



Le capital  
investissement

# LBO

## GUIDE PRATIQUE

Jean-Louis GRANGE

Rémi MATUCHANSKY

Hubert MERAUD

Investisseurs

Thierry GICQUEAU

Avocat à la Cour

Association française des

**INVESTISSEURS**  
**EN CAPITAL**

# PRÉFACE

Paris, le 1<sup>er</sup> août 2003



La *leverage buy-out*, en abrégé **LBO**, est une technique qui permet de financer la transmission d'une entreprise à ses dirigeants salariés, ou à un repreneur extérieur, en s'appuyant sur des investisseurs spécialisés et des banques.

La méthode a été introduite en France au milieu des années 80 et a pris rapidement une grande extension. Aujourd'hui la plupart des chefs d'entreprises et des cadres dirigeants ont déjà entendu parler de **LBO**, mais rares encore sont ceux qui savent vraiment "comment ça marche", ne serait-ce que parce que l'occasion de participer à un **LBO** durant sa vie professionnelle reste encore l'exception.

C'est en pensant plus particulièrement à ces chefs d'entreprises et dirigeants, qu'un groupe de travail réunissant des professionnels très expérimentés de l'AFIC, a préparé cette brochure, qui répond de manière claire et précise aux premières questions qu'il faut se poser.

Elle sera particulièrement utile pendant les phases préliminaires et préparatoires d'une opération, pour définir les grandes orientations du projet et sélectionner au mieux les partenaires adéquats.

**Jean-Louis de BERNARDY**

Président de la Commission LBO de l'AFIC

# LEVERAGE BUY-OUT

# PRÉSENTATION

## L'AFIC

**L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC)** regroupe la quasi-totalité des professionnels du capital investissement en France. Elle accompagne et facilite la croissance rapide du capital investissement en France par son action dans les principaux domaines suivants :

- > Le recueil, l'analyse et la publication des statistiques de référence de la profession ;
- > La mise au point et la diffusion d'un code de règles déontologiques qui encadrent l'exercice du métier ;
- > La promotion du capital investissement auprès des investisseurs institutionnels français qui ne consacrent à ce secteur qu'une partie encore faible de leurs ressources en comparaison de ce qui se fait dans les pays de l'Europe ou aux Etats-Unis ;
- > Le dialogue avec les pouvoirs publics, afin d'améliorer le cadre réglementaire dans lequel s'exerce l'activité, tel la réforme en cours du régime des SCR, FCPR et FCPI ;
- > La formation des professionnels, qui a concerné en 2002 plus de 300 personnes.

**L'AFIC** compte actuellement 195 membres actifs – investisseurs – et 80 membres associés – professionnels des métiers liés au capital investissement : avocats, auditeurs, conseils, ...

**L'AFIC**, au travers de ses 27 commissions, sous commissions et groupes de travail, permet à ses membres de partager leurs expériences, de faire valoir leurs propositions, et fait ainsi évoluer la profession de manière constructive et innovante.

**L'AFIC** organise également des conférences régulières d'information, des déjeuners mensuels à thème, des réunions régionales et des actions de formation qui sont autant d'occasions pour ses membres de s'informer sur l'évolution de leur métier et de se faire connaître auprès nombreux contacts qualifiés (investisseurs, entrepreneurs, institutionnels...).

En 2002, La France se situe au premier rang des pays européens avec 7 501 millions d'euros d'investissement sur le territoire.

**Contact AFIC :** Jean-Yves DEMEUNYNCK, Délégué Général  
14, rue de Berri  
75008 Paris  
Tél : 01 47 20 99 09  
Fax : 01 47 20 97 48  
E-mail : info@afic.asso.fr

Site web : [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)



# SOMMAIRE

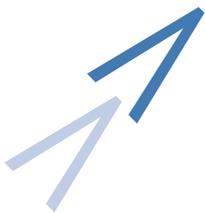
>	<b>AVERTISSEMENT</b>	<b>4</b>
>	<b>INTRODUCTION</b>	<b>5</b>
>	<b>DÉFINITION ET PRÉSENTATION DU MÉCANISME DU LBO</b>	<b>6</b>
	Définition	6
	Le mécanisme du LBO	8
	L'association investisseur / dirigeant repreneur	12
>	<b>QUESTIONS DES VENDEURS</b>	<b>14</b>
	Mon entreprise est-elle éligible à une transmission par LBO ?	14
	Quel intérêt ai-je à vendre mon entreprise dans le cadre d'un LBO ?	15
	Vais-je pouvoir continuer à jouer un rôle ?	15
	Quelles seront mes relations avec les investisseurs ?	16
	Suis-je obligé de rester impliqué financièrement ?	17
	Quelle sera la fiscalité de cette opération ?	17
>	<b>QUESTIONS DES REPRENEURS</b>	<b>18</b>
	Suis-je un bon candidat ?	18
	Combien faut-il investir à titre personnel ?	19
	Combien de personnes doivent être impliquées ?	20
	Comment trouver une cible ?	20
	Comment travailler avec un investisseur ?	21
	Comment s'organise le partage des tâches avant le rachat ?	22
	En quoi consiste un business plan ?	23
	Comment s'organisent les relations avec l'investisseur après le rachat ?	23
	Quelles doivent être mes motivations ?	24
	Quels sont les risques encourus ?	25
>	<b>ANNEXES</b>	
	Montage financier d'un LBO	26
	Exemple de mécanique de l'effet de levier financier	27
	Nature des financements de la holding	28
	Exemple du modèle financier	29
>	<b>GLOSSAIRE</b>	<b>33</b>
>	<b>ÉDITIONS ET PUBLICATIONS DE L'AFIC</b>	<b>35</b>

# AVERTISSEMENT

L'AFIC souhaite attirer l'attention du lecteur sur la complexité juridique, financière et fiscale des montages d'opérations de LBO.

Cette brochure a été établie sur la base des expériences de membres de l'AFIC intervenant dans le secteur du LBO.

Les informations contenues dans ce document ne peuvent en aucun cas dispenser les chefs d'entreprises ou les candidats repreneurs de s'entourer des conseils adéquats afin de mener à bien l'opération qu'ils envisagent, et ne sauraient en aucun cas engager d'une quelconque façon la responsabilité de l'AFIC ou de ses membres.



# INTRODUCTION

Les opérations de transmission d'entreprises sous forme de **LBO** connaissent un succès croissant en France.

Les montants investis dans ce type d'opérations étaient de 500 millions d'euros en 1997 et de près de 2 milliards d'euros en 2001.

En 2002, du fait de quelques grosses opérations, le montant investi a été de l'ordre de 4,5 milliards d'euros.

La France est leader dans ce domaine en Europe continentale, mais elle est encore loin derrière le Royaume-Uni.

Après avoir publié le **Livre Blanc du LBO** en 2002, l'**AFIC** a rédigé cette année la présente brochure destinée aux chefs d'entreprises et aux cadres dirigeants qui s'interrogent sur les mécanismes et les modalités de réalisation d'une opération de **LBO**.

Ce document s'adresse volontairement aux intervenants des opérations petites et moyennes qui représentent en nombre les deux tiers des opérations en France.

Après une définition et une présentation du mécanisme du **LBO**, il sera répondu aux principales questions que peuvent se poser à la fois d'éventuels vendeurs et des candidats repreneurs.

# MÉCANISME DU LBO

## DÉFINITION & PRÉSENTATION DU MÉCANISME DE **LBO**

Un **LBO** (Leverage Buy Out) peut être défini comme l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers spécialisés en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

Les contextes possibles pour un **LBO** sont variés. Il existe, de plus, différents types d'opérations, notamment selon que les dirigeants repreneurs sont issus de l'intérieur ou de l'extérieur de la société. Le prix et le montant des emprunts d'acquisition (niveau de levier) doivent tenir compte des caractéristiques financières de l'entreprise achetée ("cible"). Dirigeants repreneurs et investisseurs financiers se partagent les rôles lors de la reprise, selon un processus structuré et maîtrisé, puis au cours de la vie de l'opération et ce jusqu'à la revente de l'entreprise à moyen terme ("sortie").

