

L'ANALYSE ET LA PREVENTION DES RISQUES,
PREMIERE ETAPE VERS LA
CREATION DE VALEUR DANS LES OPERATIONS LBO

Pierre BATTINI
Ancien Président de l'AFIC
Consultant et Enseignant

ARTICLE PARU DANS « LA REVUE DU FINANCIER » DE FEVRIER 2008
N° 169 – PRIVATE EQUITY & LBO

Mots clés : capital-investissement, private equity, LBO, transmission, risques, due diligences, effet de levier, equity, risque systémique, covenants bancaires, création de valeur

INTRODUCTION

Les opérations dites de transmission avec effet de levier, ou encore « leverage buy out », LBO, appartiennent au champ du Private Equity - Capital Investissement en français – le financement d'entreprises non cotées par des capitaux privés en apports de fonds propres, donc en haut de bilan.

Apparus dans les années soixante dix en France d'abord sous la forme du Capital Risque ces investissements se sont fortement développés pour atteindre en France le volume de dix à douze milliards d'euros pour les années 2006/2007. C'est beaucoup pour le financement de PME, mais cela ne représente que deux journées moyennes de volumes d'échanges sur le CAC 40.

L'AFIC, - Association française des investisseurs en capital, organisme professionnel - dresse les tableaux statistiques des opérations des deux cent vingt sociétés de gestion gérant au moins cinq cents fonds d'investissements (en phase d'investissements ou d'extinction).

De ces données (tableau en Annexe 1) on peut retenir les grandes lignes suivantes.

En résumé, une opération de capital risque par jour et une autre de transmission, ces dernières représentant environ 80% des montants investis chaque année.

Concernant les LBO ce pourcentage n'est pas propre à la France et les autres pays européens sont également à ce niveau.

Domage pour le Capital Risque et le financement des entreprises technologiques, le parent pauvre du Capital Investissement en Europe, à l'exception des pays nordiques, et bien sûr des USA, pays dans lesquels elles sont fortement soutenues par l'argent public.

Les opérations à effet de levier sont souvent contestées au motif que les investisseurs ont des visions à court terme concernant les entreprises achetées, cherchant à maximiser dans le minimum de temps leurs plus values. En réalité, elles sont indispensables pour régler des problèmes de fond de l'économie comme la transmission d'entreprises moyennes à des cadres en l'absence d'héritiers, le rachat de filiales de groupes voulant se concentrer sur leur « core business » ou encore le redressement d'entreprises accompagné d'injection de capitaux ; mais aussi d'autres opérations comme le retrait de sociétés de la bourse lorsque celle-ci ne sait plus ni les valoriser et encore moins les financer.

Ces opérations sont suffisamment connues pour ne pas les représenter en détail, ce qui est fait par ailleurs.

Il faut rappeler que les investisseurs du Private Equity exercent l'activité de « gestion pour compte de tiers ». Ils investissent des capitaux qui leur sont confiés par ceux qui les détiennent, les fonds de pensions, compagnies d'assurances, banques, parfois même personnes physiques... Ils gèrent ces capitaux conformément au « Règlement » approuvé par tous les souscripteurs et qui fixe notamment la politique, le rythme d'investissement, et la durée du fonds.

On dit toujours que les investisseurs recherchent des affaires saines ; on ne saurait leur reprocher encore faudra t il bien analyser les risques apparents, cachés ou potentiels, les estimer, voire s'ils peuvent se concrétiser, les garantir éventuellement et en définitive estimer si le risque global mérite d'être pris ; c'est l'objet de cet article, qui analyse les risques endogènes propres aux sociétés achetées ou aux montages financiers mis en place, ainsi que les risques exogènes.

Les risques de ces opérations sont comme on va le voir nombreux mais peuvent se ranger sous les rubriques suivantes qui constituent les titres des paragraphes que nous allons examiner :

1 – Les risques intrinsèques à la société achetée

2 – La constitution d'une équipe managériale en s'assurant de la compétences des repreneurs

3 – Les risques liés au montage des opérations

4 - Les risques financiers du montage

5 – Les risques juridiques et fiscaux

6 - Les risques économiques

7 – Existe-t-il un risque systémique dû aux LBO ?

La courte histoire des LBO constitue un bel exemple de sophistication de la technique financière en quelques années, histoire marquée par une croissance forte et régulière qui affronte fin 2007 ses premières difficultés bien que faibles. Rappelons que le premier LBO en France, d'une taille intéressante fut celui de Darty racheté dans les années 80 par le Crédit Lyonnais.

1 – Les risques intrinsèques à la société achetée

Les préalables à l'investissement - L'analyse des risques par la méthode des « due diligences ».

La diminution des facteurs de risques repose essentiellement mais non exclusivement sur l'analyse de la cible elle-même.

On s'assurera de la qualité de celle-ci par les opérations dites de « due diligences », contrôles, vérifications et validations des fondamentaux de l'entreprise, ces due diligences revêtant des formes variées concernant par exemple les compétences des individus et tous facteurs matériels comme l'analyse du Business Plan, des comptes, des bilans, des contrats juridiques...

Les investisseurs, ceux qui prennent la participation et deviennent propriétaires de l'entreprise, se concentreront sur l'étude du Business Plan, le développement stratégique et la constitution de l'équipe dirigeante ; un certain nombre d'autres due diligences seront effectuées par des experts spécialisés.

Le Business Plan – l'avenir - contient les éléments habituels mais il devra être très détaillé sur les états financiers prévisionnels, incluant comptes et bilans de la cible, de la holding de reprise ainsi que les états consolidés. Les principaux examens porteront sur les marges d'exploitation qui seront analysées en détail, ainsi que leurs variations positives ou négatives : marge brute, valeur ajoutée, EBITDA, EBIT (voir Annexe 2), Résultat net et Marge brute d'autofinancement, ainsi que les ratios d'endettement et de trésorerie, conditions essentielles de la réussite de l'opération, le financement des investissements, le financement des besoins en fonds de roulement et leur financement, la remontée des dividendes permettant le remboursement d'emprunts...

