conférences que nous avons organisées entre 2008 et 2010 sur le thème des LBO. Elles ont rencontré un vrai succès auprès des membres de la place financière que nous regroupons. Assurément, le sujet était très attendu, parce que controversé dans ses pratiques et probablement aussi parce qu'assez technique.

Aujourd'hui, la controverse semble s'être apaisée : les impacts de la crise ont eu le mérite à tout le moins de pointer les excès de certains montages et de faire ressurgir des pratiques plus raisonnables.

Quant aux aspects techniques, ils méritent toujours d'être expliqués à travers la présentation des bonnes pratiques : c'est aussi l'objectif de cet ouvrage.

Notre ambition est donc double : enrichir le débat sur les LBO –je vous invite particulièrement à lire l'avant-propos !- et permettre aux entrepreneurs d'avoir des clés pour comprendre ces mécanismes. Car, nous pensons que

« Oui, les LBO peuvent encore servir ! »

Je remercie très particulièrement Eddy BLOY, Florence HAHNLEN et Bertrand MANET dont l'implication dans la commission Transmission d'Entreprises a enclenché la forte mobilisation de nos adhérents sur ces travaux. Merci à tous les contributeurs, membres actifs de cette commission.

Cette première édition est présentée en avant-première au Salon des Entrepreneurs, grâce à nos partenaires, dont je salue la présence à la conférence plénière sur le financement de la transmission.

Marcel DERUY
Président

PS : Une deuxième édition, complétée, paraîtra en septembre 2010.

> Introduction

Après plusieurs années consacrées à des réflexions et recherches concernant la transmission de la petite entreprise fondées notamment sur plusieurs enquêtes qui ont fait l'objet d'une large communication aux membres de la communauté financière régionale, la commission transmission d'entreprises de LPFT a jugé utile de réorienter ses préoccupations sur les opérations dites LBO.

Plusieurs raisons ont motivé ce choix :

1. Il est apparu, suite à nos tables rondes annuelles sur la situation et l'évolution des LBO, qu'il y avait une véritable appétence pour ce sujet de la part des acteurs financiers régionaux.
2. Il nous a également semblé nécessaire de nous intéresser aux opérations de transmission portant sur des tailles d'entreprises plus importantes que celles qui avaient retenu notre attention jusqu'alors dans la mesure où la région est véritablement dotée de compétences financières permettant d'instruire et de mener à bien des « deals » d'envergure significative.
3. Enfin, les LBO comme beaucoup d'autres opérations financières, ont pâti de la crise, que ce soit dans le cœur même de leur logique de fonctionnement ou que ce soit dans leur image qui n'a pas manqué d'être atteinte par l'opprobre qui a frappé un certain nombre de comportements observés avant et pendant la période tourmentée qui est la nôtre maintenant. A ce propos, on pourra se reporter aux encadrés illustrant certaines réactions contestant la légitimité des LBO.

Cet ensemble d'arguments et singulièrement le dernier, nous a incité à nous interroger sur les évolutions récentes des opérations et à tenter de définir des pratiques observables ou souhaitables.
Pour ce faire, la Commission, coprésidée par Bertrand Manet et Eddy Bloy, a organisé en 2008, 2009 et 2010 un cycle de tables rondes sur les opérations de LBO. Ces tables rondes animées par Bertrand Manet, ont réuni à chaque fois un public nombreux confirmant l'intérêt soutenu porté aux thèmes de réflexion choisis par notre Commission.

Les sujets évoqués ont été les suivants :

- Les financements structurés (9 décembre 2008),
- L'environnement patrimonial de la transmission (8 avril 2009),

- Gérer les LBO en temps de crise : témoignage et propositions (27 mai 2009),
- Le management package (20 octobre 2009),
- La place des chiffres dans les LBO : quelles sont les bonnes pratiques en matière de Business Plan et d'évaluation ? (2 février 2010),
- LBO et management : comment gérer les transitions et les turbulences (28 avril 2010).

Nous avons pensé que les informations offertes par les professionnels qui nous ont consacré une partie de leur temps et les échanges qui s'en sont suivis méritaient d'être pérennisés sous une forme qui les rend accessibles au plus grand nombre. On trouvera en annexe les noms des intervenants et nous rappellerons que les présentations ayant servi de support aux tables rondes sont disponibles sur le site Lyon Place Financière et Tertiaire : http://www.lyon-finance.org.
Nous proposons ici une synthèse des réflexions et débats qui ont été reçus au cours de ces moments d'échanges, ce qui implique à la fois une certaine fidélité aux paroles prononcées mais également une prise de recul permettant de dégager des tendances lourdes, s'il s'en présente, et des préconisations simples débouchant, nous l'espérons, sur des pratiques pertinentes.

Le déroulement chronologique des thèmes n'a pas été a priori conçu pour obéir à une logique préétablie. Nous proposons donc au lecteur un fil directeur qui nous a paru propre à conduire la réflexion et qui, d'ailleurs, peut partiellement se superposer au déroulement temporel de nos séances.
Après un avant-propos qui tentera fort modestement de replacer les opérations de LBO dans le contexte économique et financier des récentes années, nous adopterons la démarche suivante :

1. Nous commencerons par l'environnement patrimonial de la transmission. En effet, cette préoccupation est à la fois en amont de l'opération elle-même (il faut préparer sa transmission) et en aval de celle-ci (Il faut optimiser les fruits de l'opération sur le plan patrimonial). Nous avons donc décidé de présenter en totalité ce champ de réflexion tout au début de cette brochure.
2. Puis notre présentation continuera par la dernière table ronde car selon nous c'est le corpus technique qui se situe le plus en amont dans le déroulé des opérations relativement aux autres thèmes traités.
3. Nous aborderons alors la partie financement de l'opération en présentant la problématique des financements structurés.
4. Puis viendra l'exposé sur le management package ou plan d'intéressement.
5. Enfin nous terminerons par la question d'une brûlante actualité qui est la gestion des LBO en crise.

> Avant-Propos

Nous dresserons d'abord un rapide état des lieux des LBO en prenant en compte la situation des derniers mois, puis, par-delà les chiffres, nous mettrons en regard à la fois les représentations dont ces opérations font l'objet et la réalité des comportements, telles qu'elles apparaissent lors de cette période de crise.

Une année 2009 marquée par une forte régression d'activité ...comme prévu.

Avant d'aller plus loin dans l'analyse de quelques chiffres, il faut faire quelques remarques sur les résultats qui appuieront nos réflexions. Il existe une abondance de chiffres sur l'activité des LBO. Pour autant, toutes ces données ne présentent pas des gages de fiabilité parfaite dans la mesure où leur champ de pertinence et les concepts sur lesquelles elles s'appuient ne sont pas toujours définis. Parmi les plus solides, celles de l'AFIC doivent être mises en avant mais elles ne recouvrent que l'activité des adhérents de l'association. Cela signifie que tout un pan de l'activité des LBO n'est pas cernée par ces données et notamment ce qui recouvre la part portant sur de petites, voire très petites opérations, pas plus d'ailleurs que les opérations qui se concluent exclusivement entre industriels. Dans ce contexte, nous présenterons des informations qui nous semblent non contestables dans la mesure où elles sont un bon reflet de la situation du moment, sans chercher à en extraire des interprétations dont le sens pourrait toujours être contesté. Enfin, pour terminer, nos remarques concerneront aussi bien le cas français que le contexte européen ou mondial, tant il est vrai que dans ce type d'opérations comme dans d'autres, les interdépendances géographiques sont fortes.

Dans le contexte français, il n'est pas inutile, avant d'aborder 2009, de dire quelques mots sur l'année 2008. Cette dernière, selon les aspects auxquels on s'attache, conduit à des jugements contrastés.
Selon l'AFIC [1], s'agissant des levées de fonds à destination des LBO, elle a constitué une année record (+32% avec 9 milliards d'euros de levée de fonds à destination de ce type d'opération). En revanche **les fonds investis dans les LBO par les adhérents de l'AFIC passent de 10,3 milliards d'euros en 2007 à 7,4 milliards d'euros en 2008. Il est donc clair que la crise atteint le secteur dès 2008.** L'AFIC n'est pas en mesure, on le comprend, de fournir les chiffres pour l'ensemble de l'année 2009, mais a fourni les états relatifs au premier semestre 2009. Si l'on regarde le montant des levées de fonds à destination des LBO, les chiffres sont évidemment accablants puisque leur montant s'effondre à 229 millions d'euros au premier semestre 2009, soit une régression de 97% par rapport au semestre de l'année précédente. Les montants investis pour les mêmes périodes passent de 7 304 à 1 339 millions d'euros. Cette régression n'est pas propre à la France.
En Europe, l'année 2008 a enregistré un fort recul de l'activité. Il est difficile d'avoir des chiffres précis car ceux-ci varient selon les sources, mais **un effondrement de l'ordre de 60% du volume investi paraît vraisemblable.** Le premier trimestre 2009 a également été catastrophique avec 2 milliards d'euros de transactions et après une reprise aux deuxième et troisième trimestres, le dernier s'est terminé sur un constat morose de 9 milliards d'euros soit un chiffre un peu inférieur à celui du troisième trimestre. Les grosses opérations sont toujours extrêmement rares et le marché est soutenu par des opérations portant sur des montants inférieurs à 100 millions d'euros.

[1] *AFIC : Association Française des Investisseurs en Capital*

Des performances qui régressent en raison de la baisse du prix des actifs.

Il est d'usage dans la profession de mesurer la performance de l'activité à partir de son taux de rentabilité interne (TRI). Ce taux est celui qui permet l'égalisation de la valeur des montants investis et de la somme actualisée des flux de trésorerie générés par l'investissement. Sans rentrer dans des détails techniques, on perçoit intuitivement que le niveau de ce taux va dépendre :
du niveau des flux de revenus, ceux-ci étant de deux ordres, les dividendes d'une part et les plus-values d'autre part de la période sur laquelle s'est déroulée l'opération.

On comprend bien que l'essentiel de la performance va dépendre du niveau de la plus value réalisée au moment du dénouement de l'opération. Cela étant dit, comme on produit chaque année une mesure du TRI, on est amené à prendre en compte non pas une plus value (ou une moins value) réalisée mais simplement une plus ou moins value potentielle dans la mesure où le prix de sortie pris en compte pour effectuer le calcul n'aura qu'un caractère virtuel. Il est fondé dans la plupart des cas, s'agissant des professionnels du capital risque, sur des comparaisons portant sur des transactions similaires ou sur des multiples boursiers relatifs à des activités identiques à celles que l'on veut valoriser.
Par ailleurs, on imagine bien que la période de référence va fortement influencer la performance. Ainsi, l'achat d'une société en 2007 qui se sera faite sur la base d'une forte valorisation, a toutes les chances de se solder fin 2009 par un TRI négatif en raison de la baisse de valeur des titres par rapport à leur valeur d'achat. Mais, à l'horizon 2012 ou 2013, il se peut fort bien, que selon l'évolution de la société et de l'économie en général, le TRI de cette opération soit redevenu largement positif. Il faut donc bien comprendre la portée de cet indicateur.

Le rapport de l'AFIC sur la performance 2008 des LBO publié en juillet 2009 met en évidence un net recul du TRI. En effet, ce dernier qui était de 20,6% en 2007 est passé à 17,9% en 2008. Cette performance est calculée sur la base des dix dernières années. Le recul est net mais la performance encore tout à fait gratifiante sous réserve des remarques que nous avons faites précédemment quant à l'interprétation qu'il convient d'en donner.
Au demeurant, pour bien montrer la sensibilité de ce type d'indicateur à différents paramètres, nous avons repris certaines informations figurant dans un article des Echos du 9 décembre 2009 fondées sur des chiffres fournis par le bureau d'analyse PREQUIN. L'étude de 4 900 fonds dans le monde au cours de l'année 2009 montre que le TRI fin juin mettait en évidence un niveau pour les LBO de -28% calculé sur les douze derniers mois, mais ce même indicateur déterminé sur plusieurs années affichait +25%. On voit donc qu'un recul important de la performance sur un an peut masquer un résultat tout à fait remarquable sur une durée plus longue.
Pour conclure ces réflexions sur les performances, on peut signaler que les régressions enregistrées en 2008 et 2009 sont clairement liées à une nette baisse des prix des entreprises. Un article des Echos du 30 septembre 2009, sous la plume de Caroline Lechantre, reproduit un graphique d'ARGOS SODITIC montrant que le rapport Valeur d'entreprise/EBITDA qui était un peu inférieur à 7 pour les PME de la zone euro en décembre 2004, s'est maintenu à 9 de juin 2006 à juin 2007 pour finalement se retrouver à 6,2 en juin 2009. A la lumière de cette évolution, on comprend mieux l'évolution des TRI. Il va de soi

qu'un redressement de ce rapport aura instantanément un impact sur le redressement de la performance des LBO.
En revanche une question corrélative mérite d'être posée : la détérioration moyenne de la performance de ce type d'opération ne cache-t-elle pas des dysfonctionnements plus importants tels qu'une augmentation significative des défaillances d'entreprises accompagnées ?

La crise a eu un impact certain sur les bris de covenants, mais globalement les entreprises ont plutôt bien résisté jusqu'à maintenant.

Selon une enquête d'Opinion Way menée pour le compte de l'AFIC, **22,8% des entreprises sous LBO n'ont pas pu respecter leurs covenants financiers.** Le champ de l'enquête couvre 968 sociétés sous LBO cumulant 73% du total des montants investis sur la période 2003-2008. Mais un « bris » de covenants, comme nous le verrons dans le cadre des développements consacrés à la gestion d'un LBO en période de crise, n'implique nullement une défaillance d'entreprise, ni même une impossibilité de rembourser l'échéance. Sur les 220 entreprises qui n'ont pas respecté les covenants, 135 n'ont pas respecté l'échéance, soit seulement 14% du total de l'échantillon. Sur les 135 entreprises concernées, **seules 17 se sont trouvées sans solution et in fine 14 ont déposé le bilan, soit 1,4% du total de l'échantillon,** ce qui est à peu près la situation de l'ensemble des entreprises françaises. Autrement dit, si ces entreprises ont des sensibilités financières particulières en raison de contraintes de gestion spécifiques, elles n'apparaissent pas moins résistantes que les autres. Mais par delà les faits, on peut se poser la question de l'impact de la crise sur l'image des opérations de LBO.

Le modèle LBO résiste t-il à la crise ?