---

### DÉFINITION

---

#### L'achat ...

Un **LBO** implique en principe un changement de contrôle de l'entreprise achetée.

Les investisseurs financiers prennent le plus souvent la majorité du capital, mais dans les **LBO** portant sur des petites sociétés, ils peuvent aussi être minoritaires aux côtés des dirigeants repreneurs.

Les actionnaires vendeurs conservent parfois une participation dans le nouveau tour de table.

#### ... d'une entreprise saine ...

Le **LBO** concerne des entreprises industrielles, commerciales ou de services d'une certaine taille (effectif de quelques dizaines à plusieurs milliers de personnes...) et dont la valeur excède les capacités financières d'un dirigeant repreneur individuel (valeur de quelques millions à plusieurs milliards d'euros).

L'entreprise doit être financièrement saine, rentable et disposer de solides atouts concurrentiels.

Le mécanisme juridique et fiscal du **LBO** (endettement par l'intermédiaire d'une société holding) peut s'appliquer aussi aux

Très Petites Entreprises ou aux entreprises artisanales, pour autant qu'elles soient constituées en société, mais l'intervention d'investisseurs professionnels, aux côtés du dirigeant, n'a pas lieu en pratique.

#### ... financé partiellement par des emprunts ...

Les prêts sont réalisés principalement par les banques, qui ont mis en place des équipes spécialisées pour les plus grandes opérations.

Un niveau optimal d'endettement est déterminé par les investisseurs financiers, au cas par cas, en fonction des caractéristiques financières de la société cible. La dette peut comprendre plusieurs tranches, chacune ayant des modalités propres de remboursement. La complexité du montage dépend en général de la taille de l'opération.

### ... dans le cadre d'un schéma financier, juridique ...

L'achat est réalisé via un holding de reprise, qui détiendra les titres de la cible et supportera les emprunts correspondants. D'une durée de l'ordre de sept ans, les emprunts d'acquisition sont remboursés grâce aux dividendes versés au holding de reprise par la cible. Les emprunts bancaires du holding de reprise sont garantis par les titres de la cible.

Ce type de montage fait apparaître un effet de levier financier (défini comme le rapport dettes d'acquisition/fonds propres) qui augmente la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.

### ... et fiscal spécifique ...

Il est préférable que le holding de reprise détienne au moins 95 % du capital et des droits de vote de la cible, ce qui permet de déduire les frais financiers de la dette d'acquisition du bénéfice imposable de la cible en application du régime de l'intégration fiscale.

On peut cependant envisager des **LBO** avec une détention inférieure à 95 %. Dans ce cas le montage n'est pas optimisé car il n'est pas possible d'opter pour le régime de l'intégration fiscale : le holding va générer un déficit fiscal qu'il n'est pas possible de compenser avec le bénéfice taxable de la cible.

De plus, le holding de reprise ne reçoit pas l'intégralité des dividendes distribués par la cible, une partie de ceux-ci étant perçus par les actionnaires minoritaires.

### ... où les dirigeants repreneurs sont associés à des investisseurs financiers ...

Les opérations de **LBO** sont arrangées par un fonds ou une société de capital-investissement spécialisés. Sauf dans les opérations de très faible montant, les investisseurs financiers détiennent en général la majorité du capital.

Les dirigeants repreneurs de la société acquise sont étroitement associés au montage de l'opération et détiennent une part significative du capital du holding de reprise. Dans certains cas, ils peuvent apporter au holding de reprise les actions de la cible qu'ils pourraient détenir.

### ... en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

L'objectif prioritaire des investisseurs financiers et des dirigeants associés est de réaliser une plus-value à moyen terme lors de la revente de la cible.

S'ils réalisent une très belle performance en ligne supérieure aux objectifs, il est habituel que lors de la sortie, les investisseurs financiers rétrocèdent aux dirigeants associés une fraction de leur " super plus-value ".

Grâce aux **LBO**, les dirigeants ont la possibilité de se constituer un patrimoine personnel pouvant être très important.

Pour schématiser, l'ambition pour l'investisseur financier est de réaliser un Taux de rendement supérieur à 20 %, ce qui correspond à un multiple de son investissement de l'ordre de 2 à 5 sur une durée généralement de 3 à 10 ans.

Par un partage inégalitaire de la plus-value et à travers des montages appropriés, les dirigeants peuvent envisager de multiplier leur propre investissement par un coefficient de 4 à 20 sur la même période.

Toutefois, des situations particulières peuvent justifier des multiples en dehors de ces fourchettes.

---

## LE MÉCANISME DU LBO

---

### Les contextes possibles pour un LBO sont variés

Il peut s'agir :

- ▶ d'une entreprise familiale confrontée à un problème de succession.
- ▶ d'actionnaires privés souhaitant réaliser leurs actifs par cession totale de l'entreprise.
- ▶ d'entrepreneurs souhaitant diversifier leur patrimoine tout en restant à la tête de leur entreprise.
- ▶ de la cession de filiales non stratégiques d'un groupe (recentrage sur les métiers principaux).

### Il existe plusieurs types d'opérations

Le **LBO** fait appel à des abréviations anglaises, les anglo-saxons ayant été les précurseurs de ces montages, ensuite adaptés, depuis le milieu des années 1980, au contexte juridique et fiscal français.

▶ **Les deux grands types de LBO (Leverage Buy Out) sont :**

- Le **MBO** (Management Buy Out) : rachat d'une société par son équipe de direction (un ou plusieurs de ses cadres, non actionnaires ou minoritaires).
- Le **MBI** (Management Buy In) : rachat d'une entreprise par un ou plusieurs dirigeants repreneurs extérieurs.

▶ **D'autres formules sont des variantes :**

- Le **BIMBO** (Buy In Management Buy Out) : rachat par un dirigeant repreneur extérieur en association avec le vendeur et/ou avec des cadres de l'entreprise.
- L'**OBO** (Owner Buy Out) : rachat d'une entreprise par un holding détenu conjointement par le dirigeant propriétaire actuel et des investisseurs financiers. (Pour bénéficier de l'intégration fiscale, le vendeur ne doit pas détenir le contrôle du holding).
- Le **LBU** (Leverage Build Up) : rachat d'une première entreprise qui sert de plate-forme pour l'acquisition d'autres entreprises du même secteur, ou d'un secteur connexe.

### Le prix doit tenir compte de la rentabilité et de la structure financière de la cible

Il existe diverses méthodes d'évaluation des entreprises : la méthode des comparables, la méthode des cash-flows actualisés, celle de l'actif net réévalué...

Néanmoins, la méthode d'évaluation, de loin, la plus communément utilisée par les professionnels du haut de bilan et notamment par les professionnels du **LBO** est aujourd'hui le multiple de l'EBIT dont on retranche le montant des dettes financières nettes de la trésorerie (cash) au moment de l'acquisition.

L'EBIT (sigle anglo-saxon signifiant Earnings Before Interest and Taxes, c'est à dire bénéfices avant charges financières et impôts) correspond à peu de choses près au résultat d'exploitation diminué éventuellement de la dotation à la participation des salariés, de l'année si elle existe.

L'EBIT exprime donc la capacité de l'entreprise à dégager des bénéfices sur son activité propre hors éléments financiers (dont on tiendra compte au travers des dettes financières et du cash) ou exceptionnels.