Etude évidemment complémentaire des analyses des comptes et bilans passés.

Le plan stratégique pourra aussi être analysé par des spécialistes sectoriels connaissant bien la concurrence et pouvant confirmer les options choisies par le management en terme de parts de marchés, investissements nécessaires, positionnement, matrice SWOT, (forces, faiblesses, risques et opportunités)...l'analyse des couples produitsXmarchés sera un élément déterminant.

Les due diligences qui peuvent ou doivent être confiées à des experts en raison de leur spécificité

Les due diligences financières : l'étude des comptes d'exploitation et des bilans passés (sur cinq ans) des plans de financements, le détail et l'analyse de tous les flux financiers ; cette analyse inclura celle de toutes les filiales situées en France ou à l'étranger, ce qui est un gros travail et recèle souvent des surprises

Les due diligences juridiques : il est procédé à l'analyse des livres juridiques de la société, livre des Assemblées, des procès verbaux des Conseils d'Administration , des mesures de publicité...

A l'étude des contrats : baux commerciaux, contrats de travail notamment pour les commerciaux qui peuvent avoir des contrats de travail très intéressants (pour eux) avec des indemnités de clientèle élevées en cas de départ de la société.

Les due diligences fiscales : s'assurer que la société est bien à jour du paiement des impôts, impôts sur les sociétés, TVA, Taxe professionnelle et surtout des cotisations sociales, (URSSAF, caisses de retraites...)

Les due diligences sociales, à voir avec les contrats de travail et les due diligences fiscales ; mais s'assurer aussi du respect du Code du Travail, de l'application du Règlement intérieur, des mesures de sécurité permanentes (interdiction de fumer dans les locaux...).

Les due diligences des assurances : la société, ses filiales sont-elles bien assurées ? Existe-t-il des polices pertes d'exploitation en cas d'arrêt d'activité temporaire ? Les installations – surtout dans des industries sensibles comme la chimie, la métallurgie...- sont-elles bien assurées ? Il en est de même pour les personnes exerçant des activités dangereuses...

L'analyse de la propriété industrielle : l'audits des brevets, des licences, des marques, des logos,... l'étude des brevets est assez souvent lourde et il faudra également s'assurer du « bon entretien » de ces brevets dans tous les pays où ils sont déposés.

L'audit des installations industrielles : des experts seront missionnés pour ce type d'analyse très importante dans les secteurs de l'électronique, de la chimie, de l'agroalimentaire et de toutes industries « polluantes » : l'âge des installations, leur entretien, leurs risques...

Due diligences concernant le système informatique : lorsque une société dispose de nombreuses filiales ou agences, des sites de production mais souvent de distribution il faudra s'assurer de la qualité et de la fiabilité des systèmes informatiques qui devront pouvoir transmettre journallement les volumes fabriqués, les quantités vendues, l'état des stocks de matières premières, de produits finis et ceci d'autant plus qu'il s'agit de matières précieuses comme l'or dans le cas des chaînes de distribution vendant des bijoux ; des incertitudes ou aléas sur ces informations peuvent compromettre la réalisation de l'opération car mettre en place un système fiable en remplacement de celui existant prendra plusieurs mois : on comprend que les acquéreurs ne veuillent pas prendre ce type de risques, sauf à perdre de l'argent le premier jour de leur investissement et passer par la case destruction de valeur avant d'attaquer celle de création de valeur.

Due diligences environnementales

Il faudra s'assurer que la société cible du rachat n'a pas été ou n'est pas l'auteur de pollutions particulières des nappes phréatiques, de rejets d'effluents dans les rivières ou le sous-sol, rejets qui étaient malheureusement fréquents dans les industries chimiques ou agroalimentaires et qui risqueraient d'entraîner la mise en cause des auteurs ainsi que le paiement d'indemnités considérables si ceux-ci sont condamnés....

On a vu le cas dans la revente d'une société de location de véhicules implantée en banlieue parisienne : traces de pollution dans le sous sol remontant à plusieurs années d'huiles de vidanges, d'acides (batteries) la société s'étant mise en conformité depuis.

La conséquence en est, si la transaction est néanmoins effectuée, la forte diminution du prix d'acquisition car même si cette société s'implante ailleurs elle pourra toujours être recherchée. Les due diligences sont la méthode d'analyse privilégiée dans toutes les opérations de Capital Investissement ; pour celles concernant le Capital Risque l'analyse technologique, l'ouverture des marchés et les compétences des entrepreneurs créateurs de leur société seront évidemment privilégiées.

2 – La constitution d'une équipe managériale en s'assurant de la compétences des repreneurs

Les opérations classiques de **Management buy out** qui reposent sur l'accession de cadres supérieurs aux « manettes » sont éminemment porteuses de risques ; ces cadres, même supérieurs (classification uniquement hiérarchique) seront-ils capables d'élaborer les nouvelles stratégies, les mettre en œuvre, d'animer les équipes, de les mettre en formation « de combat », d'être les bons partenaires des fonds d'investissements ?

L'essentiel de la décision et de la prise de risque reposera sur : « qu'ont fait ces cadres dans le passé, comment l'ont-ils fait et quels ont été leurs résultats » ?

Technique bien limitée qui sera heureusement complétée et enrichie par les nombreux entretiens entre repreneurs financiers et repreneurs managers.

Aux Etats-Unis pays dans lequel ces opérations sont anciennes et où les secrets de la réussite personnelle sont quasiment publics quelques coups de téléphone pour se renseigner sur les repreneurs en discutant avec quelques uns de leurs subordonnés ou anciens patrons (avec des questions comme « Quelles sont leurs réactions en cas de crises.. ») permettront d'avancer très rapidement dans la connaissance des individus et leurs compétences de gestionnaires.