Par nature **la logique d'une opération LBO porte en elle-même les germes de sa propre critique.** En effet, ce montage financier revient indirectement à endetter la société acquise pour financer son propre rachat. Dans ces conditions, il est aisé de considérer qu'il s'agit d'une dette improductive qui pénalise l'équilibre financier de la société achetée et la rend plus vulnérable aux aléas de la vie économique et aux maladresses de gestion. Cette représentation du LBO limitée au seul aspect financier de l'opération conduit facilement aux autres mises en cause couramment avancées. Nous les énumérons rapidement sans d'ailleurs vouloir être exhaustif :

- le LBO privilégie les intérêts court termistes des actionnaires aux dépens d'une stratégie industrielle à long terme,
- le LBO participe à la destruction de l'emploi dans la mesure où ce dernier est une des variables d'ajustement à la disposition des opérateurs pour optimiser leur rentabilité,
- le LBO est à l'origine d'attitudes spéculatives qui concourent à la formation de bulles financières dont l'éclatement produit des ravages.

Tels sont les maux les plus courants dont on accable cette activité. (Articles ci-après)

LBO : L'infection se propage

En France, plus de 500 000 personnes sont atteintes de cette maladie d'origine anglo-saxonne appelée LBO (Leverage Buy Out) et l'on nous prévoit une forte augmentation de ce nombre dans les dix ans !
Votre famille, vos amis, vos voisins sont peut-être contaminés sans le savoir !

Vous-même n'êtes pas à l'abri de cette infection…
Le COLLECTIF LBO, mini-laboratoire basé en région parisienne, en connaît bien les symptômes et cherche, malgré des moyens limités et un black-out des autorités, à en éradiquer les effets et à concevoir des remèdes appropriés.
Depuis plus de 8 mois, le COLLECTIF LBO étudie sans relâche les cas les plus sévères, révélés notamment dans des grandes ou des moyennes entreprises comme CEGELEC, TDF, SOURIAU, EUROFARAD, PICARD, BANANIA, PRINTEMPS, etc.
Malgré les formes multiples de ce mal mutagène (LMBO, BIMBO, LBI, MBO, etc.), de nets progrès ont été enregistrés dans la recherche d'un antidote, puisque désormais son origine est connue : il s'agit du libéralisme, exacerbé par la mise sous tutelle des financiers pilleurs de l'économie et aggravé par la mondialisation des échanges.
Les vies brisées par le chômage massif, l'économie pillée par l'emprise des financiers, la démocratie déstabilisée par le pouvoir de l'argent : telles sont les conséquences apparentes du mal qui ronge notre pays.

Le LBO en est l'un des vecteurs les plus virulents.
A l'intérieur des entreprises, il reste toutefois des personnes volontaires capables de dispenser les premiers soins : les représentants du personnel (délégués syndicaux, délégués du personnel, élus du comité d'entreprise, du CHSCT). Ils pourront trouver le remède adéquat grâce au COLLECTIF LBO.
Pour poursuivre ses études et découvrir les vaccins, le COLLECTIF LBO compte sur chacun d'entre vous.

Le temps presse…
Vous pouvez faire le petit geste qui sauve !
Vous trouverez ci-après une liste de sociétés faisant ou ayant fait l'objet d'un LBO ; si vous connaissez des proches (parents, amis, voisins) qui y travaillent, transmettez-leur cet appel et contactez le COLLECTIF LBO à l'adresse suivante : infos@collectif-lbo.org
Si certaines de ces sociétés sont près de chez vous, informez au plus vite les autorités réglementaires (inspection du travail, médecine du travail) ainsi que les dirigeants de ces entreprises. Des courriers-types seront bientôt mis en ligne sur le site du COLLECTIF LBO à l'adresse suivante: www.collectif-lbo.org mais vous pouvez d'ores et déjà nous contacter si vous souhaitez plus d'informations sur le sujet.

Toutes les vies sont précieuses : ne les gâchons pas !

COLLECTIF LBO : « S'attaquer aux causes des problèmes économiques d'aujourd'hui »

Eric Albert* : " Il est grand temps d'intégrer la contrainte sociale et managériale dans les LBO "

Le LBO est ce mécanisme financier qui permet à quelques actionnaires d'acquérir une entreprise en s'endettant et en remboursant avec les bénéfices futurs de l'entreprise rachetée. On savait déjà que c'est une façon de capter toute la valeur au profit de quelques uns (investisseurs et banquiers) puisque les bénéfices sont à l'avance intégralement affectés au service de la dette, qui ne sert donc pas au développement de l'entreprise. Ces actionnaires revendent à terme la société trois à quatre fois sa valeur initiale.

Plus de licenciements

Il apparaît, en cette période de crise, que cette pratique est aussi délétère sur le plan social : ces entreprises sur-endettées obligées de rembourser, licencient beaucoup plus que les autres. En développant une pratique de financement qui ne vise qu'à enrichir quelques personnes physiques et quelques fonds, basée sur une hypothèse de croissance, on a mis en situation de risque de très nombreux emplois. Car, il est évident qu'une entreprise qui n'est pas endettée, même dans une conjoncture difficile, cherche à " tenir " le plus longtemps possible, en particulier sur le plan de l'emploi. De plus, le risque financier principal est pris in fine par les banques, dont on sait maintenant qu'elles ne feront pas faillite car soutenues par les Etats avec l'argent du contribuable.

Construisez votre mobilité!

Les conséquences managériales sont claires : perte de sens (si ce n'est celui unique d'enrichir son actionnaire à tout prix), décrédibilisation du discours des dirigeants toujours suspects de servir leur intérêt propre aux dépens de celui de l'entreprise, incapacité à projeter l'entreprise dans un moyen terme puisque tous les efforts sont concentrés sur les résultats à court terme.
Sur le plan managérial, un LBO n'est rien d'autre qu'une alliance d'intérêts convergents immédiats qui peut se déliter à tout moment. Le meilleur conseil à donner aux équipes d'entreprises sous LBO est de ne pas attendre leur licenciement mais plutôt de construire leur mobilité !

Illusion déçue

La seule attitude rationnelle est d'être dans un strict donnant/donnant dans le présent sans rien attendre de bon du futur. Les réactions violentes que l'on a pu voir résultent souvent d'une illusion déçue nourrie par un discours managérial factice. Pire encore, ces exemples caricaturaux alimentent tous ceux qui rêvent de transformer l'entreprise en lieu de confrontation idéologique. Il est grand temps d'obliger ces montages financiers à intégrer la contrainte sociale et managériale : ils deviendraient probablement moins attrayants.

Eric Albert

**Psychiatre, spécialiste du stress au travail, associé gérant de l'IFAS, Institut français d'Action sur le Stress.*

Il serait tout aussi vain de rejeter en bloc toutes ces accusations que de les prendre pour argent comptant. Il nous semble infiniment plus productif de nous demander quelles sont les sources de légitimité des LBO. Il est aisé de montrer que le montage financier n'est qu'une partie de la réalité de ces opérations et qu'en lui-même, il n'est pas véritablement créateur de valeur pour l'actionnaire contrairement à une idée fortement répandue. La création de valeur d'un LBO réside dans l'aptitude des acteurs opérationnels, à savoir les managers, leurs conseils et d'une certaine façon, les investisseurs, à augmenter la performance réelle de l'entreprise acquise. Le LBO trouve sa légitimité dans ce processus de recréation dynamique d'une entreprise existante. Si ce projet aboutit et si la stratégie mise en œuvre s'inscrit dans le temps, alors le LBO a toute sa légitimité économique et le montage financier n'est que la condition permissive qui permet de le mettre en œuvre en économisant la ressource rare qu'est le capital.
On peut regretter que les années qui ont précédé et d'une certaine façon préparé la crise, aient manifesté des dérives dans le domaine du LBO, en donnant lieu à des achats de sociétés à des prix sans relation avec leur réalité économique et en finançant ces acquisitions avec des niveaux d'endettement largement excessifs. Mais ces abus, s'ils doivent être stigmatisés, ne doivent pas pour autant masquer l'utilité de ces montages pour assurer la pérennité d'une partie du tissu de l'appareil productif.

L'observation des faits sur les périodes récentes montre que :

- Les entreprises sous LBO ont pour l'instant plutôt bien résisté à la crise,
- Les opérateurs ont assuré dans la plupart des cas leur devoir économique de portage du projet y compris dans les moments difficiles.

Ceci semble témoigner que les logiques économiques qui ont sous-tendu les dossiers reposaient sur des bases saines, légitimant ainsi la mise en place du montage.

Qu'en sera-t-il des deux années à venir ? Il est évidemment bien tôt pour se prononcer. L'actualité économique semble témoigner d'une certaine reprise dans le champ des opérations à effet de levier. Par ailleurs, le niveau important des fonds disponibles laisse augurer qu'une embellie significative de l'économie pourrait relancer vigoureusement ce type d'activité, y compris dans ses dérives les plus exacerbées. Nous souhaitons que les modestes développements qui suivent servent de support à des réflexions qui nous permettront tous de faire reposer la transmission d'entreprises sur des bases solides et saines en nous gardant des abus dont la nocivité n'est plus à démontrer tant au niveau micro que macro économique.

Chapitre I

> L'environnement patrimonial de la transmission d'entreprises

La transmission d'une entreprise représente une rupture importante, à la fois pour elle-même et également pour son dirigeant. Laisser une entreprise aux seules contingences de la transmission successorale peut se révéler une négligence redoutable :

- D'abord parce que les héritiers vont se trouver investis du pouvoir sans nécessairement avoir bénéficié d'une préparation préalable. Dans l'hypothèse où ils souhaitent vendre l'entreprise cette opération risque d'être menée dans de mauvaises conditions, qu'il s'agisse de la valorisation du patrimoine reçu ou de celui de sa gestion faute d'avoir eu le temps ou les compétences pour trouver le repreneur le plus adapté. Dans tous les cas, poursuite de la gestion par des héritiers mal préparés ou par un repreneur peu adéquat, la pérennité de l'entreprise est mise en cause,
- Ensuite, l'absence de préparation de la transmission aura un coût fiscal qui risque d'être extrêmement élevé, qu'il s'agisse de la fiscalité propre à l'opération de transmission elle-même ou bien de la fiscalité qui grèvera les revenus produits par le capital ainsi obtenu.

L'entreprise est un actif dont il convient d'assurer la survie et de valoriser au mieux dans l'intérêt du cédant et de sa famille. La préparation de la succession doit donc à la fois assurer à l'entreprise une direction prête à la conduire vers un nouvel avenir et à son dirigeant cédant une organisation de son patrimoine qui lui permettra de satisfaire au mieux de nouveaux objectifs personnels.

1- Les objectifs

Deux cas de figure peuvent se présenter :

1. Il est envisagé **une cession intrafamiliale.** Dans ce cas, le chef d'entreprise souhaite organiser la transmission de sa société à ses enfants de sorte à :

   - leur transmettre la majorité du capital,
   - leur transmettre le pouvoir dans les 2 années à venir,
   - réaliser son patrimoine et récupérer des liquidités pour financer ses projets personnels et son train de vie,
   - ouvrir le capital à des investisseurs financiers pour assurer le développement de son groupe.

2. Il est envisagé **une cession à des tiers.** Dans ce cas, les objectifs sont quasiment identiques à ceci près que l'on pourra souhaiter transmettre une partie de la fortune familiale aux enfants à l'occasion de la cession industrielle et non les titres de la société qui sera sortie du cercle familial.

2- Le LBO est un outil de transmission, qu'elle soit familiale ou non

Dans le cas d'une transmission familiale, le dirigeant, qui souhaite transmettre la propriété de la société à ses enfants, commencera par apporter une partie de ses titres à une société nouvelle (dite « Newco ») qui deviendra actionnaire au côté du dirigeant. Par la suite les titres de la Newco seront transmis aux enfants par voie de donation. Le solde des titres sera vendu à la Newco et financé par l'intervention simultanée d'investisseurs financiers et de banques.
Dans le cas d'une transmission à des tiers, le dirigeant transmettra d'abord la partie des titres qu'il veut attribuer à ses enfants par voie de donation et par la suite la société sera vendue par la famille à des tiers. Cette opération selon toute probabilité sera effectuée selon un montage LBO.

Situation familiale

>Vous avez 67 ans et vous êtes marié en secondes noces sous le régime de la séparation de biens,
>Vous avez deux enfants d'un 1er mariage qui travaillent avec vous depuis 7 ans.

Situation professionnelle et revenus

>Vous êtes Président de la société d'exploitation que vous détenez à 100 % au travers d'un holding SAS LPFT.

Nous retenons les hypothèses suivantes :

>Votre société holding est « animatrice de groupe »,
>Vous êtes Président de la société holding,
>Votre fonction de direction dans la société holding vous procure votre principale source de revenus,
>Vous remplissez les conditions d'exonération de l'ISF au titre de l'outil professionnel.