#### **Le multiple qui est appliqué à l'EBIT exprime :**

- ▶ Le potentiel de croissance du marché (moins de 5 % par an est faible, plus de 10 % est fort) et de l'entreprise sur son marché,
- ▶ La solidité de l'entreprise, son absence de vulnérabilité aux aléas, aux concurrents (de proximité ou plus lointains), la pérennité des ses circuits de distribution ou de sa résistance aux technologies nouvelles...),
- ▶ L'existence d'un management structuré,
- ▶ La récurrence de sa rentabilité,
- ▶ Enfin, l'attractivité du marché et de l'entreprise, matérialisée par la reconnaissance de la marque ou de l'enseigne.

Plus ces critères sont favorables, plus le multiple sera élevé.

Une petite société, vulnérable dépendante de son dirigeant, sur un secteur difficile, aura un multiple faible.

Une société en phase de croissance leader sur son marché et disposant de marques reconnues aura un multiple élevé.

Dans les PME, les multiples se situent en général entre 4 et 8. Certaines (rares) entreprises de par leur taille (élevée), leur position de marché (incontournable), l'attractivité du secteur (très convoité) peuvent dépasser ces chiffres. Mais il s'agit d'exceptions.

Evaluer une entreprise, c'est donc tenir compte du passé en prenant en compte la situation patrimoniale (la trésorerie et les dettes) mais aussi et surtout du futur à travers sa rentabilité et son potentiel.

#### **Les dettes financières comprennent en général :**

- ▶ Au passif du bilan
  - Les comptes courants d'actionnaires
  - Les emprunts bancaires à court ou long terme
  - Les crédits de trésorerie
  - Toute autre dette un peu exceptionnelle, hors besoin en fonds de roulement normal
- ▶ En hors bilan (annexe de la liasse fiscale)
  - Les effets escomptés non échus + le factoring
  - Les crédits-baux
- ▶ La trésorerie intègre à l'actif du bilan
  - Les disponibilités
  - Les valeurs mobilières de placement

## Le niveau de levier doit tenir compte des cash-flows prévisionnels de la cible ...

La faisabilité d'un LBO est déterminée par sa capacité de remboursement des emprunts d'acquisition, grâce aux cash-flows futurs.

Ce sont ces flux que vont analyser les banquiers prêteurs, en vérifiant que l'endettement global du holding et de la cible restent compatibles avec certains ratios prudentiels de référence.

- L'endettement du holding de reprise est déterminé en fonction de la capacité d'autofinancement prévisionnelle incorporant les besoins de financement de la croissance (investissements ; augmentation du besoin de fonds de roulement) et les remboursements d'emprunts de la cible. Le projet incorpore ces éléments en laissant une marge de manœuvre pour faire face aux aléas.
- La dette à moyen terme d'une durée maximum de sept ans (dite dette senior) est calée sur les cash-flows prévisibles et récurrents.
- La dette "mezzanine" (souvent constituée d'Obligations à Bons de Souscription d'Actions) est un financement intermédiaire entre les fonds propres et les emprunts bancaires. Elle correspond à la fraction des cash-flows prévisionnels dont la visibilité est plus incertaine (par exemple : ce qui est lié à un redressement des marges ou à une accélération de la croissance). Ses annuités de remboursement peuvent être décalées ou in-fine à échéance de sept ou huit ans.
- Les Obligations Convertibles en actions, souscrites par les actionnaires, peuvent apporter une flexibilité supplémentaire au montage. Elles ont vocation soit à être remboursées par le cash-flow excédentaire, soit à être converties dans conditions

## ...et de sa capacité de distribution

Les emprunts du holding de reprise sont remboursés grâce aux dividendes distribués par la cible.

Ceux-ci ne sont amputés d'aucune imposition lorsque le holding détient 95 % ou plus du capital de la cible, et d'un impôt très minime si ce n'est pas le cas.

Le remboursement des emprunts est en général prévu sur une durée de 5 à 7 ans, déterminée pour que le pourcentage du résultat distribué n'excède pas - en général - les deux tiers du résultat net de la cible.

Lorsqu'il existe une trésorerie excédentaire non nécessaire à l'exploitation il est également possible de la transférer au holding par une distribution exceptionnelle des réserves antérieures.

### **Trois ratios sont généralement retenus :**

- Le taux d'endettement, c'est à dire le ratio dettes bancaires et financières (d'acquisition et d'exploitation) / EBIT. Les ratios requis par les banques sont en général inférieurs à 4 ;
- Le ratio cash-flow disponible / total des annuités de remboursement de dette qui doit être supérieur à 1, avec un coefficient de sécurité de 5 à 10 % minimum ;
- Le ratio EBIT / frais financiers totaux (d'exploitation et des emprunts d'acquisition) que les banques souhaitent maintenir au-dessus de 3.

Ces ratios dont les banques se servent pour évaluer un montage sont ensuite contractualisés (covenants) dans les contrats de prêts. Leur respect engage une gestion appropriée de l'entreprise. Ils peuvent cependant évoluer dans le temps ou être réajustés en fonction d'événements nouveaux (croissance externe, cessions d'actifs, ...).

## Dirigeants et investisseurs financiers se partagent les rôles lors de la reprise

**Les dirigeants repreneurs préparent un business plan qui comprend :**

- ▶ Un diagnostic de la société rachetée (couple produit/marché et position concurrentielle; qualité de l'organisation ; identification des facteurs de transformation ; analyse des forces / faiblesses / opportunités / menaces).
- ▶ Un plan de développement chiffré qui peut comprendre plusieurs scénarios et des tests de sensibilité.

L'expérience professionnelle des dirigeants repreneurs conditionne l'obtention des financements nécessaires à la reprise.

**Les investisseurs financiers accompagnent les dirigeants repreneurs tout au long du processus de reprise :**

- ▶ Ils négocient les conditions de l'acquisition aux côtés des dirigeants repreneurs.
- ▶ Ils mettent en œuvre des diligences permettant de valider la crédibilité du business plan et la faisabilité du montage financier.
- ▶ Ils assurent l'ingénierie financière du montage : en particulier la recherche des financements bancaires et mezzanine nécessaires.
- ▶ Ils supervisent les audits et les avocats en charge de la rédaction des accords juridiques.

## Le processus de reprise est structuré et maîtrisé

Il se déroule en général sur une durée de 3 à 9 mois. Plus l'opération est de taille importante, plus elle est en général intermédiée et structurée.

**Le processus comprend les phases suivantes :**

- ▶ Rédaction par le futur dirigeant d'un "Prédiagnostic" détaillant la justification, les forces et les faiblesses de l'opération envisagée.
  - En cas de MBO : par leur connaissance intérieure de la société et de son environnement, le ou les dirigeants repreneurs sont susceptibles de proposer d'emblée une analyse étayée de la stratégie de développement en explicitant les hypothèses retenues.
  - En cas de MBI : le dirigeant repreneur, parfois en association avec des cadres déjà en place dans l'entreprise, devra réaliser un travail approfondi de collecte d'informations et de compréhension de la société, indépendamment des éléments directement fournis par le vendeur.

Même si cette démarche est réalisée avec les cadres qui vont rester dans l'entreprise, l'élaboration de la stratégie envisagée nécessite souvent plusieurs semaines.

Validation du dossier par l'analyse conjointe des repreneurs et de l'investisseur financier.

- ▶ Préparation du business plan détaillé par les repreneurs.
- ▶ Lettre d'intention décrivant les grandes lignes de l'offre de reprise mais non engageante.
- ▶ Protocole d'accord et exclusivité donnée par le vendeur à un acquéreur.

- ▶ Vérifications et audits.
- ▶ Syndication éventuelle des fonds propres auprès d'autres investisseurs financiers et obtention des prêts bancaires et mezzanine.
- ▶ Cession des titres et signature des documents juridiques.
- ▶ Eventuellement accord des autorités de régulation de la concurrence.