Lorsque on se trouve dans **des opérations de type OBO** (« Owner buy out », sorte de vente à soi-même), opérations dans lesquelles le dirigeant actionnaire majoritaire cède un peu moins (ou un peu plus) de la moitié des actions à un fonds d'investissement tout en restant aux commandes, la situation est plus simple et plus sécurisée : le dirigeant a fait ses preuves et cela se lit dans la stratégie antérieure mise en œuvre sur dix ans ou plus et plus sûrement encore dans les comptes et bilans et les résultats de l'entreprise.

Ces opérations s'analysent en une vente partielle suivie quelques années plus tard d'une vente totale à un industriel ou un fonds d'investissement.

Les opérations de « **Management Buy In** » concernent le rachat d'entreprise par effet de levier également mais en faisant appel à un ou des managers venant de l'extérieur de l'entreprise, les investisseurs n'ayant pas trouvé dans les cadres en place les dirigeants de haut niveau qu'ils souhaitent. Les risques ne sont pas absents car les managers recrutés sont ils les bons ? Et surtout comment vont-ils s'intégrer dans les équipes existantes ? Ne risque t on pas un phénomène de rejet ? Les risques seront aussi différents selon qu'on est dans une PME où le dirigeant avait peut être des relations de type paternaliste avec son personnel, et des filiales de groupes dont l'encadrement connaît le mode de fonctionnement des managers même venus de l'extérieur.

Concernant ces trois types de reprises d'entreprises signalons la pratique « d'audit psychologique des équipes dirigeantes » menées par certains cabinets spécialisés ; but : voir si les membres pourront travailler ensemble et constituer une bonne équipe.

3 – Les risques liés au montage des opérations

Abordons maintenant les montages des opérations et les aspects plus financiers : valorisation des affaires, part des dettes dans le montage et possibilité de remboursement de la dette d'acquisition.

3.1 - La valorisation des sociétés

La technique retenue par les opérateurs est la valorisation des cibles par la méthode des rendements en prenant comme mesure les résultats bruts ou nets net d'exploitation de la société à racheter. En réalité, ces montages venant des pays anglo-saxons on retient, même en France, les soldes intermédiaires de gestion constitués par l'EBITDA et l'EBIT (définitions en Annexe). Cette méthode est retenue comme étant la vraie mesure de la rentabilité d'exploitation de l'entreprise sans tenir compte des éléments exceptionnels – telles les cessions d'actifs, qui viendraient impacter le résultat net avant et après impôts – et sans tenir compte de la structure financière de l'entreprise , c'est notamment le cas des frais financiers.

La valorisation sera donc basée sur un multiple d'EBITDA ou d'EBIT compris entre trois et... disons dix (des chiffres souvent rencontrés dans les opérations de ces dernières années).

L'idée qui sous tend cette valorisation est bien sûr que l'entreprise est un capital qui produit des revenus et que la capitalisation des revenus est une bonne méthode pour approcher la valeur du capital. Cette valorisation de base sera complétée par des éléments de patrimoine constitués du montant des fonds propres, de la trésorerie disponible et de l'endettement de l'entreprise achetée ou rachetée. Il est évident qu'une trésorerie pléthorique augmente la valeur de l'entreprise et qu'elle pourra être sollicitée – sous certaines conditions – pour participer au rachat.

Les multiples d'EBITDA ou d'EBIT seront variables selon la conjoncture économique, la conjoncture boursière et les PER, (le Price Earning Ratio qui indique combien de fois le résultat net par action de la société étudiée est compris dans le cours de Bourse) et financière (niveau des taux d'intérêt), une comparaison avec un échantillon d'entreprises cotées dites « comparables », les effets de mode (industries traditionnelles ou « clean tech industries), le secteur (secteurs à risques comme la chimie ou la pharmacie) ou avec moins de risques comme la distribution...

3.2 - Qu'est ce qui fait monter le prix des affaires ?

Les acteurs ont pris conscience de la forte rentabilité – prouvée – qui pouvait être dégagée par les opérations de LBO, des multiples de cinq à dix fois la mise en quelques années, correspond à des TRI – taux de rendement interne de l'investissement, en % par an - de 25/30%, parfois beaucoup plus, de manière sinon fréquente du moins possible.

Ces rentabilités doivent bien sûr être examinées à la loupe selon que les fonds se trouveront classés dans le premier quartile ou le dernier, les meilleurs ou les moins bons.

L'abondance des liquidités sur le marché mondial, les excédents en quête de placements dégagés par les pays émergents, notamment la Chine, et les pays pétroliers ont contribué à faire monter le prix des affaires, une partie de ces capitaux étant prêts à s'investir dans des activités à rendements élevés et somme toute à risques modérés, des rentabilités bien au dessus des rendements dégagés par les obligations, les actions ou l'immobilier, placements préférés des grands investisseurs, ces placements présentant les qualités traditionnelles de rendements (faibles), liquidité (au moins pour les grandes valeurs cotées, « bonds » publics...) et (relative) sécurité.

On doit aussi mentionner la rareté, les affaires de taille moyenne et de bonne qualité pouvant faire l'objet de transmission sous cette forme étant en France en nombre limité (on se plaint du manque de « gazelles »...), ce qui explique en partie la fréquence des LBO dits secondaires (un fonds LBO revend quelques années plus tard à un autre fonds LBO) voire tertiaires ou quaternaires...

3.3 - La structure du financement mis en place pour le rachat

Les risques mentionnés ci-dessus, de nature différente, seront amplifiés ou au contraire réduits par la structure du financement d'acquisition mis en place, tendu, à fort endettement pour bénéficier d'un effet de levier maximum ou au contraire sécurisé en incluant plus de fonds propres entraînant la réduction des emprunts.