Votre groupe est estimé à 30 M€ au 1er Janvier 2009

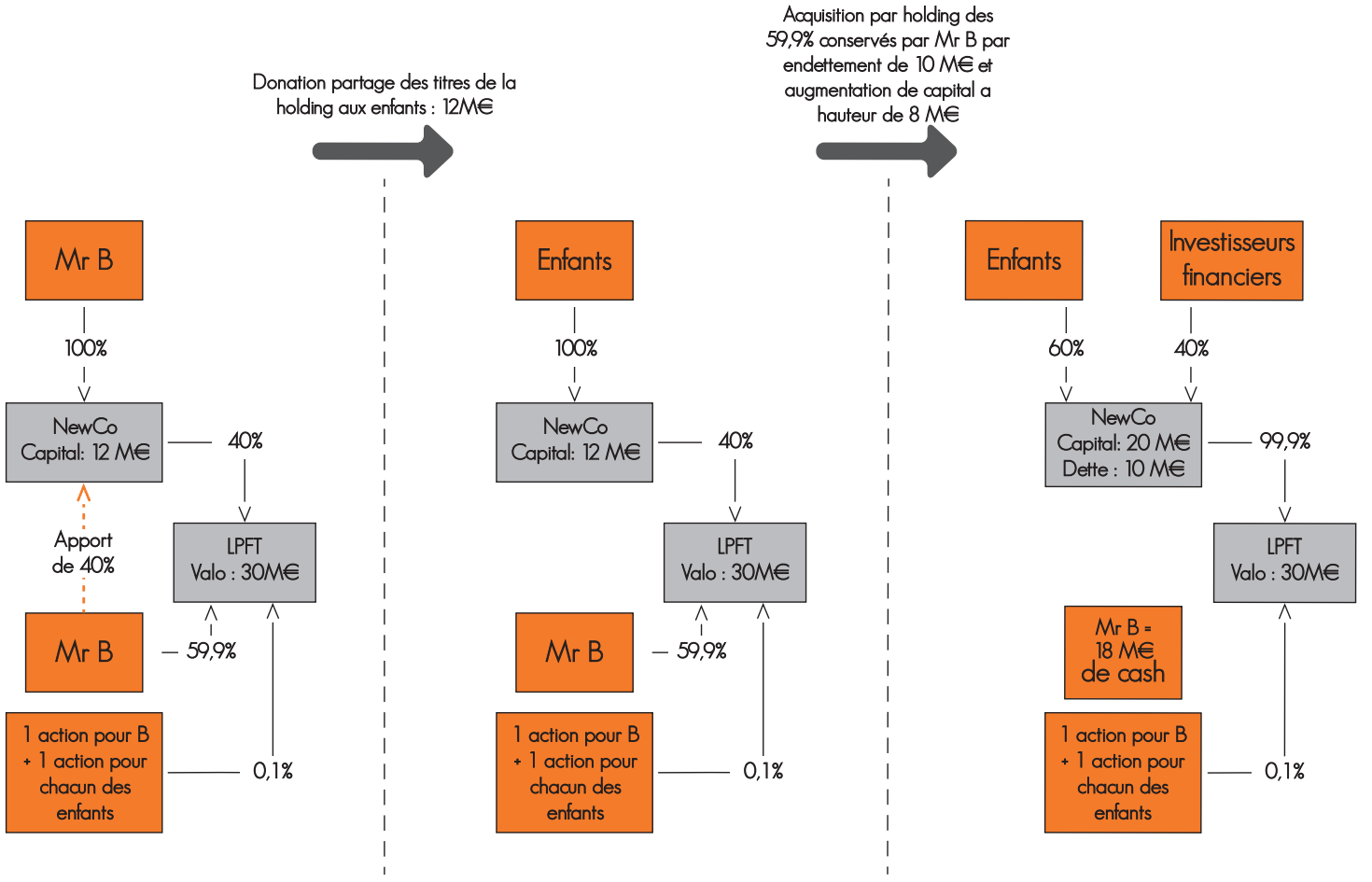
1ère option : Transmission familiale

Objectif : vous souhaitez transformer les 60% restant en patrimoine personnel et avec les 40% des actions restantes vous souhaitez que vos enfants soient majoritaires au côté d'investisseurs.

PHASE 1 : apport de 40% des titres à une Newco et donation de ces 40% aux enfants.

PHASE 2 : vente du solde des titres à la Newco avec financement par les investisseurs à hauteur de 8 millions d'euros et le solde par dettes LBO.

... cas pratique



SYNTHESE DU MONTAGE

>>> Au terme de ce processus juridique les enfants sont majoritaires dans la Newco au côté des investisseurs.

2ème option : Transmission à des tiers

1. Dans un premier temps, Monsieur B effectue une donation à ses enfants portant sur 40% des titres de sa société,
2. Puis après avoir réparti les titres, ceux-ci sont vendus à un ou plusieurs repreneurs extérieurs selon un schéma LBO classique.

> 4- Les dispositions fiscales

- Transmission familiale

Quatre dispositions vont permettre d'atténuer le coût d'imposition :

- **L'utilisation du sursis d'imposition des plus values** lors de l'apport des titres à une société soumise à l'IS,
- **la mise en place d'un pacte Dutreil** entre les actionnaires familiaux qui autorise un abattement sur les droits de mutations applicables aux actions à concurrence de 75% de leur valeur.
- **la réduction des droits de 50% pour les donations en pleine propriété avant 70 ans**
- **le régime dérogatoire d'exonération d'impôt sur les plus values** qui permet d'être totalement dispensé d'impôt au-delà de 8 années de détention, ce qui ne laisse à la charge du bénéficiaire que les prélèvements sociaux (12,1%).

- Transmission à des tiers

- La réduction des droits pour les donations s'appliquera,
- Les enfants ne dégageant pas de plus values si on fait l'hypothèse que la valeur retenue le jour de la cession est la même que celle fixée le jour de la donation, ils ne sont pas taxés à ce titre,
- Le dirigeant ne sera frappé qu'à hauteur des prélèvements sociaux.

> 5- L'organisation de la vie patrimoniale post-reprise

Le dirigeant ne bénéficie plus des revenus de son activité. Il souhaite généralement obtenir de ses capitaux un complément de revenu net d'impôt qui lui permet de maintenir le train de vie auquel il est habitué.

cas pratique

Monsieur B souhaite 180 K€/ an de revenus nets d'impôts et d'ISF sachant que :

- ses revenus sont estimés à 60.000 € / an (pension de retraite)
- ses impôts sont estimés à 7.500 € pour l'impôt sur le revenu (afférent aux pension de retraite), 7.500 € pour la taxe d'habitation et la taxe foncière de la résidence principale et 225.000 € pour l'ISF (calculé sur la base d'un patrimoine de 17 M€), soit un total de 240.000 € d'impôts ;

Celui-ci souhaiterait donc un complément de revenus de 360 000 € / an nets d'impôts de sorte à disposer au total de 420.000 € de revenus dont 240.000 € serviront aux impôts et 180 000 € à ses besoins courants.

Cette question ressort plus de la gestion privée que d'une problématique de transmission d'entreprises. Il appartiendra à l'ancien dirigeant de définir le niveau de revenu auquel il veut accéder, les formes sous lesquelles il entend le percevoir ainsi que les risques qu'il est prêt à prendre sur le niveau et la régularité de ces flux financiers.
Les solutions existent mais elles doivent être largement anticipées en concertation avec des conseils compétents.

1. Faire très en amont de la cession le choix de la transmission familiale ou de la transmission à des tiers,
2. Quand la solution familiale existe, la préférer à la solution externe car elle est moins risquée pour la pérennité de l'entreprise,
3. La transmission familiale ne dispense pas d'un montage LBO, tout au contraire il la sécurise et permet une minoration du coût fiscal consolidé,
4. Penser qu'il existe une vie après la vie professionnelle. Il reste donc à mettre en place une « gestion patrimoniale » de cette vie post-transmission. Cette gestion se doit de ne pas être moins rigoureuse que celle qui prévalait avant la cession car elle doit assurer des revenus sur une longue période à un niveau de risque et de coût fiscal acceptable tout en assurant une protection à l'environnement familial.

Chapitre II

> La place des chiffres dans un montage LBO

Les chiffres contenus dans le business plan vont fonder la plupart des actions d'une opération de transmission d'entreprises. Sont concernés :

- le chef d'entreprise parce qu'en bonne logique le business plan doit faire partie de ses outils de gestion,
- les auditeurs, les évaluateurs, les conseils qui peuvent à travers cette information tester des cohérences, se faire une opinion sur la solidité du devenir de l'entreprise et sur la pertinence de son projet, déterminer la valeur de l'affaire,
- les investisseurs parce qu'ils en tirent leurs perspectives de rentabilité,
- les banquiers qui augurent des possibilités de remboursement donc des risques de leurs concours.

1- Quel est le contenu d'un business plan ?

Le business plan est l'expression chiffrée d'une stratégie. Il est donc à l'origine de toute opération de LBO. Il permet au management d'orienter l'action dans le moyen terme.
Il traduit vis-à-vis des tiers autant un projet qu'une ambition. En tant que projet, il doit montrer des cohérences : adéquations entre les fins et les moyens, adéquation entre le profil de l'entreprise et son environnement. En tant qu'ambition, il permet d'établir des trajectoires qui positionnent l'entreprise dans son espace concurrentiel que ce soit en terme de modalités de développement, de croissance et de rentabilité. À ce titre, **on ne demande pas à un business plan d'être un modèle prédictif mais d'être un système de repérage à l'intérieur des différents espaces dans lesquels l'entreprise évolue.** Ainsi, il permet aux tiers de comprendre l'existence et la cohérence des actions entreprises et de les resituer dans leur contexte. Il doit notamment répondre aux questions suivantes :

- Où : où la société veut être dans un horizon raisonnable, qui est souvent de 5 ans : stratégie de croissance, stratégie de continuité,... ?
- Quoi : comment se décline cette stratégie (orientations stratégiques ciblées, axes de développement, ...) ?
- Quand : quelles sont les étapes raisonnables de la croissance (timing) ?
- Comment : quelles sont les mesures que la société a l'intention de mettre en oeuvre pour atteindre ses objectifs (investissements, croissance externe / interne,...) ? La société a-t-elle les moyens de réaliser le business plan (moyens financiers, techniques,...) ?

2- Les variables clés du business plan

Bien entendu tout commence par l'anticipation de l'activité à l'horizon choisi pour déterminer la valorisation de la cible. C'est sur la base de cette prévision que seront déclinés les différents niveaux de marge permettant de mesurer la rentabilité de l'entreprise. Le choix des indicateurs de marge est évidemment fonction du type d'activité exercé, du profil de l'entreprise.

Le business plan permet également de situer l'entreprise par rapport à son seuil de rentabilité et ainsi, indirectement autorise une mesure du risque opérationnel lié au projet qu'il exprime.

Mais le champ des variables prises en compte dans le business plan ne se borne pas aux seuls éléments relatifs à la rentabilité mais englobe également les besoins de financement à savoir les investissements et le besoin en fonds de roulement.
Enfin, il ne faut pas oublier que l'équilibre d'un LBO se joue sur la capacité de l'entreprise à générer de la trésorerie en montant suffisant pour satisfaire à la fois aux contraintes de remboursement de la dette mais également aux nécessités internes liées au développement de l'entreprise. Dans ces conditions, il est clair que le business plan doit faire une large place à l'anticipation des flux de trésorerie.

- Dans l'élaboration du business plan

Le business plan, étant le reflet chiffré de la stratégie de l'entreprise, doit impérativement être établi sous la responsabilité de la direction, qui doit s'impliquer fortement dans le processus d'élaboration. Or nous constatons très souvent, notamment dans les PME, que le business plan est mis en forme par des comptables insuffisamment impliqués dans la stratégie.

- L'évaluateur n'a pas pour mission d'auditer les comptes ni de certifier un business plan, il en vérifie la cohérence.
- La question n'est pas de savoir si le business plan est juste ou faux, la question est de savoir s'il s'appuie sur des hypothèses pertinentes et réalistes.

POINTS DE VUE

De l'évaluateur

« La crédibilité d'un business plan repose en grande partie sur la capacité du management à se l'approprier et à savoir « le vendre » »

Du banquier

« Les réunions de présentation permettent d'apprécier :
- La convergence des points de vue des managers
- La dimension humaine du projet (organisation fonctionnelle, compétences managériales,...) »

De l'investisseur

« Pourtant, trop souvent, le business plan se résume à des projections financières. Ces dernières ne présentent que peu d'intérêt si elles ne sont pas étayées par la stratégie qui les sous-tend. A ce titre, un business plan réussi dans sa présentation se doit impérativement d'établir un lien intelligible et documenté entre passé, présent et futur ».

- De la nécessité du business plan

POINTS DE VUE

Du management

« Le business plan est un outil nécessaire pour cristalliser les réflexions stratégiques sur un horizon moyen terme (horizon standard de 3 à 5 ans) : cycle de vie des produits, cycle d'investissement
Ces orientations stratégiques définies par la direction générale peuvent être ainsi diffusées dans l'entreprise et relayées par les directions opérationnelles.
Il doit permettre la mise en évidence des leviers clés de la performance opérationnelle et financière.
Il est nécessaire de lui associer des indicateurs clé qui permettent à la fois le pilotage du projet, la simulation de scénariis alternatifs, et la présence de résultats attendus et clairement identifiés. »

De l'évaluateur

« Il n'existe pas de bonne valeur sans bon business plan. Sauf situations exceptionnelles, l'évaluateur doit toujours disposer d'un business plan. La taille de la société, sauf pour les toutes petites entreprises, n'est pas une excuse acceptable pour justifier l'absence de business plan. »

De l'investisseur

« Le business plan est sans doute l'outil le plus commode pour permettre à l'investisseur de faire connaissance de manière rapide avec une entreprise, son positionnement, son modèle économique et ses projets.
Le business plan n'est pas fait pour être atteint : en effet, il n'est pas un budget, il doit dans sa dimension financière permettre à l'Investisseur de mesurer l'ambition du projet et d'apprécier la cohérence des hypothèses y compris en ce qui concerne l'appréciation des ressources nécessaires à sa mise en œuvre. Néanmoins des hypothèses excessivement optimistes peuvent entamer la crédibilité du projet et de ses porteurs. »

- *Les logiques du business plan*

Un business plan ne peut reposer sur une projection arithmétique de chiffre d'affaires dans le cadre d'un tableur. Elle suppose la définition :

- d'hypothèses clé,
- d'unités d'œuvre qui permettront de quantifier les niveaux d'activité.

Une fois cette démarche accomplie, il sera possible de calculer un chiffre d'affaires correspondant par période.
La communication doit clairement porter sur ces déterminants du chiffre d'affaires.
Une fois ce travail effectué, l'estimation des charges et des besoins de financement s'imposent logiquement par une mise en cohérence entre fins et moyens.

L'évaluateur et l'auditeur disposent de très nombreux moyens pour apprécier la cohérence des hypothèses, par exemple:

- cohérence entre le passé et le futur,
- solidité des fondamentaux,
- type de stratégie (rupture, continuité,...),
- gestion des paliers de développement,
- poids des axes de développement non encore engagés (croissance externe : cible non encore identifiée, nouveaux produits non encore identifiés, diversification géographique non encore engagée,...),
- cohérence entre la stratégie et les performances réelles,
- cohérence entre les objectifs de l'entreprise et l'environnement sectoriel.

Dans le cadre d'une opération de Capital Développement (renforcement des fonds propres), le business plan permet de définir la valeur dite « Pré-Money » de l'opération. Cette valorisation définira la valeur des actions nouvelles qui seront émises et plus précisément le niveau de prime d'émission inclus dans le prix de chaque nouvelle action émise. L'enjeu de cette valorisation réside dans la dilution plus ou moins importante qui en résulte pour les actionnaires en place antérieurement à l'augmentation de capital.
Il est assez rare, notamment dans le cadre de projets avec un potentiel de fort développement, que l'évaluation de l'Investisseur et des porteurs du projet coïncide directement. Les facteurs de pondération de l'Investisseur faisant écho à l'optimisme et l'ambition des dirigeants. Dans ce cas, il est commode de reporter à plus tard une partie des divergences actuelles de point de vue en ce qui concerne la valorisation sur la base d'un juge de paix : la réalisation des prévisions de développement.
Grâce à des outils hybrides tels que les obligations convertibles, il sera possible de reporter dans l'avenir une partie de la dilution des actionnaires en place en fonction de l'atteinte de points de passage du business plan.