### Dirigeants repreneurs et investisseurs financiers se partagent aussi les rôles au cours de la vie de l'opération

Les dirigeants assurent la gestion opérationnelle de la société reprise.

Les investisseurs financiers jouent normalement un rôle d'actionnaire de référence et de contrôle : Ils participent à la réflexion sur la stratégie de développement, assurent le suivi financier, conseillent les dirigeants lors des opérations de croissance externe et organisent le processus de sortie.

Le plus souvent des représentants des investisseurs occupent un ou plusieurs postes au sein du conseil d'administration ou de surveillance du holding et de la cible.

Ils y seront souvent majoritaires s'ils en contrôlent le capital.

### La sortie de l'opération est prévue à moyen terme

Un LBO se conçoit toujours avec un objectif de sortie à moyen terme (3 à 7 ans en général).

La sortie peut prendre plusieurs formes : la cession à un acquéreur industriel, l'introduction en bourse, un second LBO, etc ...

Les modalités de la sortie sont définies dans le pacte d'actionnaires entre les dirigeants associés et l'investisseur financier.

---

## L'ASSOCIATION INVESTISSEUR / DIRIGEANT REPRENEUR

---

**Dans son association à la reprise et au développement de la cible, l'investisseur financier apporte au moins une contribution majeure au succès de l'opération :**

- ▶ Des capitaux, qui permettent aux repreneurs de participer à l'acquisition d'une société d'une taille sans rapport avec leurs moyens financiers et ainsi de diriger avec une large autonomie une entreprise correspondant à leurs expériences professionnelles antérieures.
- ▶ Un niveau de relation complémentaire de celui des dirigeants de l'entreprise.
- ▶ Un regard professionnel sur l'intérêt des dossiers.
- ▶ Des motivations claires et une indépendance de vues, gage de rationalité économique.
- ▶ Une ingénierie financière pour la réalisation de l'opération (négociation des conditions de l'acquisition, mise en œuvre de diligences pour valider le business plan et le montage financier, supervision des audits et des avocats et souvent prise en charge des coûts correspondants; recherche des financements bancaires et mezzanine).
- ▶ Une association capitalistique construite sur un mode " gagnant-gagnant ".

## Une association capitalistique sur un mode " gagnant-gagnant "

L'objectif des investisseurs financiers et des dirigeants repreneurs est de développer l'entreprise pour réaliser ensemble une plus-value significative à moyen terme.

Leur association implique un " *intuitu personae* " fort entre le dirigeant, le responsable d'investissement et l'entité à laquelle celui-ci appartient : elle repose sur une confiance réciproque et sur la conviction partagée que le partenaire dispose des qualités et du dynamisme nécessaire pour parvenir ensemble au succès.

Chacun des partenaires pourra fort logiquement demander à l'autre une liste de références à contacter pour forger sa conviction.

**L'association est habituellement formalisée dans un pacte d'actionnaires qui comprend principalement les clauses suivantes :**

- ▶ Droit d'information de l'investisseur financier et accord préalable pour certaines décisions exceptionnelles.
- ▶ Droit des associés en cas de cession d'actions.
- ▶ Définition des règles de sortie à moyen terme.
- ▶ Engagement d'exclusivité et de non-concurrence du dirigeant repreneur.

Lors de la sortie, si les dirigeants et les investisseurs financiers réalisent une performance dépassant leurs objectifs, il peut être prévu que les investisseurs financiers rétrocèdent aux dirigeants associés une fraction de leur " super-plus value ".

# QUESTIONS

## QUESTIONS DES VENDEURS

---

### MON ENTREPRISE EST-ELLE ÉLIGIBLE À UNE TRANSMISSION PAR LBO ?

---

Chaque investisseur retient pour ses cibles des critères distincts tant en ce qui concerne le type d'opération (MBO, MBI, OBO, etc...), qu'en ce qui concerne la cible elle-même (chiffre d'affaires, taille, secteur d'activité, etc...).

Néanmoins, certains critères sont communs à toutes les opérations.

#### Ainsi, pour être éligible, votre entreprise doit présenter les critères suivants :

- ❶ Réaliser au minimum quelques millions d'euros de chiffre d'affaires, jusqu'à plusieurs centaines de millions. En fait, sont exclues les Très Petites Entreprises. Toutes les autres entreprises, de la PME au grand groupe international peuvent faire l'objet d'un **LBO**.
- ❷ Etre financièrement saine : cela signifie que votre entreprise doit dégager une rentabilité significative et récurrente avec un réel potentiel de croissance.
- ❸ Avoir des atouts et des avantages concurrentiels, qui se traduisent souvent par des positions de leader ou quasi-leader sur un marché ou segment de marché. Il doit exister une "barrière à l'entrée" contre l'arrivée rapide de nouveaux concurrents ou contre des changements d'organisation du marché tant du côté des fournisseurs que des clients.
- ❹ Disposer d'un outil de production adapté, de façon à ce que la société, après l'entrée de nouveaux actionnaires, ne soit pas obligée d'investir massivement, ce qui aurait pour conséquence d'amoinrir l'effet de levier propre à l'opération de **LBO**.
- ❺ Présenter un modèle de croissance opérationnelle dont le financement permette cependant de dégager des cash-flows excédentaires et suffisants pour assurer le remboursement d'une dette **LBO**.
- ❻ Disposer d'un savoir-faire transmissible.
- ❼ Vous devez entretenir un faible *intuitu personae* avec vos clients et l'entreprise ne doit pas être dépendante de l'un d'eux, de façon à éviter que votre départ de la société n'entraîne une diminution du chiffre d'affaires de l'entreprise, ou que le départ d'un client ne remette en cause l'équilibre financier de l'opération.

---

## QUEL INTÉRÊT AI-JE À VENDRE MON ENTREPRISE DANS LE CADRE D'UN LBO ?

---

Il existe deux catégories d'intérêts qui peuvent vous faire préférer une cession de votre entreprise dans le cadre d'une opération de LBO. Certains sont propres au vendeur, d'autres concernent l'entreprise.

### Intérêts propres au vendeur

Le prix d'achat qui vous sera proposé et le délai de réalisation de l'opération seront compétitifs par rapport aux conditions qui vous seraient proposées dans le cadre d'une cession industrielle. En effet, les investisseurs paient le vrai prix du marché.

**Par ailleurs, si vous souhaitez seulement vous désengager partiellement ou progressivement, vous pouvez :**

- ▶ Sécuriser une partie de votre patrimoine, en scindant votre patrimoine familial et votre patrimoine professionnel. Ce qui pourra également avoir comme conséquence de faciliter votre succession.
- ▶ Tout en continuant de développer votre entreprise.

Enfin, en cédant votre entreprise à des investisseurs financiers, vous évitez, lors des discussions de pré-acquisition et des diligences, de donner des informations confidentielles à des concurrents.

### Intérêts propres à l'entreprise

**La cession de votre entreprise dans le cadre d'une opération de LBO permettra :**

- ▶ De préserver l'autonomie, l'intégrité, et la pérennité de votre entreprise. Il ne faut pas oublier que les rachats d'entreprises par des industriels sont souvent motivés par une volonté de rationalisation des structures.
- ▶ D'assurer la continuité et la motivation de l'équipe de management.
- ▶ D'ajouter une compétence nouvelle grâce à l'arrivée du dirigeant repreneur dans une opération de MBI.

---

## VAIS-JE CONTINUER À JOUER UN RÔLE ?

---

Le rôle que vous continuerez à jouer sera différent suivant le type d'opération que vous souhaitez réaliser.