Pour fixer les idées, la part des fonds propres injectés dans la holding de contrôle qui rachète l'entreprise pourra varier de 25% – dans les grosses opérations (quelques centaines de millions d'euros) et les affaires de très bonne qualité - à 45% dans les petits LBO (de quinze à cent millions d'euros) réalisés sur des entreprises de taille petite ou moyenne où les risques sont plus importants. La part de l'endettement dans la holding s'en déduisant.

Il est évident que les risques financiers naissent de l'équilibre qui sera retenu entre le financement en « equity » (fonds propres – ceux qui subissent les risques de l'entreprise mais génèrent les plus fortes rentabilités - haut de bilan) et l'endettement mis en place.

Et l'imagination des financiers a pu s'en donner à cœur joie et sans limite en constituant des tranches de financements particuliers qui font ressembler le passif du bilan de la société holding à un mille-feuille, chaque feuille ayant ses caractéristiques propres en terme de durée et de rendements, donc de risques.

3.4 - Des financements qui se ramènent à trois types

Les fonds propres, l'equity, qui subissent les risques de l'entreprise, le risque de perte totale ou partielle mais le rendement le plus élevé lors des cessions, cette « tranche » représentant environ un tiers du financement global ; rémunération attendue : un TRI de 30% lors de la revente au terme de quelques années (deux ou trois ans minimum allant jusqu'à six ou sept ans).

Une dette garantie dite « dette senior », consentie par les banques classiques, à la recherche de prêts sans trop de risques, qui représente moins de 50% du financement total, la garantie étant constituée par le nantissement des titres de la société rachetée, la cible ; rémunération attendue, variable autour de 6%, en hausse ; la dette senior sera remboursée en priorité et annuellement par le versement de dividendes de la cible à la holding.

Les dettes non garanties, qui représentent entre un quart et un tiers du financement mis en place, dotées de noms exotiques comme les dettes mezzanine (ainsi appelées car situées, en terme de risques, entre l'equity et la « dette senior »), les dettes « juniors », les seconds liens, ... ; la dette mezzanine, intercalaire entre « l'equity » et la « dette senior » sera rémunérée par un taux variable (Euribor + 3 à 5%) et bénéficiera d'une accession au capital lors de la cession par l'exercice ou la vente de BSA (Bons de souscription d'actions), soit un rendement en TRI de 12 à 18% ; toutes ces dettes sont en général remboursables « in fine » lorsque la société sera revendue.

Ce qui intéresse les banquiers dans ces opérations, en plus de la rentabilité, c'est l'immobilisation des fonds pour une durée court/moyen terme, (deux à cinq ans, maximum sept ans) et des montants unitaires élevés dont le coût d'étude est faible comparé à la mise en place de crédits affectés aux PME ou d'autres opérations. Les banquiers pourront également se refinancer rapidement en faisant de la titrisation de créances et en reportant les risques sur de nouveaux souscripteurs, comme on l'a vu lors de la crise mi 2007.

Les plus exposés sont évidemment les fonds d'investissement apportant les fonds propres : en cas de sinistre (dépôt de bilan), ils perdront tout, pouvant même être appelés en comblement de passif si le tribunal le décide, c'est-à-dire si les actionnaires majoritaires ne peuvent pas apporter la preuve qu'ils font tout leur possible pour éviter la déconfiture.

A condition de remettre au pot pour tenter de sauver l'entreprise les actionnaires prendront des risques supplémentaires et diminueront fortement leur rendement final.

Les banquiers « seniors » pourront limiter leurs pertes puisqu'ils se feront attribuer les actions qu'ils « détiennent » en nantissement, par le tribunal ; mais ils se trouveront en possession de titres qui ne vaudront plus grand-chose ; ils ont peut être accordé un prêt d'un montant de 45 pour une société rachetée 100 dont ils retireront 20 lors de la cession des titres qu'ils n'ont aucun intérêt à conserver.

La meilleure garantie pour eux serait qu'ils puissent détenir une hypothèque sur les biens immobiliers de la cible ce qui est interdit par la législation française, bien qu'accepté aux Etats-Unis.

Les « mezzaneurs » pourront éventuellement en supplantant les apporteurs de fonds propres et en refinançant la cible essayer de redresser l'entreprise et « tirer les marrons du feu », mais là encore rien n'est acquis et le rendement sera fortement compromis.

Quant aux autres apporteurs de dettes et toujours en cas de sinistre, ils ne toucheront rien passant derrière tous les autres créanciers nantis et après l'Etat, l'Urssaf, et les salariés.

Exemple connu : l'Autodistribution société spécialisée dans la distribution de pièces automobiles rachetée en LBO par trois fonds d'investissement en 1999 ; voulant mettre en place une activité de « build up » pour prendre pied sur le marché anglais la société a racheté une société cotée à la Bourse de Londres mais dont les comptes se sont avérés « trafiqués » ; cette acquisition a entraîné la chute de l'acheteur et les investisseurs ont quasiment tout perdu.

Ce sont les mezzaneurs qui ont récupéré les restes, ont relancé la société en associant les distributeurs régionaux et redressée, redevenue bénéficiaire ont pu la revendre en 2005 à d'autres investisseurs.

Pour faciliter les transmissions d'entreprises petites et moyennes en France, la **SOFARIS**, organisme public, une branche de OSEO, peut accorder une garantie aux établissements financiers qui résolvent des problèmes de transmission pour les PME réalisant moins de 80 millions d'Euros de chiffre d'affaires ; moyennant une cotisation, genre prime d'assurances, la SOFARIS pourra garantir l'apport en fonds propres aux investisseurs, ou la « dette senior » des banquiers à hauteur de 30 ou 50%.