...

POINTS DE VUE

Du management

« La question n'est pas de savoir si le business plan est juste ou faux, la question est de savoir s'il s'appuie sur des hypothèses pertinentes et réalistes, en ce sens, on ne valide pas un business plan on estime s'il relève du possible avec un niveau de probabilité suffisant. »

De l'évaluateur

« L'acceptation par les porteurs de projets de se confronter ultérieurement à des principes de réalité pour redéfinir le bien fondé de la valorisation pré-money est un indice précieux de leur foi dans le Business Plan proposé »

De l'investisseur

« L'approche bancaire consiste à tester la cohérence et le réalisme des hypothèses retenues dans le business plan. La position de la banque se trouvera confortée si les processus budgétaires historiques sont rapidement mis en adéquation avec la nouvelle organisation du groupe .»

- Le business plan doit mettre l'accent sur les flux de trésorerie

Le business plan doit boucler sur le « cash » (la trésorerie), c'est à dire intégrer la politique d'investissements, les variations de besoins en fonds de roulement, et la structure financière (capacité d'endettement,…).

Le bouclage autour du cash est une tâche complexe, pour plusieurs raisons :
Les états financiers donnent une photo à la date de clôture d'une situation financière, qui n'est souvent pas la traduction d'une situation normative (impact de la saisonnalité, des changements de conditions commerciales, de modifications de la réglementation –ex : LME-, cycles d'investissement, pratiques de window-dressing,…)
Les sociétés sont souvent bien équipées en outils de reporting commercial sur le chiffre d'affaires et la marge, mais on constate très fréquemment une absence ou insuffisance d'outils de suivi du besoin en fonds de roulement et de la trésorerie nette.

POINTS DE VUE

Du management

« Dans le cadre d'un LBO l'examen du seuil de rentabilité dans son acception habituelle ne suffit pas. Il faut également s'assurer que l'entreprise est capable de générer un flux de trésorerie suffisant pour apurer la dette sans pour autant hypothéquer sa croissance. Autrement dit, il faut mettre en évidence un niveau de chiffre d'affaires pour lequel l'entreprise est au moins capable de produire une trésorerie suffisante pour que la holding ne soit pas défaillante sur la dette LBO. »

De l'évaluateur

« L'évaluateur doit apprécier la capacité de la société à générer de la trésorerie et non seulement de la rentabilité et doit également apprécier si la société a les moyens de financer sa croissance. On constate fréquemment avec la crise que les modalités de financement de l'acquisition de la cible ont un impact de plus en plus significatif sur la valeur. »

De l'investisseur

« Dans le cadre de la cession sous la forme d'un LBO, le business plan en lien avec la stratégie de développement et en intégrant les niveaux d'investissements, les prévisions des besoins en fonds de roulement permet d'établir les prévisions de flux de trésorerie. Ces prévisions renseignent l'investisseur sur le niveau prévisionnel maximum disponible pour l'endettement d'acquisition sans obérer le projet économique. En effet, ce seront les dividendes de la société d'exploitation qui permettront de rembourser annuellement la dette senior d'acquisition.
En déclinant ensuite un « Best Case » et un « Worst Case », le volet financier du business plan permet de mesurer la sensibilité du modèle économique de l'entreprise dans un contexte de préservation d'un niveau minimum des fondamentaux financiers nécessaires au service de la dette d'acquisition. »

- *Une analyse critique du business plan à travers les facteurs de sensibilité :*

Au-delà du détail des chiffres, il est nécessaire de prendre du recul sur le business plan et d'identifier :

- Les hypothèses clés (« key assumptions »),
- Les facteurs de risques et d'incertitude, susceptibles d'affecter la réalisation du business plan,
- Les facteurs de créations de valeurs (« value drivers »), et les leviers opérationnels,
- Les facteurs de sensibilité (données actuarielles et opérationnelles).

POINTS DE VUE

De l'évaluateur

« Cette analyse critique permet de faire le lien entre le diagnostic de la société cible et le processus de valorisation. Il conduira souvent l'évaluateur à déterminer une fourchette d'évaluation probable, s'appuyant sur différents scenarii identifiés comme probables, ou sur des variations de données spécifiques.

L'évaluateur traduira dans l'évaluation la synthèse de son analyse, et notamment :
-la cohérence globale des évolutions (CA, rentabilité d'exploitation, variation de BFR, investissements,…),
-le caractère réalisable du scénario de développement inhérent au business plan,
-le niveau minimal de flux permettant de supporter la valeur (logique point mort).

Les modalités de traduction de cette analyse dépendent des pratiques des évaluateurs (primes de risques spécifiques, business plan alternatif,…). »

- L'impact de la crise sur le processus d'élaboration des business plans et leur utilisation par les évaluateurs

Force est de constater que la crise a complexifié le processus d'établissement des business plans :

- Horizon réduit,
- Flou important sur la reprise (timing, ampleur,…),
- Incertitudes plus élevées,
- Pressions sur les prix,…, et la trésorerie,
- Accès difficile aux moyens de financement.

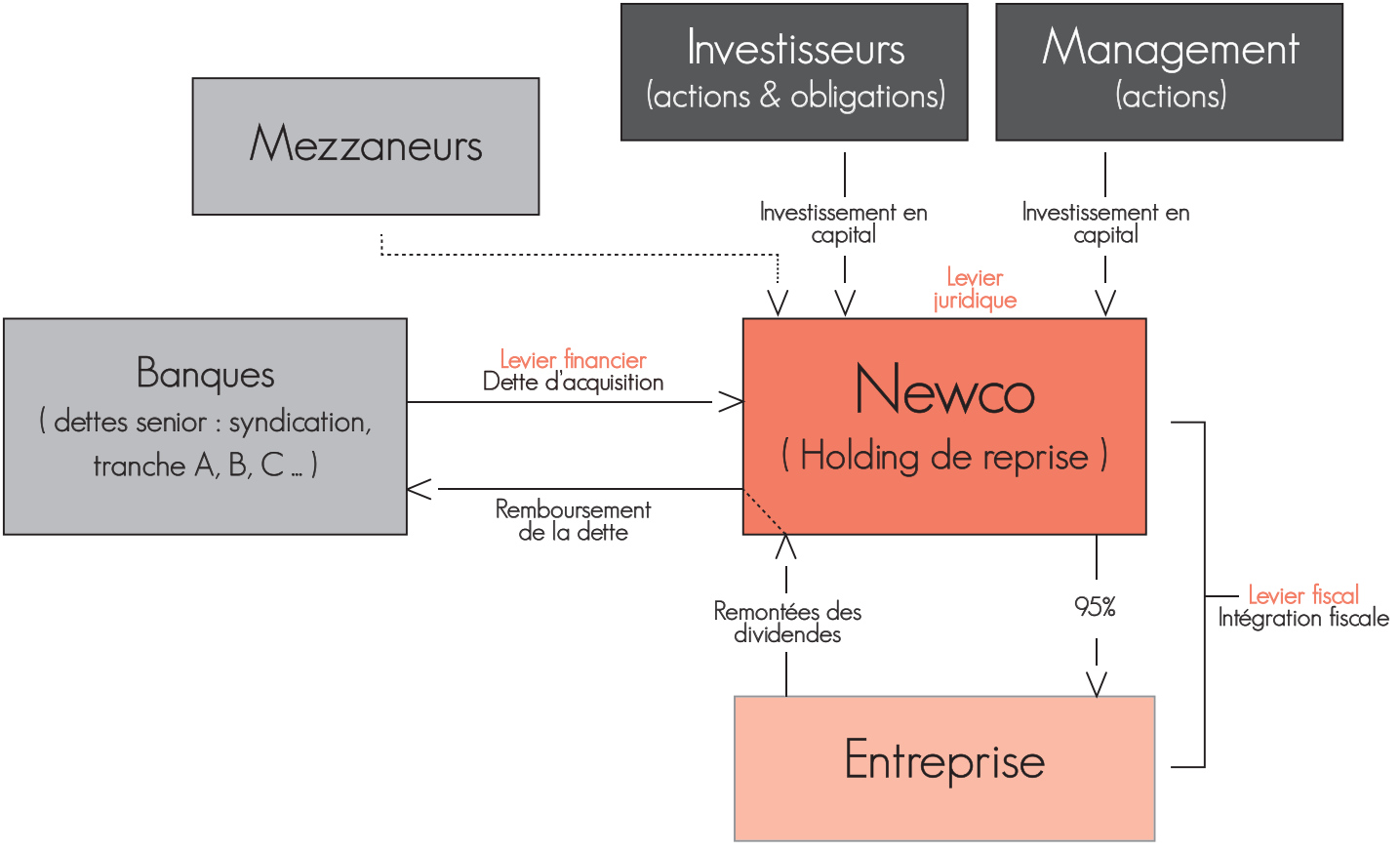
Cependant, de l'avis unanime, ces facteurs ne justifient pas l'abandon des business plans bien au contraire. Le pilotage en période de crise nécessite de disposer d'outils de gestion fiables et d'un suivi beaucoup plus régulier de l'activité, des performances et de la trésorerie. La crise a changé de nombreuses pratiques en matière de processus budgétaire : un horizon de temps plus court et des délais de production de l'information plus courts, un besoin plus affirmé en matière d'outils de simulation, . . .

Chapitre III

> Le financement structuré

Le « financement structuré » intervient le plus souvent à un moment clé de la vie d'une entreprise, tel qu'une réorganisation de son actionnariat à l'occasion d'une cession de contrôle, de la sortie d'un actionnaire minoritaire, sa transmission ou une acquisition majeure.

Il a vocation à financer la réalisation de ces opérations par endettement, en complément d'autres sources de financement, notamment par fonds propres ou quasi-fonds propres.
L' « immobilisation » de fonds en capitaux propres se trouve réduite à due concurrence de l'endettement mis en place.
Enfin il crée un effet de levier financier venant servir le levier juridique constitué par la création d'une société holding (Newco).


Investisseurs
(actions & obligations)
Management
(actions)
Mezzaneurs
Investissement en capital
Investissement en capital
Levier juridique
Banques
(dettes senior : syndication, tranche A, B, C ...)
Levier financier
Dette d'acquisition
Newco
(Holding de reprise)
Remboursement de la dette
Remontées des dividendes
95%
Levier fiscal
Intégration fiscale
Entreprise

> Pourquoi doit-on structurer la dette ?

Dans un contexte de risques généralement élevés inhérents à la nature même de ce type de financement et d'opération (évolution de l'actionnariat, évolution du management…), la structuration de la dette vise à « concevoir » un montage financier sur mesure viable pour l'entreprise cible dans l'intérêt conjoint de l'ensemble des parties prenantes à l'opération (investisseurs, managers, banquiers…).
L'objectif est de structurer la dette d'acquisition de sorte que l'entreprise cible peut poursuivre normalement son exploitation.

La caractéristique de ce type de financement sur mesure repose sur la seule capacité de la cible à générer du « cash ».
En effet, la consistance et la structure des flux futurs de trésorerie constituent des éléments déterminants pour la faisabilité d'une telle opération.
Le plus souvent, la mise en place d'un financement structuré se traduit donc par la mise en place :

1. d'une dette d'acquisition au niveau du holding de rachat,
2. de financements d'exploitation (ex. : crédits revolving, financement d'investissements, financement du besoin en fonds de roulement, crédits par signature,…) au niveau de la société cible.

Ceux-ci tendent à sécuriser les flux de trésorerie existants et permettent de disposer d'une approche financière globale des entreprises concernées par l'opération financée.

En effet, la trésorerie doit être suffisante pour permettre le remboursement de la dette d'acquisition et le financement du besoin en fonds de roulement, des investissements, de l'endettement vis-à-vis des tiers. De même les excédents de trésorerie seront affectés au remboursement anticipé de la dette d'acquisition.

POINTS DE VUE

Du banquier

« Les fondamentaux de l'approche risque de la banque doivent être assurés, sans oublier les questions relatives au financement du cycle d'exploitation et des besoins de financement futurs. Ils conditionnent aussi la bonne tenue du modèle sur la durée. Par ailleurs, les établissements bancaires doivent aussi tenir compte de l'évolution des contraintes réglementaires dans leurs approches (dont Bâle I, II, III,…) .»

- Comment structurer une dette LBO ?

Pour ces raisons, la mise en place d'un financement structuré suppose que soient réunies au niveau de l'entreprise cible des conditions d'éligibilité essentielles.

POINTS DE VUE

Du banquier

« Nous vérifions les conditions suivantes :
- La présence d'un management expérimenté et impliqué, avec une vision stratégique claire, éprouvée,
- L'appartenance à un secteur d'activité peu cyclique, sur des marchés matures offrant une bonne visibilité,
- Une position stratégique basée sur des parts de marché significatives,
- Des perspectives de croissance avec des marges stables,
- La pleine propriété des fonds de commerce et des marques,
- Un endettement de départ modéré,
- Une bonne gestion et une évolution maîtrisée du besoin en fonds de roulement,
- La mobilisation possible du poste clients vu comme un réservoir de cash,
- Une dépendance limitée vis-à-vis d'un client ou d'un fournisseur,
- L'absence d'intérêts minoritaires,
- Une intensité capitalistique supportable… »

L'ensemble de ces conditions doit interpeller le cédant dans sa réflexion patrimoniale préalable.

Ainsi les prêteurs doivent procéder à la réalisation d'audits approfondis notamment :

- sur un plan comptable et financier,
- sur le positionnement stratégique de l'entreprise,
- et à l'examen critique du business plan.

POINTS DE VUE

Du banquier

« Non systématique, la dégradation des hypothèses dans les modélisations bancaires est souvent l'objet de critiques.
Celle-ci a pour objectif principal de tester la résistance du modèle en fonction de l'historique, de l'évolution du secteur ou du marché, ou encore en fonction de la pertinence des hypothèses proposées.
La banque cherche à intégrer des marges de manœuvre afin de faire face aux cycles ou aléas que l'entreprise peut rencontrer sur la durée.
Le degré de résistance du modèle déterminera alors les conditions du crédit (marges, commissions, covenants, engagements, …) »

. . .

. . . Comment structurer une dette LBO ?