Dans l'hypothèse où vous souhaiteriez céder votre entreprise soit à un ou plusieurs dirigeants en place (MBO) ou à un repreneur extérieur (MBI), vous n'aurez plus aucun rôle opérationnel, au-delà d'une période de transition (3 à 6 mois), pendant laquelle il vous sera demandé d'accompagner la transmission (présentation de la clientèle et des fournisseurs, fonctionnement de l'entreprise). Vous pourrez alors quitter définitivement la société, mais il pourra éventuellement, pour une durée déterminée, vous être proposé un contrat de consultant extérieur.

En revanche, si vous souhaitez faire entrer des investisseurs financiers à votre capital, mais avec l'objectif de rester dirigeant de votre entreprise et de réaliser par exemple des opérations de croissance externe, il est envisageable, avec l'accord des investisseurs que vous conserviez un poste de dirigeant, au directoire, ou au conseil d'administration soit de la société rachetée, soit du holding de reprise.

Il peut également être envisagé une solution intermédiaire, dans laquelle vous ne conserveriez qu'un poste au Conseil de Surveillance.

---

## QUELLES SERONT MES RELATIONS AVEC LES INVESTISSEURS ?

---

Les relations que vous entretenez avec les investisseurs financiers seront de deux ordres.

### Si vous quittez définitivement votre entreprise

Dans l'hypothèse où vous ne conserveriez aucune fonction dans votre entreprise, vos relations se limiteront aux accords conclus lors de la cession de vos titres.

**En effet, différents contrats seront conclus à cette occasion et notamment :**

- Un protocole d'accord relatif à la cession des titres. Cette convention prévoira notamment, les conditions financières de l'opération (prix, complément de prix, éventuel crédit-vendeur), les conditions qui devront être réalisées avant que la cession ne puisse intervenir (obtention d'un prêt bancaire, réalisation d'un audit juridique et comptable, etc...), mais également des clauses relatives au vendeur (clause de non concurrence, obligation de garder les titres résultant d'un éventuel réinvestissement dans le holding pendant une certaine durée, etc...).
- Une convention de Garantie d'Actif et de Passif. Par cet acte le vendeur garantit aux acquéreurs l'exactitude de la situation financière, juridique et fiscale, telle qu'elle leur a été présentée dans les comptes et lors des audits. Ce type de convention prévoit également que le vendeur doit offrir des garanties à l'acquéreur pour le cas où la convention de garantie devrait être mise en jeu (caution bancaire, assurance, nantissement sur les titres, etc...)

### Si vous restez dirigeant de votre entreprise

Dans le cas où vous resteriez dirigeant de votre entreprise, vous entretenez avec vos actionnaires financiers des relations résultant des fonctions que vous continuerez d'exercer.

Ainsi, si vous continuez à exercer les fonctions de Président du Conseil d'Administration ou du Directoire, les investisseurs financiers exerceront un contrôle en étant administrateurs ou membres du Conseil de Surveillance.

Dans ce cadre, ils limitent en principe leur rôle à celui d'actionnaire de référence et de contrôle. Ils participent à la réflexion sur la stratégie de développement, assurent le suivi financier, conseillent les dirigeants lors des opérations de croissance externe.

Les différents contrats conclus lors de la cession sont applicables, mais avec des aménagements qui tiennent compte de la nouvelle association capitalistique entre vous et vos actionnaires financiers.



---

## SUIS-JE OBLIGÉ DE RESTER IMPLIQUÉ FINANCIÈREMENT ?

---

Il peut exister dans l'accord que vous trouverez avec vos investisseurs financiers et les dirigeants repreneurs, trois degrés d'implication.

### Une implication obligatoire

Lorsque vous vendrez votre entreprise, vous donnerez à l'acquéreur une garantie d'actif et de passif. Il vous sera de façon quasi systématique demandé de constituer des garanties de façon à assurer votre solvabilité en cas de mise en jeu de cette garantie. Cela s'appelle la "*garantie de la garantie*".

Durant toute la durée de cette convention, la "*garantie de la garantie*" subsistera, avec éventuellement, en cas de sinistre, un risque de mise en œuvre de la part du bénéficiaire.

### Une implication éventuelle

Vous pouvez éventuellement rester impliqué si les clauses du contrat de cession négociées et conclues entre les parties, prévoient que vous ne percevrez pas immédiatement la totalité du prix de vente de vos titres.

En effet, il peut notamment être prévu un crédit-vendeur. Dans ce cas vous percevrez une partie du prix de vente, assorti d'un intérêt, à un terme déterminé.

Il peut également être prévu une clause de *earn-out* au terme de laquelle il sera stipulé que vous percevrez un complément de prix en fonction des résultats futurs de l'entreprise.

### Une implication facultative

Dans certains types d'opération et notamment dans les OBO, il peut être proposé au vendeur de réinvestir une partie du prix de la cession dans le capital de la société holding.

Vous vous retrouveriez ainsi actionnaire, associé de vos investisseurs financiers dans la société holding avec des droits et des obligations définis dans le cadre d'un pacte d'actionnaires.

---

## QUELLE SERA LA FISCALITÉ DE CETTE OPÉRATION ?

---

Sous le seul aspect de l'impôt sur les revenus, la plus-value dégagée du fait de la cession des titres est soumise au droit commun de l'imposition sur les plus-values. Les taux et la nature de la fiscalité varient selon que vous soyez propriétaires de ces titres en tant que personne physique ou en tant que personne morale.

La plus-value que vous dégagerez sera immédiatement soumise à l'impôt.

Toutefois, l'éventuel complément de prix (*earn out*) que vous percevrez en fonction des résultats futurs de la société ne sera imposé que lors de sa perception.

En revanche, la partie du prix correspondant au montant du crédit-vendeur est imposable immédiatement bien que perçu à terme.

# QUESTIONS

## QUESTIONS DU REPRENEUR

---

### SUIS-JE UN BON CANDIDAT ?

---

Il n'existe pas de profil type du repreneur idéal : une opération de reprise réussie est la conjonction de multiples facteurs, en particulier les bonnes personnes dans un contexte favorable et au bon moment. On peut néanmoins énumérer un certain nombre de critères personnels qui renforcent les chances de succès d'une opération de reprise.

Il convient de rappeler qu'un rachat par **LBO** s'inscrit dans la durée et nécessite de la part des dirigeants repreneurs une profonde motivation démontrée par la qualité du plan de développement qu'ils sauront élaborer et par les risques qu'ils acceptent de prendre (montant de l'investissement personnel, déménagement sur une autre région, départ d'un emploi salarié, rémunération plus faible ou plus variable, ...). La simple opportunité d'acheter une entreprise dans de bonnes conditions et d'en assurer la gestion dans la continuité ne suffit pas : les dirigeants repreneurs doivent non seulement disposer d'une expérience adaptée aux spécificités de la société cible, mais aussi être capables d'y apporter des évolutions stratégiques et de nouvelles idées capables de créer de la valeur à moyen terme.

#### Suis-je un bon candidat pour un MBO ?

La première des questions lorsqu'on s'intéresse à une reprise d'entreprise est de savoir si vous êtes en mesure de monter un MBO. Cela dépend du profil de l'entreprise que vous dirigez éventuellement et du vôtre.

#### **Critères propres à l'entreprise dirigée**

**L'entreprise que vous dirigez est une bonne " cible " :**

Le marché doit être porteur, la part de marché de l'entreprise doit être significative ?

- ▶ L'entreprise est-elle dans les cinq premières de son secteur ou de sa niche ?
- ▶ Les principaux critères de qualification tiennent à sa position sur le marché, à son organisation, à son potentiel de croissance immédiat, à l'absence de risque important identifié et à sa rentabilité récurrente. Ces mêmes critères sont recherchés par l'investisseur financier.