(On estime en France qu'environ cinq cent mille entreprises devront faire l'objet d'une transmission dans les dix ans qui viennent, leurs dirigeants atteignant l'âge de la retraite, soit cinquante mille par an environ. Dans ces chiffres beaucoup de très petites sociétés n'employant pratiquement pas de salariés et qui disparaîtront ; mais aussi quelques milliers de belles affaires petites ou moyennes dont il faudra régler le problème ce qui nécessitera de nouvelles procédures, les investisseurs de Capital Investissement n'ayant sans doute pas les moyens de traiter toutes ces opérations).

4 - Les risques financiers du montage

4.1 – Valorisation et remboursement des dettes

On voit bien les risques fondamentaux qui apparaissent lors du montage.

Les prix des entreprises de plus en plus élevés risquent de contraindre les investisseurs, pour maximiser leur TRI, à faire **des montages « tendus » faisant appel à un endettement trop élevé** par rapport à la mise de fonds propres. Comme c'est la cible qui par le versement de dividendes à la holding va en définitive payer les frais financiers et le remboursement de la dette senior il y a là un risque évident et grave de non paiement.

Il faudra alors renégocier les contrats des banquiers qui imposent des ratios d'équilibre financier (total des dettes sur fonds propres) de trésorerie (remboursement de dettes et frais financiers d'un exercice inférieur à l'EBITDA) et de solvabilité (trésorerie immédiate supérieure à l'échéance de remboursement) au groupe constitué de ces deux sociétés.

Avec comme perspective si ce n'est pas possible le dépôt de bilan des deux sociétés.

Mais on fera évidemment tout ce qui est possible pour éviter d'en arriver là.

Les investisseurs peuvent éventuellement « remettre » au pot pour sauver l'ensemble ; ils pourront parfois le faire mais si le premier fonds qui a financé l'opération est à court de ressources, ayant tout investi, ce n'est pas le suivant qui voudra prendre ce risque.

4.2 - Et les managers ?

Ils sont associés à toutes les opérations et pour montrer leur implication et leur engagement sur ce projet auquel ils croient fortement ils vont investir leur propre argent dans la société holding pour détenir entre deux ou trois pour cent et un maximum de vingt pour cent du capital ; le solde aux investisseurs.

Leur sort est lié à celui des investisseurs : ils peuvent tout perdre si le projet échoue ils pourront en revanche faire une très bonne opération si c'est une réussite ; pour les maintenir dans la société les investisseurs vont leur proposer un « management package » très intéressant, leur plus value (puisqu'ils vendront en même temps que les investisseurs qui les ont financé) sera indexée sur le multiple de sortie des financiers : si le fonds d'investissement fait un multiple de deux les managers pourront faire un multiple de quatre, si les premiers font trois fois la mise, les managers pourront faire neuf fois la mise... des conditions qui peuvent

donc être très favorables mais en train d'être remises en cause, les managers français apparaissant les plus favorisés en Europe. En contrepartie, ils n'auront presque rien si la rentabilité finale est au plancher.

Mais il existe un risque qui peut toucher plus particulièrement les managers, c'est celui de ne pas « être à la hauteur », de ne pas savoir travailler avec des investisseurs, de ne pas savoir mettre en œuvre la stratégie élaborée par consensus, en définitive de mettre en danger le montage. Dans ces cas la mesure la plus radicale et appropriée est le changement d'équipe.

5 - Risques juridiques et fiscaux

5.1 – Risques juridiques

Ces opérations complexes doivent évidemment respecter les principes de base du droit des sociétés et la protection des entreprises.

La société holding sera une société anonyme par actions dirigée par un Conseil d'administration. La société cible sera transformée en société à Directoire et Conseil de surveillance de manière à bien séparer les fonctions de direction et de contrôle.

Concernant la **distribution de dividendes** par la société cible il doit s'agir de dividendes prélevés sur un vrai bénéfice après l'impôt sur les sociétés et non pas d'un dividende fictif, la distribution d'un dividende fictif étant un délit pénal.

La cible peut également participer à son achat en faisant une distribution de dividendes à la holding prélevés sur un exercice antérieur. Encore faudra il s'assurer que ces dividendes appartiennent aux nouveaux acquéreurs et pas à l'ancien propriétaire, mais aussi que ces dividendes s'imputent sur des résultats antérieurs non distribués, qui sont resté distribuables et ne concernent pas, par exemple, des plus values immobilières qui ont un régime d'imposition spécial ; avant 2006 la distribution de dividendes de plus de cinq ans nécessitait le paiement d'un précompte.

Mais un autre problème peut se poser, c'est celui d'une remontée de dividendes trop importante qui pourrait être considérée par la justice comme contraire à l'intérêt de l'entreprise, car la mettant en péril, au profit exclusif des propriétaires, ce fait pouvant conduire à une action en **abus de majorité ou d'abus de bien social**.

Ces opérations donnent lieu à l'élaboration de nombreux documents juridiques parmi lesquels on retiendra :

La Lettre d'Intention adressée par les investisseurs en fonds propres aux vendeurs et à leurs conseils.

L'objet de cette missive est de fixer les conditions auxquelles pourrait se faire l'opération, des propositions précises mais sujettes également à de nombreuses conditions préalables (audits...).

Il faudra être très prudent dans la rédaction de ces propositions – au conditionnel – de manière que le vendeur ne puisse pas poursuivre l'acquéreur si celui ne veut pas donner suite, ayant découvert un peu tardivement des risques réhivitoires.

(On a vu le cas dans des opérations de Capital Risque dans lesquelles l'entrepreneur qui avait besoin d'argent a demandé en justice la mise en place des concours énoncés par l'investisseur).

La Lettre d'Intention contient également une clause d'exclusivité qui empêchera le vendeur de prendre d'autres contacts pendant deux ou trois mois, une sécurité supplémentaire.