Ces analyses sont indispensables afin de valider les conditions d'éligibilité évoquées ci-dessus et d'appréhender au mieux le modèle économique de la cible et sa capacité, dans la durée, à générer les flux de trésorerie nécessaires au remboursement complet de la dette d'acquisition.

La structuration même de la dette reposera sur les données économiques et financières du business plan notamment les ratios financiers ou covenants tels que :

1. ratio de levier (dette financière nette/Ebitda)
2. ratio de couverture du service de la dette,
3. ratio de structure financière (« gearing »),

faisant partie intégrante des clauses de « sauvegarde » qui seront formalisées dans une documentation contractuelle circonstanciée.

POINTS DE VUE

Du banquier :

« Les covenants consistent notamment et principalement en :

- *une valeur d'acquisition de l'actif financé dans le marché,*
- *des équilibres financiers sains notamment les ratios :*
  - *> dettes financières nettes totales /fonds propres < 1,5*
  - *> dettes financières nettes totales / Ebitda < 4*
- *l'existence d'un business plan raisonnablement prudent et fiable,*
- *une communication détaillée et régulière de l'information ,*
- *des engagements, pris par l'emprunteur vis-à-vis des banques, de faire et de ne pas faire certains actes (notamment maintien du périmètre, encadrement des cessions d'actifs, interdiction ou limitation des distributions de dividendes aux associés de l'emprunteur,…),*
- *des intérêts le plus souvent variables en fonction de la situation financière de l'emprunteur ; le coût des intérêts augmentant au fur et à mesure que cette situation se dégrade.*
- *une capacité de restructuration en cas de difficultés (clauses de rendez vous),… »*

- La documentation contractuelle

Compte tenu de sa complexité, le financement structuré est précédé de la négociation d'un term sheet ayant pour objet de déterminer les principaux points de l'accord.

POINTS DE VUE

De l'avocat

« Parmi ces points une attention particulière devra être portée sur les mécanismes permettant aux banques :

1- de refuser la mise à disposition des fonds (notamment nature des conditions préalables et suspensives),
2- ou de modifier les conditions financières d'octroi du financement (ex. : market flex, gross-up clause,...),
3- ou d'appréhender les flux consécutifs à l'opération d'acquisition (ex. : délégation de garantie d'actif-passif),
4- ou de prononcer l'exigibilité anticipée du financement (ex. : cross default, cross, acceleration,...). »

Le financement structuré fait ensuite l'objet d'une documentation contractuelle qui encadre la marge de manœuvre :

1. de l'entreprise en termes d'investissements, d'endettement additionnel, de sûretés, de manière cohérente avec le projet d'entreprise présenté,
2. de ses actionnaires ou autres bailleurs de fonds (notamment via des engagements de conservation du contrôle, de maintien de l'actionnariat, de subordination de leurs propres créances, de mise en place de crédits-vendeurs,...).

Cet encadrement, parfois perçu comme une forme de limitation de la liberté de gestion de l'entreprise, doit plutôt être perçu comme le gage d'une évolution maîtrisée des principaux équilibres économiques et financiers de l'entreprise (exemple : covenants financiers à respecter). Ainsi, le montage initial n'est pas complètement remis en cause du fait de l'entreprise et ce, indépendamment de la légitime protection des banques qui ont accepté de financer des opérations qui demeurent, par essence et le plus souvent, peu garanties d'un point de vue économique.

Reposant sur une garantie principale (comme le nantissement du compte titres comprenant les actions de la société cible) dont la valeur dépend de la situation de la société cible, il est en effet essentiel d'aménager des mécanismes qui permettent de s'assurer, tout au long de la vie du contrat, que la société cible demeure pérenne.

Ces mécanismes se déterminent au stade de l'étude de faisabilité du financement et régissent le fonctionnement du contrat.

...

POINTS DE VUE

De l'avocat et du banquier

« Ce type de montage, complexe, se heurte à :

1- des contraintes juridiques fortes (ex. : flux de trésorerie intra-groupe interdits ou encadrés, risque d'abus de biens sociaux ou d'abus de pouvoirs,…), en contradictions avec les nécessités économiques d'une fluidité de la trésorerie en direction de l'emprunteur (le holding) et de ses créanciers,

2- des interactions possibles avec les documents d'acquisition (protocole de cession, garantie d'actif passif, management package…).

Une vigilance accrue et une coordination de l'ensemble des partenaires de l'entreprise, parties prenantes à l'opération (conseils, avocats, auditeurs, banquiers,…), sont indispensables. »

Enfin, étant intrinsèquement lié à la vie de l'entreprise, **le financement structuré est appelé à être régulièrement aménagé au gré des opérations de l'entreprise.**

Ces évolutions nécessitent l'accord de la majorité (le plus souvent des 2/3) ou de l'unanimité des banques ayant contribué à la dette d'acquisition.

En effet un pool de banques (soit ab initio à l'occasion de financement en « club deal » soit à l'occasion d'une opération de syndication postérieure à une « prise ferme ») procède systématiquement au financement de ce genre d'opération,

Enfin ces aménagements prennent la forme de « waiver » permettant à l'entreprise de poursuivre son développement en fonction de sa nouvelle situation .

Chapitre IV

> Le management package ou plan d'intéressement.

C'est un élément de valorisation des apports non financiers des managers associés au côté des investisseurs. Cependant, plus que jamais les bonnes pratiques sont requises dans ce type de montage tant la pression de l'administration fiscale est forte et la jurisprudence aléatoire…

Ainsi le management package présente l'avantage d'un dispositif conventionnel entre associés faisant appel à des mécanismes tels que :

1. le « sweet equity »,
2. les bons à souscription d'actions,
3. les obligations convertibles…

Toutefois ces mécanismes s'écartent des dispositifs légaux reconnus comme les stock options, les bons de souscription de Parts de Créateur d'Entreprise (PCE), les actions gratuites.
Quoiqu'il en soit il est essentiel que les instruments juridiques employés soient émis à leur juste valeur.

> - Pourquoi proposer un management package ?

Ce dispositif vise l'alignement des intérêts des investisseurs financiers avec ceux du ou des managers impliqués dans l'opération d'acquisition. Il incite ces derniers à la prise de risque en investissant au capital du holding un montant significatif d'apport, équivalent à plusieurs années de salaires soit sur leurs fonds propres soit obtenu par un prêt personnel.

Outre que la mise en place de ce type de mécanisme permet de motiver le management, il permet aussi de :

1. clarifier les motivations des membres d'une équipe de direction,
2. évaluer les comportements sur un sujet sensible,
3. définir les attentes des actionnaires financiers en terme de rendement,
4. fixer des échéances communes.

Ainsi les objectifs sous-jacents sont d'inciter le/les managers à prendre des mesures pour un développement ambitieux mais aussi pérenne de l'entreprise tout en leur permettant d'assumer leur responsabilité de dirigeant dans leurs choix stratégiques.

Le management package est un sujet politiquement sensible dans une entreprise car une fois que les cadres ont un intérêt à la performance de l'entreprise et sa valorisation, ils souhaitent être informés de sa situation et participer aux processus de décision.

Leurs ambitions patrimoniales doivent leur permettre de partager dans la durée une culture commune du succès avec les investisseurs, des objectifs de sortie identiques, réduisant les conflits d'intérêts potentiels.
En effet l'un des principes fondamentaux de ce dispositif est de partager équitablement la plus value entre associés, car les investisseurs admettent de céder une part de la plus value au delà d'un seuil de TRI attendu.
Attention : s'il s'avère extrêmement efficace quand le package est bien construit, que l'entreprise progresse et se valorise, il n'en va pas de même lorsque la valorisation de l'entreprise baisse !

- Comment se structure un management package ?

Les principales modalités du plan d'intéressement s'inscrivent donc dans un projet plus global de pacte d'actionnaires et de gouvernance.

Le management package est directement lié à :

1. la liquidité de l'investissement des financiers,
2. au succès de l'investissement en terme de mesure du multiple et du temps (TRI) et du partage d'un excédent de plus value au-delà d'un seuil minimum,
3. lié à la présence du ou des bénéficiaires à la sortie (« clause de vesting »).

A cela s'ajoutent les modalités de :

1. entrées de nouveaux dirigeants,
2. refinancement,
3. départ prématuré du/des dirigeants concernés (clauses de « good/bad leaver »)

et certaines autres clauses comme :

1. clause de non concurrence,
2. conditions d'accompagnement des dirigeants,
3. principes de la Garantie d'Actif et de Passif (GAP) de sortie,
4. priorité des cessions de titres.

POINTS DE VUE

De l'avocat

« Il conviendra alors d'être prudent et de tenir compte de :

1.La jurisprudence et la position de l'administration fiscale à ce jour

2.Les recommandations de l'AFIC Juillet 2007

3.La Charte des Investisseurs en Capital Juin 2008 »

De l'AFIC

L'AFIC recommande par ailleurs dans ses Principes Directeurs régissant les plans d'intéressement l'application de la « règle de partage en trois tiers entre dirigeants, cadres d'entreprises et collaborateurs » pour « assurer un équilibre harmonieux entre la part du capital revenant à l'équipe de direction et celle revenant aux cadres des sociétés concernées ainsi qu'à l'ensemble des collaborateurs auprès de qui il convient de proposer un investissement via un FCPE, structure moins risquée »

De l'investisseur

« A contrario les effets collatéraux du plan d'intéressement sont parfois notamment :

1. Un TRI rapide qui ne rémunère pas le travail accompli mais privilégie les opportunités de sortie dont profiteront les bénéficiaires du plan,

2. les enchères sur les MBO secondaires,

3. Les primes à l'entrée… »

En conclusion ce dispositif de partage de la création de valeur incite les managers à la performance, pour un développement durable de l'entreprise, en faisant converger les intérêts patrimoniaux des différentes catégories d'actionnaires.

- Les enjeux du traitement fiscal

Une attention particulière doit être apportée au traitement fiscal du management package :

- Imposition de gains au taux proportionnel des plus values sur valeurs mobilières et droits sociaux : 18% (voir 0% si PEA) ou autres optimisations fiscales ?

ou

- Imposition de gains au barème progressif de l'impôt sur le revenu : tranche supérieure : 40% ?

La position de l'administration fiscale donne lieu à interprétation :

- Instruction 5F-9-95 du 12/5/1995
- Rép. Baeumler. JOAN 14/5/2001 p. 2810. N°50871
- Instruction 5F-13-98 du 6/7/1998

Ainsi, lorsqu'un dirigeant salarié bénéficie d'options de souscription ou d'achat d'actions en dehors du dispositif légal ou se voit offrir la possibilité d'acheter et/ou de revendre dans des conditions préférentielles des titres d'une société, l'administration se réserve le droit de requalifier le gain réalisé à cette occasion et de le taxer non dans la catégorie des plus-values mais dans celle des traitements et salaires ou des BNC.

Les propositions de rectification récentes indiquent que le gain est taxé comme un salaire.
Il existe néanmoins la possibilité de transiger en considérant la part du gain vu comme un salaire équivalent à 20% de la plus-value réalisée.

La jurisprudence ne garantit pas non plus le traitement fiscal des gains issus d'un plan d'intéressement :

- TA Strasbourg 8/03/2005, Weingoessel
- TA Versailles 16/11/2004, Itery
- CAA Douai 7/03/2007, Tandichet
- CE : 18/1/2006, Serfaty

POINTS DE VUE

De l'avocat

« En conclusion le principe de précaution prévaut. Il conviendra donc de retenir les lignes directrices suivantes ;

1. *Aucun système n'élimine complètement le risque de requalification,*
2. *Le manager doit être investisseur : le gain doit être aléatoire,*
3. *Donner au BSA ou à l'option un prix (entre 8 et 12% de la valeur du sous-jacent),*
4. *Eviter l'investissement par le truchement du PEA. »*

Chapitre V

> La gestion des LBO en période de crise

Le rachat d'une entreprise par un montage LBO introduit nécessairement une fragilité dans l'entreprise rachetée. En effet, celle-ci supporte le poids d'une dette qui ne finance pas des actifs productifs mais le rachat de ses propres actions. La présence de cette dette impose un prélèvement obligatoire sur les résultats de l'entreprise ce qui fait que le véritable seuil de rentabilité n'est pas celui qui correspond à un résultat nul, comme cela a déjà été montré dans le cadre des développements consacrés au thème sur la place des chiffres dans les LBO mais à un résultat permettant d'effectuer des remontées de résultat sur le holding propre à apurer la dette.
Cette « obligation de résultat » restreint notablement les marges de manœuvre à la disposition de l'entreprise sous LBO. Autrement dit, le système Cible + Holding, est beaucoup plus facilement vulnérable que la cible elle-même, en ce sens que la non réalisation des objectifs du business plan peut entraîner rapidement la défaillance sur le remboursement de la dette LBO, alors même que la cible est encore bénéficiaire. Bien entendu, ce risque consubstantiel à la nature même du montage LBO se trouve accru dans une période de crise profonde telle que celle que nous connaissons.

Nous aborderons les situations de crise par ordre de gravité de la crise

1. le stade le plus bénin se manifeste par un simple non respect de la trajectoire assignée par le business plan,
2. un stade un peu plus préoccupant apparaît quand les covenants ne sont pas respectés sans que pour autant la société ne cesse d'être bénéficiaire,
3. le cas le plus grave est constitué par le constat simultané du non respect des covenants et d'une situation déficitaire.

> 1- Que faire lorsqu'il apparaît que le business plan ne peut être respecté ?

Dans l'ordre le plus faible de gravité des situations que les entreprises ayant fait l'objet d'un LBO peuvent rencontrer, nous avons les sociétés présentant les caractéristiques suivantes :

- rentabilité positive,
- trésorerie préservée,
- mais la société accuse un retard par rapport à son plan de développement d'affaires.

Cette situation a été très fréquente durant l'année 2009.

Dans un contexte tel que celui-ci tous les spécialistes du secteur, et particulièrement les investisseurs en capital, soulignent **l'importance de l'information et de la transparence pour apporter plus de sérieux auprès des partenaires extérieurs.**

Les bonnes pratiques

1. Il faut amener **les dirigeants à repenser leur modèle économique** et les sensibiliser à la remise en cause de celui-ci à l'intérieur d'un système économique perturbé.