Une fois cédée la société doit pouvoir assurer, en tout cas rapidement, son fonctionnement opérationnel autonome. Le changement d'actionnaire ne doit pas par exemple remettre en cause des relations clients ou fournisseurs, couper les crédits bancaires d'exploitation, ou supprimer l'accès à des services ou des moyens indispensables fournis par l'ancien actionnaire majoritaire.

Enfin, les performances (financières) historiques de l'entreprise doivent être bonnes.

## Critères propres au repreneur

Vous avez un vrai tempérament de n°1, d'entrepreneur autonome plutôt que de salarié et vous serez capable de devenir le patron, si ce n'est pas encore le cas, après la sortie du vendeur.

Vous avez une carte à jouer : vous avez identifié que votre actionnaire serait potentiellement vendeur, vous êtes respecté par lui, vous savez quels seraient les arguments d'une négociation de vente.

Votre âge n'est pas un critère mais vous avez eu le temps d'accumuler une expérience de direction générale ou équivalente. Vous devez avoir disposé d'une large autonomie dans la gestion de la société que vous envisagez de reprendre.

Il est également important que vous ayez une idée précise de ce que vous pourrez faire dans les prochaines années pour développer le chiffre d'affaires et améliorer la rentabilité de l'entreprise.

## Suis-je un bon candidat pour un MBI ?

Un MBI ne se fait pas par opportunité, il exige d'entamer une démarche mûrement réfléchie, en particulier lors de la recherche d'une entreprise à reprendre. Votre priorité professionnelle doit donc être de réaliser une opération de reprise.

Vous avez un tempérament d'entrepreneur et non de salarié : vous êtes très autonome et vous ne cherchez pas seulement un emploi. De surcroît, un MBI nécessite de fortes capacités d'adaptation : vous avez un sens développé de la négociation.

Votre âge n'est pas un critère mais vous avez eu le temps d'accumuler, si possible plusieurs expériences professionnelles réussies au sein d'une PME, une filiale de groupe, ou un centre de profit. Vos performances passées sont identifiables et mesurables et vous pouvez les confirmer par de bonnes références.

L'entreprise que vous reprendrez et son environnement ne doivent pas totalement vous être inconnus. Vous connaissez le secteur d'activité de la cible et vous y avez des expériences réussies.

Enfin, il est souhaitable que l'entreprise cible ait une proximité de taille avec celle dans laquelle vous avez exercé vos dernières responsabilités.

Vous avez identifié dans l'entreprise des managers ayant des compétences complémentaires aux vôtres, avec qui vous pensez pouvoir vous entendre.

---

## COMBIEN FAUT-IL INVESTIR À TITRE PERSONNEL ?

---

Votre investissement doit être significatif, notamment par rapport à votre patrimoine. Mais il n'est pas souhaitable de vous endetter ou de mettre en risque votre habitation principale.

Lorsqu'on est le principal dirigeant repreneur, le montant minimum attendu par les investisseurs financiers est de l'ordre de 150 k€. Votre engagement financier doit être d'un montant tel qu'il démontre une véritable prise de risque aux côtés de vos partenaires financiers.

Il est souhaitable que les autres managers importants de l'entreprise soient impliqués, pour des montants dépendants de leur position dans la reprise.

---

## COMBIEN DE PERSONNES DOIVENT ÊTRE IMPLIQUÉES ?

---

L'une des premières questions qui se pose à un repreneur est de savoir qui impliquer, quelle équipe de reprise constituer. Cette dernière doit être restreinte par exemple aux managers principaux et aux hommes clés nécessaires à la bonne transmission et au développement futur de l'entreprise.

Pour éviter une dilution trop grande du pouvoir et de la motivation, il ne faut donc associer à l'opération qu'un leader et quelques managers.

Dans certaines activités ou certaines entreprises, à forte culture de partenariat social, il peut parfois être opportun d'associer un plus grand nombre de collaborateurs, notamment en imposant une structure distincte telle un FCPE.

---

## COMMENT TROUVER UNE CIBLE ?

---

### Avant de vous lancer dans la phase de recherche

Il faut avoir un tempérament de repreneur et avoir réfléchi à la question. Partager l'expérience de personnes qui ont côtoyé une reprise d'entreprise est riche d'enseignements. Contacter des investisseurs financiers ou l'AFIC permet d'échanger des points de vue, rassembler de l'information, forger sa conviction.

### Après vous être lancé

Dans le cas d'un MBO, l'analyse de la situation personnelle et patrimoniale des actionnaires de l'entreprise qui vous emploie peut vous permettre d'identifier l'opportunité et son calendrier.

Dans le cas d'un MBI, il convient de se mettre en phase de recherche active sur une société ou un secteur particulier ou au gré d'opportunités.

Trouver une cible intéressante et appropriée prend du temps. Il faut multiplier les voies de recherche et ne pas hésiter à utiliser toutes ses relations professionnelles et personnelles ainsi que les acteurs du marché de la transmission d'entreprises (sociétés ou fonds d'investissements, conseils spécialisés, sociétés d'intermédiation, associations d'anciens...).

Vous devez y consacrer un maximum de temps (si possible un plein temps). Vous devez vous fixer une zone de recherche : sectorielle, géographique, taille (la plus proche possible de ce que je sais faire) et de temps (entre 6 mois et 1 an).

Au-delà de cette période de temps, si vous souhaitez fondamentalement réaliser un MBI, il conviendra de cultiver les réseaux développés pendant cette période active et exclusive de recherche.

Afin d'être encore plus efficace vous pourrez choisir un ou deux investisseurs privilégiés qui vous accompagneront tout au long de vos recherches et avec lesquels vous développerez une connaissance et une confiance mutuelle qui faciliteront le développement de votre projet (voir Annuaire des membres de l'AFIC).

---

## COMMENT TRAVAILLER AVEC UN INVESTISSEUR ?

---

### Pourquoi travailler avec un investisseur ?

L'investisseur financier a des moyens financiers qui vous permettront de vous intéresser à des entreprises en rapport avec vos compétences et vos ambitions, mais au-delà de vos seuls moyens personnels.

**Professionnel de la reprise d'entreprise, il dispose d'un savoir faire accompli et d'un large référentiel sur ce type de rachat. Il apporte beaucoup de facilités car :**

- ▶ Il connaît des cibles.
- ▶ Il vous assiste dans la sélection des entreprises intéressantes grâce à des outils d'information (base de données par exemple), ses contacts (il se voit proposer régulièrement des opportunités de reprise), et son expérience.
- ▶ Il vous guidera dans votre démarche grâce à sa maîtrise du mode opératoire.
- ▶ Il est un véritable partenaire dans la négociation.
- ▶ Il rend votre démarche crédible sur le plan financier par rapport au vendeur, faisant de vous un interlocuteur qualifié.

**Vous courrez moins de risques avec un investisseur car :**

- ▶ Il vous fait bénéficier de son expertise et de son recul sur ce type d'opération.
- ▶ Il fait sa propre étude du dossier.
- ▶ Il prend en charge un certain nombre de coûts de la transaction.
- ▶ Il vous met en contact avec des conseils de qualité (avocats, banques...).

### A quel moment ?

A tout instant à partir du moment où vous pouvez formaliser précisément votre projet et avant d'avoir commencé la négociation dès qu'une opportunité est validée.

### Quel investisseur choisir ?

**Le choix dépendra des conditions financières, mais surtout de la qualité des relations nouées et de votre sentiment de confiance à mener ensemble et à son terme l'opération que vous projetez :**

- ▶ Une bonne entente est indispensable dès les premiers contacts.
- ▶ Vous devez sentir une implication forte du financier, une certaine connaissance du secteur, un véritable intérêt pour votre projet.
- ▶ La qualité de ses relations avec l'environnement de l'entreprise doit être bonne.
- ▶ Vous devez juger de sa motivation à vous accompagner, à vous soutenir, à vous consacrer du temps...
- ▶ Attention : chaque investisseur a un positionnement particulier (dépendant du " ticket " minimum d'investissement, du type d'opérations, du secteur ...).