Les Pactes d'Actionnaires : un pour les actionnaires de la holding et un pour les actionnaires de la société cible. Indispensables, ils doivent rassembler tous les actionnaires des deux sociétés : on ne peut laisser en dehors un seul actionnaire, n'eut il qu'une action, car il

constituera un obstacle à une cession totale, s'il veut néanmoins conserver son action (ce qu'on appelle une capacité de nuisance).

5.2 - Garantie de passif et clause de complément de prix (« earn out »)

Dans tous les cas d'investissements en fonds propres, par rachat d'actions et/ou augmentation de capital les acquéreurs demanderont aux actionnaires vendeurs une Garantie de Passif dont l'objet principal est de les dédommager au cas où il apparaîtrait postérieurement à l'opération une créance irrécouvrable, une dette non enregistrée dans les bilans ou dans les comptes, un « vice caché » ou comme on le dit familièrement, un « cadavre dans le placard ».

On parle le plus souvent de garantie de passif mais il s'agit en fait d'une garantie portant sur les postes d'actifs bruts et de passifs bruts, la différence apparaissant comme le passif net (les fonds propres) d'où son nom de garantie de passif.

La garantie de passif couvre les bilans approuvés par les Assemblée Générales, le dernier bilan qui peut être non approuvé, en cours d'arrêté - mais aussi et surtout la période intermédiaire qui se situe entre le dernier bilan arrêté et certifié et la date de l'opération de vente/acquisition ; or, pendant cette période des opérations importantes ont pu être effectuées qui peuvent entraîner de fortes variations du passif comme de l'actif ; il appartiendra donc aux vendeurs de bien préciser les opérations sortant du cours normal des affaires (comme des cessions d'actif ou un endettement supplémentaire) qui ont été effectuées et qui ne sont pas enregistrées dans les derniers comptes ayant servi aux acquéreurs à prendre leur décision.

Ces mouvements vont en effet influencer sur la valorisation de l'entreprise en cause.

On recommandera toujours aux vendeurs de déclarer la totalité de ce qui n'est pas inscrit dans les comptes ou relevé dans les due diligences car sur le plan pratique il vaut mieux accepter une valeur de cession légèrement inférieure le jour de la vente que subir un procès long et coûteux six mois après contre les acquéreurs.

Les éléments de la Garantie de Passif.

Signataires : les actionnaires vendeurs

Bénéficiaires : les acquéreurs, dans le cas des LBO la holding de reprise

Montant maximum : dans les opérations minoritaires le montant de l'investissement (l'apport en fonds propres), dans les opérations majoritaires, le prix d'acquisition

Durée de validité de la Garantie : deux/trois ans pour tenir compte des opérations sociales et fiscales en cours

Plancher de la garantie : à débattre et dépendant de la taille de l'investissement

Rôle de la Garantie de Passif donnée par le vendeur: garantir l'acquéreur contre les moins values qui pourraient apparaître au bilan ou au contraire en hors bilan qui comptabilise des engagements donnés par la société à des tiers (exemple : contrats de leasing), écritures dissimulées ou non enregistrées dans les comptes ; pour la comptabilisation et le dédommagement il sera fait un solde des plus values et des moins values.

Constitution de la garantie de la garantie : pour les cas où cette garantie devrait être exécutée les bénéficiaires voudront que le paiement puisse être fait sans complications et sans retards ; ils demanderont donc au vendeur de mettre en réserve sur un compte bancaire un montant de l'ordre de vingt pour cent du prix encaissé, cette somme pouvant être mobilisée à première demande après constatation par les deux parties de la concrétisation du risque.

Dans certains cas, le vendeur pourra demander aux acquéreurs un paiement complémentaire, un supplément de prix appelé aussi **clause de « earn out »**. Ces clauses joueront par exemple dans les cas où des suppléments de revenus, et de profits, non retenus dans le Business Plan qui a servi de base à la transaction des futurs acquéreurs, seraient dégagés suite à une action commerciale engagée par les anciens dirigeants et n'ayant pas encore porté ses fruits ; ou l'encaissement d'une somme significative par la société en paiement de dommages et intérêts

accordés par un tribunal postérieurement à la cession sur un procès en cours à la date de cession mais non jugé.

Les clauses de *earn out* lorsqu'elles existent ont une durée de l'ordre de deux années maximum et ne sauraient excéder un montant de dix pour cent du prix d'acquisition.

La Garantie de Passif n'est pas exclusive d'une clause de *earn out* et on peut très bien concevoir que le vendeur soit en même temps garant et bénéficiaire ; idem pour l'acquéreur qui sera bénéficiaire de la première et garant de la seconde.

5.3 - Les « covenants bancaires » ou conventions qui précisent les conditions de mise en place de toutes les dettes par les banquiers ou autres financiers.

Une des conditions très importante dans toutes les conventions est que si la société holding ne peut pas s'acquitter du paiement des frais financiers et/ou du remboursement d'une tranche d'emprunts c'est la totalité de la ligne qui devient exigible.

On voit bien l'impossibilité matérielle d'en arriver là : si la holding n'a pas payé c'est que la société cible est en crise, a des problèmes de trésorerie et qu'elle n'a pas pu s'exécuter ; ce sera donc le moment de renégocier, obtenir des étalements dans les paiements ou éventuellement de refinancer la holding, et peut être même la cible.

Ces derniers mois, dans les grosses opérations de LBO menées par les américains les investisseurs imposaient leur loi aux banquiers et on allait même vers la suppression des signaux d'alerte et du suivi des ratios d'équilibre financier et de trésorerie, légèreté due à l'abondance de capitaux prêts à s'investir dans cette activité. La crise des « subprimes » a cependant redonné des pouvoirs aux banquiers qui ont réimposé leurs conventions.