2. Après les avoir sensibilisés, il faut **réécrire un prévisionnel fiable,** peut être sur une plus courte période, sur laquelle la visibilité sera suffisante, par exemple prenant en compte uniquement l'année en cours et l'année suivante, en respectant bien un vrai processus budgétaire. En effet, ce document servira de référence pour les discussions avec les partenaires externes, financiers et bancaires en particulier, il conviendra d'avoir des arguments très solides vis-à-vis d'eux (Banque de France, factor, assureur crédit...).

3. **Les dirigeants doivent être capables d'expliquer leur bilan 2009 et le non-respect du business plan** pour anticiper les réactions de la « communauté financière ». Ces explications doivent avoir un lien et du sens avec le point précédent relatif au plan d'affaires révisé. A ce stade, les covenants ont été respectés. Mais leur calcul servira de base aux discussions avec les financiers (banques, ou investisseurs). Ce sont des signaux « avancés », des clauses de rendez-vous. Lorsqu'ils ont été mis en place, ils définissaient des ratios à respecter (covenants financiers évoqués dans la structuration de la dette).

4. Enfin, compte tenu du montage retenu, avec une société holding qui détient les titres d'une société d'exploitation cible, il est également important de **travailler d'ores et déjà sur la valorisation des titres de la fille en concertation avec le ou les commissaire(s) aux comptes.** L'indication du retard pris sur le plan d'affaires amène un questionnement sur la valeur de l'entreprise acquise. Celle-ci se justifiait à l'origine quant à sa situation à la date d'opération, et à ses perspectives. Dans notre cas, une moindre performance peut avoir des conséquences sur la valeur, et par conséquent une provision pourra être constatée dans la holding.

...

POINTS DE VUE

Du commissaire aux comptes

« Le commissaire aux comptes doit être informé, très en amont.
Il est important de rappeler le cadre de la mission du commissaire aux comptes, ce qui aura une incidence sur les décisions que devra prendre le chef d'entreprise.
Tout d'abord il s'agit d'une mission permanente, le commissaire aux comptes est l'interlocuteur du management tout au long de l'année.

En tant que garant vis-à-vis des tiers de la suffisance et de la pertinence des données financières de l'entreprise, le commissaire aux comptes doit veiller au respect de la fiabilité des informations. Nous signalons l'existence d'une instruction émise par les instances professionnelles des commissaires aux comptes, datant de février 2009, pour tenir compte du contexte de crise économique, qui recommande de donner un niveau d'informations plus important que précédemment. En particulier, sur les conséquences que la crise pourra avoir.

À ce titre, il doit s'assurer de l'application du principe d'égalité des actionnaires, en particulier quant au niveau d'information qui leur est délivré.

La loi prévoit pour les entreprises dépassant certains seuils (300 salariés ou plus de 18 millions d'euros de chiffre d'affaires) l'établissement de plusieurs documents financiers, dits de gestion prévisionnelle. Ces documents comprennent une situation de l'actif réalisable et des passifs exigibles, un tableau de financement, un compte de résultat et un plan de financement prévisionnel. L'objectif est d'anticiper sur d'éventuelles difficultés de trésorerie. L'établissement de ces documents et leur diffusion au commissaire aux comptes, au comité d'entreprise, voir au conseil de surveillance, font partis des diligences de l'auditeur. »

Du banquier

« Les banquiers, notamment ceux engagés dans la « dette senior », après la réception des états financiers approuvés par l'assemblée générale, vont examiner les différences entre les chiffres remis réalisés et ceux attendus puisque, pour mémoire, ils ont étudié le financement d'acquisition sur la base des rapports d'audits et d'un prévisionnel.
Le banquier, dans cette période et lorsque le business plan n'est pas atteint (mais sans conséquence sur la trésorerie), doit s'assurer de la capacité de résistance de l'entreprise. Il va réactualiser ses simulations en étudiant l'impact de la non réalisation du business plan sur le modèle économique de l'entreprise au travers de « crash-tests » mettant en scène plusieurs scénarii dégradés pouvant altérer les comptes de la société.
Cette analyse permettra là encore d'échanger avec la direction, de comprendre et de valider les options prises, et d'insister sur la nécessité d'anticiper certaines décisions qui permettront d'éviter une dégradation plus importante. Le banquier, comme les partenaires, met l'accent sur le signal d'alerte que constitue la non atteinte du business plan et la nécessité de communiquer, d' anticiper. »

> 2- Que faire en cas de non respect des covenants bancaires d'une société bénéficiaire ?

L'expérience des cabinets de « restructuring » nous amène à constater une recrudescence des défaillances et restructuration d'entreprises, ainsi qu'à une augmentation des cas de bris de covenants :

- les entreprises enregistrent depuis mi 2008 des chutes d'activité très brutales qui se sont renforcées dans certains secteurs sur le 2ème semestre 2008 et ont très souvent perduré sur les premiers mois de 2009,
- les business plans et les prévisions de trésorerie ne sont pas au « rendez vous » et les sociétés « brisent » leurs covenants,
- la crise financière réduit l'accès des entreprises au financement d'exploitation court terme. Les banques sont très prudentes sur le renouvellement des lignes court terme (« revolver » dans les LBO) et encore plus lorsqu'il y a des besoins de « new money » (argent frais),
- les assureurs crédits qui rencontrent leurs propres problèmes de refinancement, mettent sous surveillance certains secteurs, notamment les entreprises sous LBO et réduisent leurs encours de manière drastique, ce qui n'est pas sans créer des difficultés pour la trésorerie des entreprises,
- la crise actuelle ne permet pas aux entreprises d'appréhender sereinement leurs prévisions et la visibilité à court et moyen terme est extrêmement limitée.

Les bonnes pratiques

Cette situation particulière nécessite encore plus qu'avant, tant pour les entreprises que pour les «equity sponsors» (investisseurs), d'anticiper et de favoriser au plus tôt la communication avec les banques et les « stakeholders » (les parties prenantes), car l'accélération des difficultés est très rapide dans le contexte actuel.

Pour les actionnaires financiers, l'information en amont est primordiale. Elle est le plus souvent réalisée au sein des conseils de surveillance et /ou comités stratégiques. En premier lieu, il est important et indispensable d'avoir des explications complètes sur le passé, sur l'évolution actuelle et bien entendu d'actualiser très finement les prévisionnels.

1. **Sur le passé, il est nécessaire d'avoir une analyse la plus exhaustive possible sur la détérioration des performances,** la rentabilité, la non atteinte des budgets, des objectifs ou la baisse des marges... Ces évolutions peuvent provenir par exemple de :
   - la hausse des matières premières,
   - la modification des conditions de règlements : Loi de Modernisation Economique (LME),
   - les mesures exceptionnelles de restructurations : ajustement d'effectif, variabilité sur l'intérim, sous-traitance,...

2. **Pour l'exercice en cours, il est important de valider les hypothèses** avec les données conjoncturelles, les conditions économiques et les effets des mesures engagées pour présenter à tous les partenaires des budgets les plus fiables possible. Il convient aussi de prévoir des réunions d'étape sur le « current trading » (réalisé intermédiaire) par comparaison au budget.

...

3. Après l'élaboration du plan d'affaires prévisionnel, **il faut le dégrader de manière significative mais objective, en lien avec les banquiers** qui, eux-mêmes, ont une appréciation pessimiste du prévisionnel transmis. L'objectif est de démontrer que l'entreprise n'est pas passive face à la conjoncture, qu'elle est assez résiliente aux soubresauts économiques et a de solides capacités de rebond. Ce prévisionnel doit être calibré en fonction des nouveaux covenants par l'intermédiaire d'un « waiver » (renégociation contractuelle).

Le chef d'entreprise et les actionnaires doivent constituer un groupe de travail pour apporter des réponses à un environnement inquiet, au sein duquel le conseil en restructuration s'inscrira. De fait, la communication et la transparence sont plus que jamais recommandées avec les partenaires de l'entreprise.

POINTS DE VUE

D'un cabinet de retructuring

« Force est de constater que les PME ne sont pas toujours équipées en matière d'outils prévisionnels et notamment d'outil de pilotage de la trésorerie prévisionnelle. De fait, les entreprises se retrouvent dans des situations où elles doivent affronter toutes les problématiques en même temps : Crise avec les assureurs-crédits, les banques, …

Les banques, les actionnaires, les différents créanciers comme les pouvoirs publics ont besoin de plus de visibilité pour garder ou renouveler la confiance. C'est la raison pour laquelle on assiste à un changement par rapport à la période euphorique 2005/2008 des LBO où les transactions se faisaient rapidement avec des diligences et des covenants allégés. Aujourd'hui, la tendance est à «l' hyper-sécurisation ». D'où des interventions de plus en plus régulières de conseils spécialisés en restructuring. La vigilance est omniprésente.

Dans un groupe, il faut s'attacher à la liquidité de l'ensemble des sociétés qui le composent. Il peut arriver que celui-ci soit largement bénéficiaire mais supporte une dette senior trop importante. Il faut alors regarder attentivement les comptes sociaux et les comptes consolidés pour vérifier et valider juridiquement que les dividendes puissent remonter dans la holding de tête et servir au remboursement de la dette. Il faut donc faire une analyse approfondie des différents flux sur les sociétés du groupe.

Il convient également de sécuriser l'ensemble du process avec tous les acteurs concernés :
-les acteurs du financement d'exploitation : factor , assureurs crédits, banquiers ,
-les conseils : commissaires aux comptes, experts-comptables, avocats … »

. . .

POINTS DE VUE

Du banquier

« Si les covenants sont brisés, le banquier va rencontrer le dirigeant et le questionner sur différents points :
-analyser les free cash flow et les flux de trésorerie sur les périodes passées et futures et voir si le bris de covenant n'a pas d'incidence majeure sur la capacité à rembourser la dette d'acquisition,
-analyser la trésorerie car on peut avoir des situations où les cash-flows sont insuffisants mais avec une trésorerie de départ ou début de période suffisamment importante pour rembourser la dette senior,
-échanger sur les mesures correctrices engagées ou à engager par le dirigeant,
-prévoir une réécriture du contrat et des covenants pour sécuriser juridiquement l'opération,
-échanger sur la position des actionnaires face à la situation de la société/groupe de société considéré.

Du commissaire aux comptes

Le plan d'affaires et les résultats présents et passés sont les éléments les plus importants de la valorisation de la cible. Des éléments incorporels peuvent être aussi intégrés tels que : marques, plus-value immobilières, licences et propriétés industrielles. Ainsi, s'il y a un bris de covenants, le commissaire aux comptes a l'obligation de valider à nouveau par les tests d'appréciation la valorisation de la société. Les méthodes divergent selon qu'il existe des comptes consolidés ou pas car dans le cas de l'existence de comptes consolidés, il faudra identifier les écarts d'acquisitions qui sont des survaleurs. Un travail de valorisation dans la nouvelle conjoncture sera nécessaire en tenant compte de l'ensemble des actifs de la société, des prévisionnels. Une conséquence de ces tests et travaux de valorisation seraient des provisions éventuelles.
Il faudra sans doute établir un nouveau business plan qui serait le sous jacent de la valorisation nouvelle, validée par les travaux et la certification des comptes par les commissaires aux comptes.

Dans le cas où la continuité de l'exploitation est incertaine, la mission légale prévoit une procédure dite d'alerte, comprenant plusieurs phases tant vis-à-vis du mandataire social, de son conseil d'administration, que vis-à-vis du tribunal de commerce. Donc, si besoin est, une procédure d'alerte sera lancée avec pour but que les dirigeants ainsi que les actionnaires trouvent une solution ensemble avec les conseils du commissaire aux comptes dans un contexte de confidentialité vis-à-vis des tiers extérieurs.

Nonobstant ces différents principes et diligences, le rôle du commissaire aux comptes est strictement limité, il lui est interdit de s'immiscer dans la gestion de l'entreprise. Il peut bien sûr aider, donner un avis sur des documents établis en interne, mais il faut faire attention à ne pas contourner ce principe en prenant des décisions

De l'avocat

Dans le cas étudié, l'avocat accompagne le dirigeant en analysant les contrats signés relatifs à la dette senior pour voir les conséquences des bris de covenants et voir comment renégocier les termes avec la banque. La procédure d'alerte est un compte à rebours pour l'avocat car il faut accompagner le chef d'entreprise face aux différentes modalités imposées par le Tribunal de Commerce auxquelles le dirigeant n'est pas forcément préparé. »

> 3- Que faire en cas de non respect des covenants bancaires, la société étant déficitaire ?

Cette hypothèse qui s'est fortement développée en 2009 montre l'évolution défavorable du contexte économique et l'assèchement des trésoreries des entreprises.

Le manque de trésorerie assorti d'un bris de covenants et d'une situation déficitaire ont plusieurs effets négatifs :

1. Un risque de dénonciation par les banques des lignes court terme,
2. Une sollicitation des actionnaires : doivent-ils apporter ou non de la « new money » ?
3. Un risque de déclenchement de la procédure d'alerte par le commissaire aux comptes
4. Une remise en cause du fonctionnement de l'entreprise et de son organisation, voire du dirigeant lui-même.

Aujourd'hui les différents acteurs d'un LBO en difficulté semblent rechercher plutôt des solutions de « temporisation ». La faible visibilité sur la reprise économique conjuguée à la position des banques de ne pas monter au capital des entreprises en restructuration explique la recherche de solutions simples impliquant un effort partagé des différents « stakeholders » : sans faire de généralités, on assiste à de nombreux dossiers dans lesquels les banques acceptent de consentir des franchisessur le remboursement du capital. En contre partie, le management s'engage à élaborer un plan de restructuration robuste, et les actionnaires à injecter de l'argent frais. Sont également prévus dans ces restructurations des clauses de « revoir » et « d'excess cash flow » en faveur des banques.

En termes de prévisions de trésorerie, il est nécessaire de disposer de 2 outils complémentaires :

1. une prévision de trésorerie à treize semaines pour gérer le très court terme et identifier les éventuelles difficultés et impasses,

2. une prévision de trésorerie mensualisée à douze mois, totalement liée au budget mensuel d'exploitation. Ces éléments doivent permettre de donner de la visibilité et de la sérénité pour construire un business plan robuste, faire jouer des « sensibilités » et aussi de prévoir des scénarii de crash-test.

Le dirigeant doit donc se remettre en question et ses conseils doivent l'en persuader et l'y aider. Il faut donc chercher les leviers en terme de cash et de résultats au sein de l'entreprise. Des économies sont souvent possibles là où le dirigeant ne les voit pas. Cependant, ce travail n'est pas évident à réaliser car la crise mobilise toutes les forces humaines et la saturation se fait sentir au sein des équipes.

...