## **Faut-il s'associer à un ou plusieurs investisseurs ?**

Les rapports entre l'équipe de management et les investisseurs doivent être dictés par une relation de confiance.

En général, l'opération est organisée sous l'égide d'un investisseur associé aux dirigeants repreneurs dès le début de l'opération. Selon la taille de l'opération, il peut y avoir le besoin d'associer à la reprise un ou plusieurs autres financiers. L'investisseur initial sera alors le " *chef de file* " chargé d'organiser la syndication.

Chaque investisseur financier a sa préférence sur le nombre de partenaires financiers à associer au capital du holding de reprise. Son choix peut être lié à une division des risques, à des contraintes juridiques, ou à d'autres facteurs de gestion.

Cependant, la tendance est qu'il y ait de moins en moins de co-investissements.

Le cas le plus fréquent est que les investisseurs détiennent la majorité du capital. Certains financiers désirent l'avoir seuls, d'autres la partagent généralement avec un ou deux autres financiers.

Organiser un tour de table de plusieurs investisseurs permet d'enrichir la réflexion par la multiplication des points de vue, mais est source de complications.

En ce qui concerne les investisseurs associés ou amis des dirigeants repreneurs, leurs conditions d'investissement dépendront de leur contribution à l'opération. Plus cette dernière sera faible, plus ils seront naturellement assimilés à des investisseurs financiers.

---

## **COMMENT S'ORGANISE LE PARTAGE DES TÂCHES AVANT LE RACHAT ?**

---

L'expérience professionnelle des dirigeants repreneurs, qui doit être la plus adaptée au métier et aux responsabilités de la société à reprendre, est essentielle pour obtenir les financements nécessaires à la reprise.

**Les dirigeants repreneurs rassemblent et préparent un certain nombre d'informations et de documents :**

- ▶ Un diagnostic de la société rachetée (couple produit/marché et position concurrentielle ; qualité de l'organisation ; identification des facteurs de transformation ; analyse des forces/faiblesses/opportunités/menaces).
- ▶ Des vérifications faites par eux même sur la société, son marché, ses concurrents à travers des interviews, des enquêtes, des analyses.
- ▶ Une liste de références sur leur parcours professionnel que les partenaires financiers pourront contacter.
- ▶ Un plan de développement qui décrit la stratégie post-acquisition et intègre un jeu de projections chiffrées qui peut comprendre plusieurs scénarios et des tests de sensibilité.

**Les investisseurs financiers conseillent les dirigeants repreneurs tout au long du processus de reprise :**

- ▶ Ils mettent en œuvre des diligences permettant de valider la crédibilité du business plan et la faisabilité du montage financier.
- ▶ Ils négocient les conditions de l'acquisition aux côtés des dirigeants repreneurs.

- ▶ Ils supervisent les audits et les avocats en charge de la rédaction des accords juridiques.
- ▶ Ils assurent l'ingénierie financière du montage : en particulier la syndication éventuelle de l'investissement en fonds propres et recherche des financements bancaires et mezzanine nécessaires.

---

## EN QUOI CONSISTE UN BUSINESS PLAN ?

---

Les investisseurs financiers se prononcent sur l'opportunité d'un **LBO** sur la base d'un business plan. C'est l'acte de foi des repreneurs sur lequel les financiers vont établir leur conviction, mais aussi un document de référence tout au long de l'investissement.

**Ce document confidentiel, établi par l'équipe de reprise, est un plan de développement à 5 ans de l'entreprise et comprend en général :**

- ▶ Une explication de l'intérêt de l'équipe de reprise pour la société (atouts, opportunités, mais aussi contraintes et menaces potentielles).
- ▶ Une explication des grandes orientations pour les années à venir (croissance anticipée, politique commerciale, investissements, acquisitions...).
- ▶ Une simulation chiffrée sur 5 ans formalisant les hypothèses retenues :
  - Compte de résultat,
  - Tableau de financement,
  - Bilan.

C'est à partir des hypothèses du business plan que les investisseurs financiers élaboreront et proposeront un montage financier.

Le business plan est un exercice formel qui réclame du temps et de l'attention : il doit être le plus concret possible avec des hypothèses réalistes. Il est une projection, une prolongation du processus budgétaire sur une période de 3 à 5 ans.

Il n'est pas nécessaire d'avoir formalisé un business plan pour contacter des investisseurs. Ces derniers pourront y apporter une vision critique constructive.

---

## COMMENT S'ORGANISENT LES RELATIONS AVEC LES INVESTISSEURS APRÈS LE RACHAT ?

---

La répartition des rôles dépendra de la position au capital de l'investisseur financier : il sera sans doute plus impliqué s'il est l'actionnaire majoritaire de l'entreprise reprise.

Néanmoins, un certain nombre de thèmes classiques animent la relation entre les repreneurs et leurs partenaires financiers.

**Si votre rôle principal et celui de votre équipe, est d'assurer avec une complète autonomie la gestion opérationnelle de la société reprise, celui des investisseurs peut se décliner sur les points suivants :**

- ▶ Participer à la réflexion sur la stratégie de développement.
- ▶ Aider aux prises de décisions importantes.
- ▶ Organiser et assurer le reporting financier.
- ▶ Conseiller dans la négociation, le montage et la réalisation d'acquisitions.
- ▶ Organiser le processus de sortie.

D'un point de vue juridique, les relations que vous aurez avec les investisseurs seront notamment régies par le " Pacte d'actionnaires ", dont le contenu dépend des exigences que peuvent avoir les investisseurs et du contenu des statuts de la société.

**Les clauses que l'on retrouve habituellement, dans ce type de convention, sont relatives :**

- ▶ Au contrôle de l'actionnariat : en permettant d'éviter des changements non souhaités (clauses d'inaliénabilité, de préemption, etc...), mais également de contrôler les cessions envisagées (clauses de sortie conjointe, clause de retrait, introduction en bourse, etc...).
- ▶ Au contrôle des décisions sociales, qu'il s'agisse de clause de droit de vote, de précisions quant au fonctionnement des organes sociaux, ou encore de clause particulière relative à certains aspects de gestion de la société ou à la rémunération des dirigeants.
- ▶ D'autres clauses peuvent concerner : une promesse de vente de ses titres par un dirigeant qui arrêterait toute activité effective dans la société, un engagement de " buy or sale ", un engagement de non concurrence, etc....

---

## QUELLES DOIVENT ÊTRE MES MOTIVATIONS ?

---

La position de repreneur est avant tout une position de dirigeant plus que de salarié.

L'esprit d'entreprise est la base de votre motivation : il combine la volonté de réussir un projet ambitieux dans le cadre d'une entreprise où votre responsabilité est totale et votre goût à prendre des risques est réel.

**Les facteurs de motivation les plus courants peuvent être regroupés en deux catégories :**

### Dans vos nouvelles fonctions

- ▶ Etre autonome, être votre propre patron.
- ▶ Mener à bien un projet humain et opérationnel.
- ▶ Gagner et maintenir la confiance de vos actionnaires financiers, en acceptant de leur rendre des comptes.

### En tant qu'actionnaire

- ◉ Vous vous constituez un patrimoine en valorisant votre participation.
- ◉ Vous partagez avec l'investisseur un objectif de plus-value par la cession de la société à moyen terme.
- ◉ Vous bénéficiez d'une fiscalité favorable.