5.4 - Sur le plan fiscal trois problèmes peuvent apparaître.

C'est tout d'abord ceux liés à **l'intégration fiscale** : on sait que la holding peut s'en prévaloir à condition de détenir 95 % du capital de la société d'exploitation. Mais celle-ci ne peut être mise en œuvre que si les anciens propriétaires ne se retrouvent pas majoritaires dans la nouvelle structure : c'est ce qu'on appelle l'amendement Charasse du nom de l'ancien Ministre des Finances ; dans ce cas, la holding ne pourrait pas imputer ses charges sur le résultat opérationnel de la société cible. L'Administration veut ainsi se prémunir contre des montages fiscaux qui auraient uniquement pour but de diminuer l'assiette fiscale de l'impôt sur les sociétés. C'est pourquoi les OBO ne peuvent pas profiter de cette facilité.

Autre problème lié cette fois à **la fusion rapide de la société holding et de la société cible** qu'on pourrait envisager pour des raisons de simplification et d'efficacité.

La fusion ne doit pas être réalisée avant cinq ou sept ans, car le fisc pourrait voir à cette occasion un abus de bien social ou encore un acte anormal de gestion faisant payer à la société cible des frais et charges qui lui sont étrangers et susceptible de diminuer l'assiette imposable.

Enfin, **la fiscalité des managers** est un problème particulier. Un certain nombre de ceux-ci ont pensé qu'ils pouvaient placer les actions qu'ils détiennent dans un PEA, les exonérant ainsi du paiement de l'impôt sur les plus values lors du dénouement. L'Association professionnelle l'a fortement déconseillé à ses membres pour des raisons déontologiques ; quant au fisc il aurait de bonnes raisons pour ne pas l'accepter ces « épargnants » pas comme les autres étant aussi les gestionnaires de la société.

6 - Les risques économiques concernent la cible et la holding de reprise.

Les risques de ce type sont toujours présents et on ne peut les écarter.

Dans les opérations de LBO plusieurs types sont à signaler :

Un reproche qu'on fait à ces opérations est que la société cible qui prélève quatre cinquième de ses résultats pour **rembourser les dettes de la holding** ne dispose plus de moyens pour financer son développement, investir en recherche/développement/innovation ou procéder à une croissance externe, handicapant par là même son avenir.

Des risques qui porteraient donc en priorité sur la cible et pourraient avoir assez rapidement des conséquences sur le développement de la société, sur ses parts de marché, bref sur sa survie. Il faut savoir que les opérations LBO sont très rares dans le secteur de la haute technologie et dans les sociétés dont tous les résultats doivent impérativement être réinvestis dans la recherche et la création de produits nouveaux, sans consacrer des sommes significatives à des distributions de dividendes. Les investisseurs ne recherchent donc pas des sociétés de ce type qui cumulent les risques...

D'autre part, la structure financière mise en place qui privilégie de plus en plus dans les LBO même moyens des dettes « in fine » réduit donc le montant des distributions à opérer et n'empêche pas la firme de poursuivre ses investissements de recherche, de production, de productivité ou de croissance externe.

La crise économique classique qui se traduit par un ralentissement de l'activité, stagnation ou diminution du chiffre d'affaires et corrélativement baisse des résultats peut conduire à la suppression des distributions de dividendes ce qui mettrait en péril le schéma de ces opérations. S'il s'agit d'une mauvaise année seulement, on pourra négocier avec le banquier le report d'une tranche de la dette senior les autres dettes étant remboursables « in fine » ; mais plusieurs années de crise pourront entraîner une restructuration drastique et peut être la fin du LBO.

A rattacher à la crise économique, la naissance d'une concurrence qui mettrait en danger la société d'exploitation. Un problème de réplique stratégique que l'association investisseurs/managers doit savoir gérer.

Autre évènement qui peut avoir de graves conséquences ; **la hausse des taux d'intérêts** concernant la dette senior mais aussi les autres dettes sur lesquelles il faut parfois payer les frais financiers semestriellement ; les montants en cause ne sont pas aussi élevés qu'une année de remboursement de la dette senior mais cela peut occasionner des tensions de trésorerie dont peut souffrir l'exploitation.

A signaler à ce propos les facilités offertes par les dettes de type « PIYC » dont les frais financiers ne seront payés que si la société le peut, selon la traduction Pay if you can (payez si vous pouvez... on ne saurait être plus accomodant); si vous ne pouvez pas payer, ces frais seront capitalisés et ce seront les successeurs qui rachèteront dette et intérêts capitalisés.

7 – Existe-t-il un risque systémique dû aux LBO ?

Ces deux ou trois dernières années devant la montée des prix des sociétés et des montages financiers ayant recours à un endettement élevé, un certain nombre d'observateurs ont cru pouvoir annoncer la bulle LBO entraînant mécaniquement la chute d'un certain nombre d'entreprises – incapables de procéder aux remboursements - , la baisse du prix des sociétés, un questionnement sur l'avenir de ces montages et plus grave, une extension des risques au système bancaire ayant des conséquences analogues à l'éclatement de la Bulle Internet.

En réalité ce qui s'est passé durant l'été 2007 n'a rien à voir avec ces annonces et le fait générateur de la crise est à rechercher encore une fois dans l'utilisation effrénée des phénomènes d'endettement, dans l'immobilier, et malheureusement au détriment de populations fragiles qui ont cédé aux attraits de la propriété à des conditions apparemment attirantes mais déraisonnables.

Les banquiers pour se refinancer ont constitué des véhicules spéciaux agrégeant des prêts immobiliers à ces populations, des prêts LBO ainsi que d'autres créances à moyen terme. Mais ce ne sont pas les prêts LBO qui sont à l'origine de la crise des « subprimes ».