POINTS DE VUE

Du cabinet de restructuring

« Les analyses historiques et prévisionnelles de la trésorerie (à savoir, comment circule la trésorerie au sein du groupe) sont encore plus importantes dans cette situation. La société « cible » peut être dans l'impossibilité de faire remonter du cash vers la holding car elle ne peut plus puiser dans ses réserves et/ou ne dégage plus de résultat à faire remonter alors même qu'il existe du cash dans la société.
Il faut analyser les remontées de trésorerie pour servir la dette avec la plus grande prudence et rester très vigilant sur la correcte application des « cash pooling » (gestion centralisée de trésorerie) ou autres conventions de trésorerie. On ne peut certainement plus raisonner en consolidé dans la conjoncture actuelle et il est nécessaire de descendre au niveau des entités en « social » et de bien analyser les flux entre les différentes sociétés d'un groupe. »

De l'investisseur

« Faut-il apporter de la new money dans une situation de crise ? Tel est la question que se pose l'investisseur. Les banques peuvent faciliter les choses en acceptant de décaler des échéances mais, en tout état de cause, la new money est plus compliquée à mettre en place dans des situations de crise car il s'agit d'un risque supplémentaire pris par les actionnaires et les banques.
Par ailleurs, il faut bien faire la distinction entre le financement d'exploitation d'aujourd'hui et celui de demain car il faut se poser des questions sur la manière dont l'activité va repartir et sera financée. A cela, il faut prévoir l'impact de la loi LME (Loi de Modernisation de l'Economie) et des besoins d'investissement liés à la reprise attendue. Pour cela, il faut cibler les besoins de 2010 dans un cas optimiste de reprise d'activité et le faire intégrer aux banquiers. »

Du banquier

« La new money est difficile à mettre en place surtout si le banquier court terme est différent du banquier senior. Il peut y avoir également une divergence d'intérêts au sein d'un pool bancaire. De plus, le banquier, sollicité pour d'avantage de crédit, ne peut prendre le risque d'être dans une position de « soutien abusif ». Cette situation renforce l'importance de la transparence et de l'implication de toutes les parties pour trouver un accord global et accompagner l'entreprise dans cette période difficile. »

Cette situation met également en évidence les divergences d'intérêts qui peuvent exister entre le dirigeant, les actionnaires et les banques.

C'est ici que la concertation et le dialogue entre ces différents professionnels sont primordiaux : soit les parties arrivent à s'entendre et communiquer, et elles aboutissent ensemble à la mise en œuvre d'un accord, soit les parties ne communiquent pas ou n'arrivent pas à s'entendre, et dans ce cas chacun cherchera à privilégier ses intérêts propres par préférence à ceux des autres interlocuteurs.

Dans cette situation, le dirigeant doit en effet composer avec :

1. Ses banques : il faut conserver simultanément leur confiance en démontrant que l'on contrôle la situation, maintenir les lignes de financement et ne pas amener les banques à dénoncer les accords en mettant en œuvre, le cas échéant, les garanties dont elles disposent.
2. Ses actionnaires: ils peuvent s'interroger sur l'utilité d'un nouvel apport de capitaux : combien faut-il apporter ? Est-ce que cela sera suffisant ? La société est-elle au bout de ses difficultés ou bien la situation peut-elle encore s'aggraver ? Qui sera le vrai bénéficiaire du cash apporté : la société ou bien ses créanciers qui disposent de garanties ou de sûretés ?
3. Ses intérêts propres : accepter une augmentation de capital et se voir diluer, perdre une partie du contrôle de la société ? accepter une remise en cause de son mode de fonctionnement et de son organisation ?

Si le dirigeant n'anticipe pas les difficultés et tarde à rencontrer ses banques ou ses actionnaires, la situation peut se trouver irrémédiablement compromise. Il peut perdre la confiance de ses partenaires et se trouver dans une situation qui devienne irréversible et basculer dans une procédure collective.

Il est donc extrêmement important que tous les partenaires habituels de l'entreprise avec son dirigeant se mobilisent, dans une période où les intérêts individuels peuvent apparaître contradictoires, pour faire en sorte que ces différents interlocuteurs puissent travailler ensemble vers un objectif commun : la pérennité de la cible et la tenue de ses engagements.

. . .

Chapitre VI

> Les solutions managériales dans le cadre d'un LBO en crise

Que la conjoncture soit bonne ou mauvaise, comme c'est le cas actuellement, une opération LBO n'est pas à l'abri de turbulences. Or une réponse inadaptée du management dans de telles situations est la plupart du temps fatale à l'entreprise. Il est curieux de constater que l'on accorde infiniment d'importance à l'étude financière, à l'évaluation, à la position économique de l'entreprise, alors que l'analyse du profil du management et son adaptation aux conditions et aux contraintes d'une opération LBO est le parent pauvre des études préalables. Par ailleurs, telle équipe managériale qui se trouvait parfaitement en phase avec l'opération LBO lors de son initiation, peut se trouver en décalage avec certaines réalités, dans le cours de l'opération.

On peut montrer qu'il existe à la fois :

- des moyens de prévenir certains de ces risques
- des moyens de sortir de l'ornière s'ils se réalisent.

Ces moyens relèvent d'un champ de compétences variées allant de la mise en œuvre de l'intelligence économique au management de transition en passant par la mise en valeur du capital humain.

- Les bonnes pratiques de l'investisseur

Il convient en premier lieu d'accorder de l'attention à deux éléments :

1. La structuration de l'organigramme pour accompagner l'évolution de la société,
2. La préparation du « coup d'après », y compris dans l'alignement des ressources humaines sur les nouveaux objectifs définis dans le business plan.

Il est utile de mettre en œuvre des outils, trop souvent sous-utilisés par l'investisseur, que ce soit avant ou après opération

- connaissance de l'environnement au service du manager,
- audit RH/Organisation,
- management de transition.

POINTS DE VUE

De l'investisseur

« Le métier d'investisseur intègre/ accepte un certain « taux de casse » qui varie en fonction de la nature des opérations

- LBI ≈ 50 %

- LBO ≈ 20 %

- OBO ≈ 0%, sauf impondérables (risques inhérents à la santé du dirigeant))

Il est patent que les échecs sont fréquemment dus à un dysfonctionnement dans la relation « management et changement » à savoir :

- des changements dans le management non assumés,

- un management mal préparé au changement : nouvelle stratégie, build-up etc…

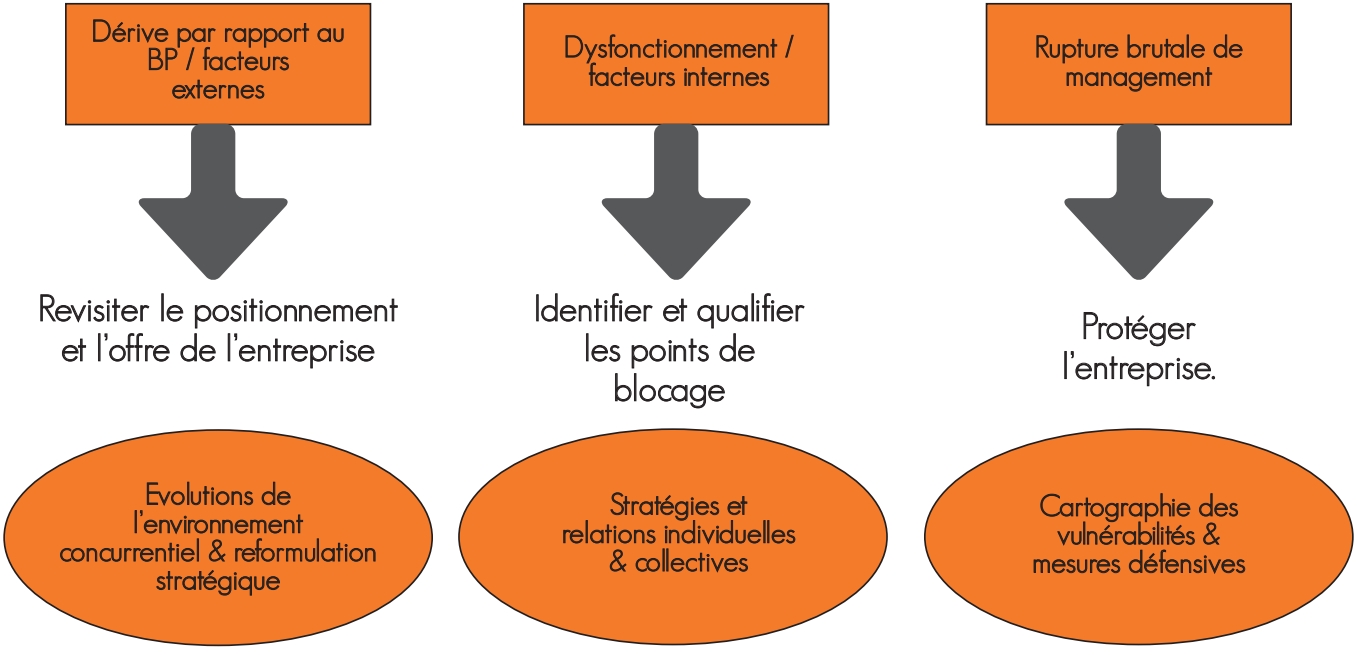
C'est un paradoxe : les investisseurs consacrent des ressources importantes aux phases d'évaluation et d'audit

(financier, juridique), mais peu sur ces deux problématiques essentielles »

> 1- L'usage de l'intelligence économique .

La vocation de l'intelligence économique est de collecter, traiter et diffuser l'information utile aux décideurs . En matière d'investissement, elle permet, d'une part d'évaluer les hypothèses constituantes du business plan, d'autre part de reconsidérer de façon claire et structurée les nouveaux enjeux en phase de post-acquisition. Le diagnostic en phase de post-acquisition sera d'autant plus nécessaire que les due diligences stratégiques auront été limitées.

cas pratique



Il montre que, selon l'origine du dysfonctionnement, les besoins informationnels seront extrêmement différents.
Dans le premier cas, les informations qui devront être mises en exergue concernent le marché : clients, fournisseurs, distribution….
Dans le deuxième cas, l'accent devra être mis sur le diagnostic de la gouvernance, du management, de la communication, des relations avec les actionnaires …
Dans le dernier cas, les points à éclairer relèveront des menaces concurrentielles, continuité du management intermédiaire…

Quelque soit le cas de figure, l'approche informationnelle devra se plier à des exigences qui relèvent des bonnes pratiques.

- L'usage de l'intelligence économique

Dans le cas des transitions et turbulences, il s'agit d'aider les dirigeants et / ou actionnaires à reprendre la main sur les évènements :

1. identifier les opportunités et risques immédiats,
2. identifier et exploiter les leviers d'influence à court terme.

La qualité d'une démarche d'intelligence économique dans un tel contexte de turbulences va dépendre de la capacité des acteurs à :

1. produire des informations pertinentes, fiables et si possible exclusives, ce que l'on peut appeler de l'information compétitive,
2. convaincre et mobiliser par la communication d'influence

Les facteurs clés d'une information compétitive relèvent des éléments suivants :

1. une ingénierie de recherche de l'information adaptée au contexte : orientée,
2. l'exploitation des sources formelles et informelles, internes et externes : les sources informelles (humaines) permettant souvent d'obtenir des informations très qualitatives si elles sont traitées avec efficacité et dans le respect de l'éthique professionnelle ; c'est un élément déterminant, car, de fait, les informations les plus actuelles sont souvent détenues par les sources informelles que sont les commerciaux ou certains partenaires de l'entreprise,
3. le croisement de différentes techniques de collecte de l'information : questionnement, observation, documentation, enquêtes …, en fonction des informations recherchées et des sources accessibles, l'idéal étant de pouvoir rester le plus près possible de la réalité de l'activité,
4. l'analyse des informations avec une grille de lecture et de scénarii intégrant et anticipant les stratégies des acteurs.

POINTS DE VUE

Du consultant en intelligence économique.

« Il faut convaincre et mobiliser par la communication d'influence. A cet égard , la communication interne comme externe est un facteur déterminant en périodes charnières ou situation sensible. Il faut communiquer sur le projet, permettre à chacun d'être concentré sur les priorités et pouvoir compter sur l'implication de toutes les parties prenantes.

Le résultat dépend de trois dimensions :

1- de la perception en interne comme en externe de l'entreprise, de ses dirigeants et de ses actionnaires,

2- d'un audit des outils et circuits de communication institutionnelle internes / externes,

3- de l'aptitudes du dirigeant à gérer et piloter les situations complexes : incarner et porter le changement, mobiliser leurs capacités de communication, favoriser une culture de la flexibilité, de la vigilance et de l'anticipation, faire face à l'incertitude et aux bouleversements…

Dans ces conditions, l'information peut devenir un vrai levier de différenciation et de puissance, qui débouche sur des solutions opérationnelles. »

> 2- Le diagnostic du capital humain

On parle de capital financier, de capital industriel… et pourquoi pas de capital humain ? Le capital humain recouvre l'ensemble des compétences et des savoir faire qui sont disponibles dans l'entreprise. Développer le capital humain c'est mettre en adéquation, autant que faire se peut, le développement de l'entreprise avec le développement des individus qui la composent. Autrement dit, il s'agit de prévenir un risque fondamental dans le déroulement d'une opération LBO à savoir : détruire ou sous utiliser le potentiel humain dont dispose l'entreprise faute d'une analyse pertinente de la situation.
Développer ce capital suppose donc l'établissement d'un diagnostic reposant sur six questionnements :

1. Quel organigramme pour quelle stratégie ?
2. La bonne personne est-elle à la bonne place ?
3. Quel style de mangement convient-il de mettre en place ?
4. Quelle est la place du client dans la logique de fonctionnement de l'entreprise?
5. Les équipes sont-elles impliquées et motivées ?
6. Les modes de fonctionnement sont-ils opérationnels et efficaces ?

Le conseil en management met les équipes en dynamique : toute décision doit être partagée et intégrée par les équipes grâce à la communication et l'information. Les managers comme les salariés sont porteurs du projet de façon à pouvoir tourner la page entre l'histoire d'hier et celle demain. Ce qui est visé, c'est une nouvelle responsabilisation des salariés leur permettant de traduire le nouveau projet dans l'implication, la responsabilisation, l'entraide, la solidarité et les gestes professionnels.
Concrètement il s'agit :

1. de rendre le projet de l'entreprise sous LBO lisible en faisant prendre conscience qu'il y a un « avant » et un « après » en donnant du sens, de l'envie et des perspectives, ce qui nous renvoie notamment aux recommdations de l'AFIC concernant le plan d'intéressement étendu aux collaborateurs via un FCPE,
2. de s'appuyer sur les projets existants avant le LBO ou issus du LBO (nouveaux marchés, nouveaux produits, évolutions des outils de production…) ,
3. mettre en œuvre un temps institutionnel pour promouvoir le projet.

> 3- L'apport du management de transition

Le management de transition est un métier affirmé d'autant plus qu'il existe en France depuis plus de 20 ans.
Le management de transition se définit par la résolution d'une situation ponctuelle particulière rencontrée par une entreprise ou une organisation grâce à l'intervention d'un manager externe à l'entreprise.
Cela sous-entend la conduite opérationnelle du changement à partir de l'exercice d'une fonction et/ou de la direction d'un projet qui met en oeuvre ce changement sur le terrain par des mesures humaines, financières organisationnelles.

Cette activité se distingue de l'interim management qui consiste simplement à occuper une fonction vacante pour une période déterminée sans l'implication d'un changement.

Pour ce faire, le management de transition s'appuie sur un process métier clair, connu, qui doit être scrupuleusement respecté, à savoir :

1. cadrage de la mission,
2. proposition de service,
3. lettre de mission,
4. suivi et contrôle par notes d'avancement mensuelles,
5. mesure des résultats par bilan opérationnel, notes de synthèse et feuille de route.

Le management de transition propose, dans des délais très brefs, l'intervention opérationnelle de managers de transition pour :

1. résoudre des situations sensibles ou complexes,
2. mettre en œuvre des projets à fort enjeux,
3. piloter des périodes de rupture managériale.

...

cas pratique n°1

Reprise en main d'une participation à la dérive

1. Situation

- Un pool d'investisseurs a réalisé l'acquisition totale d'une entreprise de distribution.
- Afin d'assurer la bonne continuité de l'activité, le conseil d'administration a décidé de maintenir l'ancien propriétaire à son poste de PDG
- Rapidement, les indicateurs de l'entreprise se dégradent et le premier remboursement de la dette senior ne peut pas être honoré.

2. Actions

- Un manager de transition intervient au titre de directeur administratif et financier en remplacement du titulaire du poste, fille de l'ancien propriétaire et largement sous-dimensionnée par rapport à l'ampleur de la situation .
- Immédiatement, le manager de transition négocie un report de l'échéance de la dette senior auprès des partenaires financiers .
- L'analyse rapide du fonctionnement de l'entreprise met en évidence des lacunes de gestion et une stratégie qui n'est pas en phase avec celle arrêtée par le conseil d'administration.

3. Résultats

- Le manager de transition a mis en place des mesures de gestion correctives " drastiques" (notamment sur les stocks) .
- Après 8 mois de mission, l'entreprise est en mesure d'honorer ses échéances .
- Sur recommandation du manager de transition, le conseil d'administration a imposé des indicateurs de gestion et un reporting exigeants.
- Le PDG a été écarté pour laisser la place à un nouveau directeur général (titulaire) .

Accompagnement opérationnel d'une nouvelle équipe de direction

1. Situation

- Dans le cadre d'une cession d'entreprise par son dirigeant-fondateur, un projet de rachat en LBO est monté avec équipe de cadres.
- Ce projet prévoit la nomination au titre de directeur général d'un des cadres, à l'origine responsable du développement commercial .
- Au bout de 12 mois, le conseil d'administration constate que le remplacement prévu du fondateur de la PME par son n°2 ne se passe pas correctement .

2. Actions

- Soucieux des conséquences de ces dysfonctionnements sur la bonne marche de l'entreprise, mais convaincu que le nouveau directeur général a du potentiel, le conseil d'administration sollicite un manager de transition .
- Un manager de transition intervient au côté du nouveau directeur général avec la triple mission de rétablir la profitabilité d'un outil de production en danger immédiat, de resserrer le management d'une entreprise en plein laisser-aller et de renforcer les bonnes pratiques managériales du nouveau directeur .

3. Résultats

- Après 12 mois de mission, l'entreprise est remise en ordre de marche et peut honorer sans difficulté l'échéance de remboursement de la dette senior .
- La principale difficulté rencontrée consistait à faire comprendre au nouveau directeur général qu'il devait dépasser ses anciennes attribution pour occuper une position plus centrale dans le fonctionnement quotidien de l'entreprise .
- Grâce aux actions et au positionnement du manager de transition à ses côtés, le nouveau directeur général a restauré son autorité, notamment auprès de ses anciens collègues, en mettant en place et en animant des actions simples et structurantes (Ex. comité de direction, ...) .

cas pratique n°3

Rupture brutale de management

1. Situation

- Suite au montage d'un LBO en collaboration avec des investisseurs, le dirigeant d'une entreprise décède brutalement.
- Le pool d'investisseurs se retrouve face à une vacance soudaine de management qui met en péril le bon fonctionnement de la société.
- En effet, aucun des cadres de l'entreprise n'a les capacités pour prendre en main la direction générale.

2. Actions

- Sur la demande des investisseurs, un manager de transition intervient immédiatement pour occuper la direction générale .
- Le manager de transition reprend très rapidement en main les équipes sous le choc .
- Il assure la gestion au quotidien, laissant ainsi le temps aux actionnaires d'étudier les différentes possibilités qui s'offrent à eux (continuation, cession partielle ou totale, ...) .

3. Résultats

- Après 9 mois de mission, le manager de transition a préservé l'activité et redonné confiance aux équipes .
- Les objectifs financiers sont atteints et les échéances de remboursement de la dette senior sont honorées .
- L'épouse du dirigeant décédé a conservé ses parts dans le projet et un nouveau directeur général a été recruté, le passage de témoin étant assuré par le manager de transition .

POINTS DE VUE

De consultant en management de transition.

« Un manager de transition a acquis des savoir faire dans la résolution de situations rencontrées et traitées avec succès (les échecs ne sont pas éliminatoires pour autant !). Dans cette perspective, les savoir faire l'emportent largement sur tous les autres acquis. »

> Conclusion.

La légitimation des LBO passe par plusieurs points :

1. Asseoir le business plan sur une analyse fine du modèle économique de l'entreprise,
2. Mesurer la sensibilité des résultats aux variables clés,
3. Fonder la valeur sur des fondamentaux économiques et financiers intrinsèques et moins sur des éléments de comparaison.

Tout cela pourrait être qualifié de retour aux fondamentaux.

Le financement devrait avoir recours à des leviers mesurés qui laissent des marges de manœuvre en cas de difficultés.

Enfin, peut-être faut-il penser à des taux de retour sur investissement (TRI) plus modérés.

Est-ce économiquement justifié de demander des TRI de 20% et plus dans des économies où la croissance réelle ne dépasse pas 2% par an quand ce n'est pas moins ?

Cela pose en filigrane le problème de la pertinence de la mesure du risque des actionnaires, des bailleurs de fonds et de la hiérarchie des taux qui en résulte.

> Glossaire - *Termes couramment employés*

- BIMBO (Buy In Management Buy Out) : Opération de rachat d'entreprise par endettement réalisée par les dirigeants de l'entreprise associé à des managers extérieurs.

- Cash out / Cash In : Le Cash out désigne le produit de cession qui est sorti de l'entreprise lors de la mise en place de l'opération, par opposition au cash in qui sont les sommes réinvesties dans l'opération d'acquisition.

- Club deal : Dans les opérations de financement bancaire, les club deals sont des petits groupes de banques historiquement proches de l'entreprise et qui se partagent entre elles la dette senior.

- Crédit relais : Mis en place en anticipation de remontées de dividendes

- Cross default : C'est une clause de sauvegarde qui prévoit que si l'entreprise fait défaut sur un crédit, l'ensemble des facilités devient exigible. Un seuil de déclenchement est généralement prévu.

- Dette senior : Elle peut comporter plusieurs tranches (A et B) avec des maturités et des modes de remboursement différents:
•La tranche A est généralement amortissable sur 7 ans.
•La tranche B peut avoir une maturité de 8 ans et être remboursée in fine.
•La dette senior est, par définition, prioritaire sur les autres dettes d'acquisition du holding. Elle est généralement garantie par le nantissement des titres de la société d'exploitation acquise.

- Dette subordonnée junior / la mezzanine : Rémunérée par la combinaison d'intérêts payés cash, d'intérêts capitalisés et d'une participation à la plus-value. Ces éléments assurent un taux de retour sur investissement (TRI) intermédiaire entre la dette senior et le capital.
La maturité est de 8 à10 ans, avec un remboursement in fine. Le paiement de la mezzanine intervient après celui de la dette senior (subordination).

- Ebitda ou EBE (excédent brut d'exploitation) : désigne, le résultat d'exploitation après retraitement des loyers de Crédits-Baux ("EBIT") diminué de la dotation de l'exercice relative à la participation et à l'intéressement des salariés , majoré des dotations aux amortissements (y compris les dotations relatives aux Crédits-Baux) et des provisions d'exploitation nettes de reprises.

- Free Cash Flow : Désigne l'Ebitda, diminué de l'impôt et de la participation des salariés, de la variation de BFR, des investissements et des dettes afférentes, et augmenté des nouvelles dettes financières mises en place pour le financement des nouveaux investissements, des produits de cession d'actifs, des apports en fonds propres.

- LBO : Opération d'acquisition d'une entreprise, réalisée par un effet de levier juridique, fiscal et financier.

- LBU : Opération de financement d'une croissance externe avec effet de levier.

- MBI : (Management Buy In) Rachat d'une entreprise par un management extérieur, financé avec recours partiel à l'endettement.

- MBO : (Management Buy Out) Rachat d'une entreprise par le management financé avec recours partiel à l'endettement.

- OBO (Owner Buy OUT) : L'actionnaire majoritaire cède une partie de son capital à un investisseur, en vue d'une réalisation partielle de son patrimoine.

- Revolving : Crédit confirmé consenti pour une durée précise, qui se régénère au gré des remboursements.

- Syndication : Entrée en participation d'autres banques dans l'opération arrangée, selon une procédure et un formalisme très ouverts.

- Termsheet «Principaux Termes et Conditions» :
Document contractuel signé par le client qui reprend l'ensemble des conditions négociées (montant, durée, objet, taux, garanties, engagements de faire / de ne pas faire, covenants…)

- Window-dressing : On appelle opérations de window-dressing, des opérations faites en fin d'année pour habiller les états financiers.

> Définitions juridiques

- Clean down : Obligation souscrite par l'emprunteur de ramener à zéro, à un moment donné et sur une période déterminée, les tirages effectués au titre d'un crédit revolving.

- Covenants : Clauses de sauvegarde qui correspondent aux engagements de faire et de ne pas faire pris par l'emprunteur. Covenants Financiers: obligation de respecter les Ratios.

- Gross-up clause : Clause de majoration (neutralisation –au profit des prêteurs et à la charge de l'emprunteur -des incidences fiscales –notamment retenue à la source sur paiement d'intérêts –pouvant survenir dans le cadre de la vie du contrat).

- Market disruption clause : Clause de perturbation de marché ou clause d'assèchement du marché. C'est la faculté pour les banques de refuser une demande de tirage ou de renégocier la durée ou le taux d'intérêt du financement si les conditions du refinancement des prêteurs sur les marchés de capitaux leur sont défavorables).

- Market flexibility ou Market flex clause : Clause permettant, au stade de l'offre de financement, à l'auteur de la prise ferme de rediscuter avec le bénéficiaire de l'offre de prêt en cas de survenance d'événements affectant le marché des capitaux.

- Material Adverse Change : Evènement défavorable significatif: clause permettant aux prêteurs de mettre fin au contrat du fait de la survenance d'un évènement, non déterminé ni prévisible, mais dont ils estiment les conséquences graves pour l'emprunteur.

- Waiver : Demande d'exemption présentée par l'emprunteur au syndicat bancaire afin qu'une clause du contrat ne trouve pas application (ex.: autoriser l'emprunteur à procéder à une opération normalement prohibée). Cela peut conduire à une renégociation contractuelle si l'exemption devient définitive.

CONTRIBUTEURS :

> L'environnement patrimonial de la transmission
Eric BAROIN, Lamy Associés ; Philippe DUVAL, COMPAGNIE FINANCIERE EDMOND DE ROTSCHILD ; Benoît MOREL, OFFICE NOTARIAL DE L'EUROPE

> La place des chiffres dans un montage LBO :
Gilles BOURQUIN, BANQUE POPULAIRE LOIRE ET LYONNAIS ; Thierry LUTHI, CEGID ; Christophe VELUT, A3E ; Arnaud VERGNOLE, ADVANCE CAPITAL ; Franck URBANSKI, EVOLEM

> Le financement structuré
Hervé DESBIEF, BNP PARIBAS ; Christian LE FLOCH, CIC Lyonnaise de Banque ; Anne LE GOULVEN, LCL ; Frédéric HUGUENIN, CARBONNIER, LAMAZE, RASCLE & ASSOCIÉS

> Le management package :
Guillaume DECITRE, Librairie DECITRE ; Hervé LE GOUPIL, FINADVANCE ; Amaury NARDONE, Cabinet DELSOL & ASSOCIÉS; Frédéric SUBRA, Cabinet DELSOL & ASSOCIÉS

> La gestion des LBO en période de crise :
Guillaume CORNUT, DELOITTE FINANCE ; Gilles FRESEL, Cabinet QUADRATUR, Laurent GELPI, CAMAC ; Bertrand SIMON, Cabinet ORIAL

> Les solutions managériales dans le cadre d'un LBO en crise :
Bernard DEBROISE, GROUPE BPI ; Marc GRIVEL, MCG MANAGERS ; Corinne LAPRAS, CORPOÉ ; Thierry GIRON, INITIATIVE & FINANCE

OUVRAGE REALISE SOUS LA DIRECTION DE

> Eddy BLOY : Co-Président de la commission transmission d'entreprises
> Florence HAHLNEN : Co-Président de la commission transmission d'entreprises
> Bertrand MANET : AFORGE FINANCE, Co-Président de la commission transmission d'entreprises

Palais du Commerce
Place de la Bourse
69002 Lyon
Tél. : +33 (0)4 78 37 62 30

www.lyon-finance.org

REMERCIEMENTS à nos adhérents qui ont permis la réalisation de cet ouvrage, à nos partenaires qui ont encouragé ce projet, et qui ont participé à la conférence du 24 Juin 2010 du Salon des Entrepreneurs .

péa - Pierre-Antoine Bouzard - Juin 2010