Il n'y a sans doute pas de risque systémique à prévoir dans l'industrie du LBO, un virus qui pourrait se transmettre au système bancaire mondial, entraînant trois maux : le risque de « credit crunch » et d'arrêt de l'activité de prêts donc par suite de financement de l'économie, le risque d'illiquidité entre banques et le risque de solvabilité du système bancaire. Ce qu'on a vu ce sont les conséquences uniques de la crise des « subprimes » crédits hypothécaires à risques.

Par contre, le secteur des LBO pourra en subir quelques conséquences comme on le voit pour les gros LBO qui ont été repoussés, le temps que les banquiers estiment leurs pertes et retrouvent de la liquidité.

On a appris à cette occasion que des investisseurs avaient investi dans ces véhicules spéciaux sans connaître exactement leurs contenus et donc incapables d'en effectuer la valorisation.

Or s'il y a des acteurs qui connaissent bien leurs investissements ce sont évidemment ceux du Private Equity dont l'activité repose sur « l'affectio societatis », la volonté d'être en société avec des managers et ceci pour plusieurs années qu'il s'agisse du Capital risque, du développement ou des transmissions.

La meilleure preuve en est le faible taux de sinistres touchant ces opérations : sur 1600 LBO en cours en France à l'heure actuelle on ne recense que 3% de sinistres mêlant dépôts de bilan et problèmes de refinancements.

Certes le risque existe toujours mais il touche plus particulièrement les petites sociétés qui n'ont ni les capacités de réaction, ni la compétence de managers avertis ni parfois des ressources financières pour passer des phases difficiles.

CONCLUSION

Qui a dit que les opérations LBO n'étaient pas risquées ?

Une trentaine de risques ont été répertoriés, quelques uns peuvent être couverts par des assurances traditionnelles mais la meilleure garantie est l'étroite et efficace collaboration qui va s'instaurer entre les investisseurs financiers et les managers retenus.

Non seulement les investisseurs ont offert la possibilité à des cadres supérieurs de devenir de vrais entrepreneurs – des possibilités qu'ils n'avaient pas dans une société patrimoniale ou une filiale de groupe, ce qui est aussi vrai des nombreux entrepreneurs soutenus dans le Capital risque – mais la coopération existante est la meilleure garantie contre tous les événements qui peuvent survenir et les risques qui peuvent se concrétiser.

L'alchimie de leur coopération est suffisamment efficace et productive pour dégager des résultats opérationnels que ces sociétés n'avaient pas connus auparavant. La création de valeurs et de richesses, pas seulement financières, est la conséquence logique de cette association.

Contre toutes les critiques faites aux opérations de transmission à effet de levier – et elles sont nombreuses – l'association investisseurs-managers peut faire valoir le re-développement des entreprises, leur rentabilité et point important la création d'emplois comme en attestent les statistiques publiées récemment (point 3 en Annexe).

Il ne fait pas de doute que l'avenir des financements d'entreprises passe en grande partie par les fonds d'investissements les seuls à même de procurer les capitaux en fonds propres nécessaires à leur développement dans une économie mondialisée qui nécessite des capitaux importants et ceci quelques que soient les métiers du Capital investissement..

ANNEXES

Tableau 1 : Les investissements du Capital Investissement - France 2006 (source AFIC). :

Métiers (millions d'Euros)	En nombre (1)	En montants	% des montants
Amorçage et Risque	335	536	5.3
Développement	481	1 057	10.4
Transmissions – LBO	362	8 075	79.4
Autres opérations (2)	198	496	4.9
TOTAL	1376	10 164	100.0

(1) : nombre d'entreprises financées – (2) : Redressements, rachats de positions secondaires....

2 - Définitions

EBITDA - Earnings before interets, taxes depreciations and amortizations – Résultat avant frais financiers, impôts sur les sociétés, dépréciations d'actifs et amortissements – le Résultat brut d'exploitation dans la comptabilité française ayant subi quelques ajustements légers

EBIT – Earnings before interests and taxes, Résultat avant frais financiers et impôts sur les sociétés –

MBA - Marge brute d'autofinancement, somme des amortissements du résultat net après impôts et après distributions et des provisions à caractère de réserves.

3 – Etude AFIC Ernst & Young, décembre 2007

« Les entreprises françaises comptant un fonds d'investissement à leur capital ont enregistré en 2006 une progression de 11.1% de leur chiffre d'affaires réalisé en France par rapport à 2005 et de 6.6% de leurs effectifs dans l'Hexagone. Ces taux de croissance sont supérieurs à la moyenne nationale : progression de 1.6% des effectifs du secteur privé – pour les entreprises du CAC 40, respectivement +5.7% en chiffre d'affaires et -0.4% pour les effectifs. L'enquête porte sur un échantillon de 827 entreprises détenues par 196 fonds d'investissements (LBO, capital risque, développement retournement) sur un total de 4500 entreprises en portefeuille en France. L'échantillon représente un chiffre d'affaires total de 84.6 milliards d'euros pour 602 800 salariés. (*Les Echos*).

BIBLIOGRAPHIE

BATTINI Pierre : Financer son entreprise par le Capital Investissement - Editions MAXIMA – Paris 2005.

BATTINI Pierre : Capital Risque Mode d'emploi, Préface de Monsieur Raymond BARRE – Les Editions d'Organisation – Paris 2000.

BOSCHIN Nicolas : Le Guide pratique du LBO – Les Editions d'Organisation – Paris 2006.

CHERIF Mondher : Leverage Buy Out : Aspects financiers – Revue Banque Edition – Paris 2004.

CHERIF Mondher : Techniques modernes d'évaluation des entreprises – Ellipses – Paris 2007.

LANTZ Jean Sébastien : Valorisation stratégique et financière – MAXIMA – Paris 2004.

MOUGENEOT Gilles : Tout savoir sur le Capital Investissement – Paris 2004.