---

## QUELS SONT LES RISQUES ENCOURUS ?

---

### Dans vos nouvelles fonctions

Devenant mandataire social et dirigeant de la société, vous assumez les responsabilités correspondantes.

Il est fréquent qu'une assurance Responsabilité Civile des Mandataires Sociaux soit contractée pour limiter certains risques liés à votre gestion de l'entreprise. Elle couvre également les investisseurs financiers qui y détiendraient des mandats sociaux.

De la même façon, il peut être souscrit une assurance qui couvrirait la perte de votre mandat (GSC).

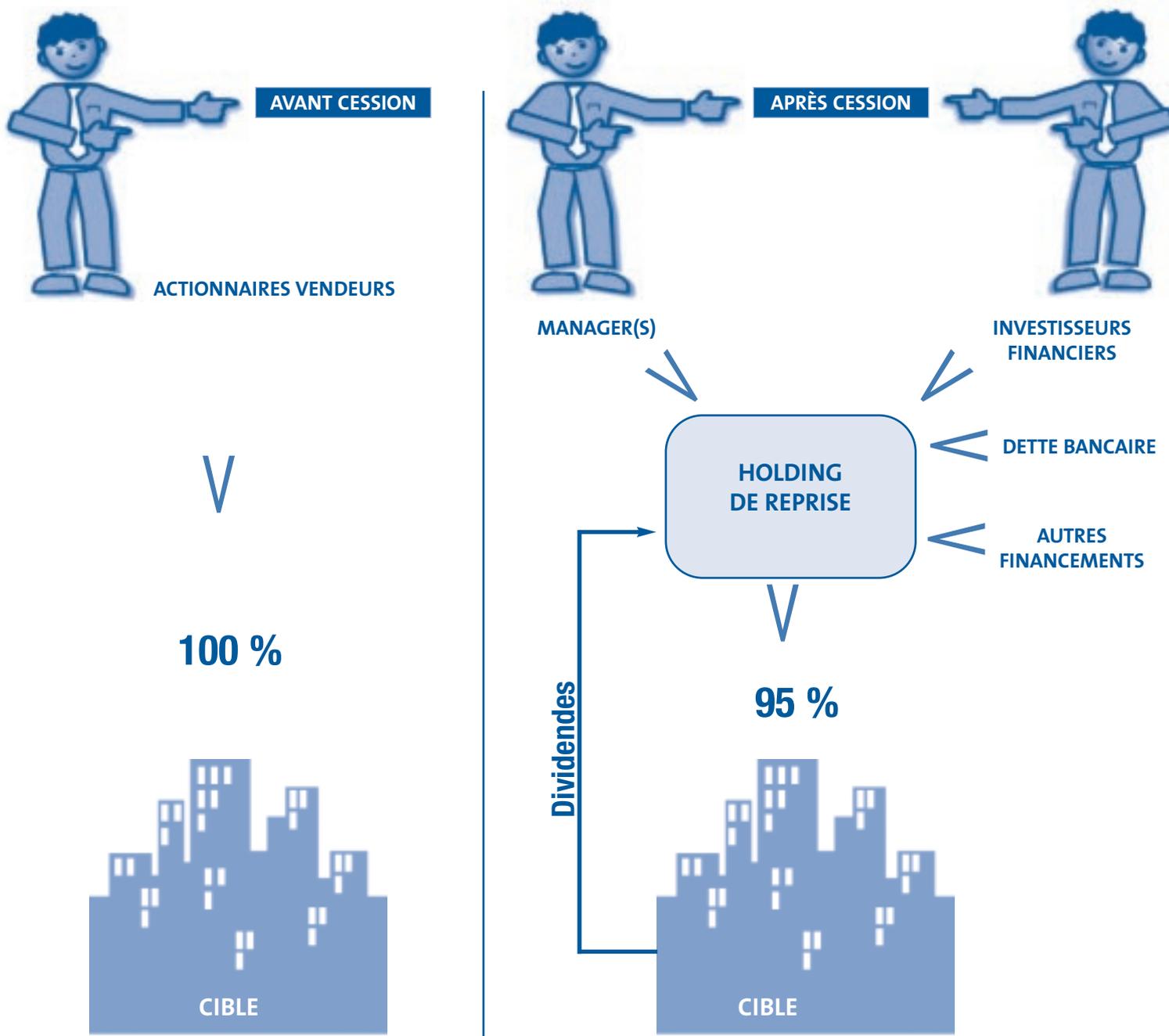
### En tant qu'actionnaire

Votre risque est de perdre le montant de votre investissement en en capital. Mais cela dépend aussi de la qualité de votre travail.

Mais vous ne devez pas courir de risques au-delà de votre mise initiale. La présence d'un ou des investisseur(s) financier(s) à vos côtés, vous permet par exemple d'éviter de donner votre caution personnelle aux banques.

# ANNEXE 1

## MONTAGE FINANCIER D'UN LBO



La dette bancaire de la holding est remboursée grâce aux dividendes versés par la société cible. Si la cible est détenue à plus de 95%, la holding et la cible peuvent être intégrées fiscalement. Les investisseurs, selon le cas, peuvent être majoritaires ou minoritaires dans la holding.

# ANNEXE 2

## EXEMPLE DE MÉCANIQUE DE L'EFFET DE LEVIER FINANCIER

La cible est acquise par le holding en année N. Son prix est de 8M€, soit 8 fois son résultat net. L'acquisition est financée par du capital à hauteur de 4 M€ et par un emprunt de 4 M€.

	N	N+5		
Cible		Cas 1	Cas 2	Cas 3
C.A	10 M€	10 M€	20 M€	20 M€
Résultat	1 M€	1 M€	2 M€	2 M€
Multiple du résultat	8	8	8	12
Valeur Cible	8 M€	8 M€	16 M€	24 M€
Encours emprunt holding	4 M€	0 M€	0 M€	0 M€
Valeur holding de reprise	4 M€	8 M€	16 M€	24 M€

Le holding est revendu en année N+5. La valeur de la cible est toujours égale à un multiple de son résultat net. La valeur du holding de reprise est la valeur de la cible moins l'encours d'emprunt du holding.

### CAS 1

La valeur de la cible est inchangée. La valeur du holding de reprise a été multipliée par 2 par l'effet mécanique du remboursement de l'emprunt du holding grâce aux dividendes versés par la cible.

### CAS 2

La valeur de la cible a doublé du fait de sa croissance. La valeur du holding est multipliée par 4 grâce à l'effet de levier.

### CAS 3

La valeur de la cible a été multipliée par 3 du fait de sa croissance et du différentiel de multiple du résultat entre l'entrée et la sortie (changement de taille de la cible, d'où une plus forte valeur stratégique). La valeur du holding est multipliée par 6.



# ANNEXE 3

## NATURE DES FINANCEMENTS DU HOLDING

Nature du financement	Rendement annuel attendu	Garanties	Commentaires
<b>Capital</b>	25 à 30 % x 3 en 4 à 5 ans	Aucune	Souscrit par les dirigeants repreneurs et les investisseurs financiers
<b>Obligations Convertibles</b>		Subordonnées à la mezzanine	Donnent de la flexibilité au montage. Peuvent être converties ou remboursées. Peuvent permettre la rétrocession de la " super plus-value " aux dirigeants repreneurs
<b>Mezzanine (OBSA)</b>	Environ 15 %	Nantissement de 2 <sup>ème</sup> rang sur les titres de la cible. Subordonnée <sup>(1)</sup> à la dette senior	Taux variable indexé sur l'EURIBOR. Participation à la plus-value grâce des BSA souscrites par des investisseurs spécialisés.
<b>Dette bancaire senior</b>	Taux variable indexé sur l'EURIBOR	Nantissement de 1 <sup>er</sup> rang sur les titres de la cible	Durée : 6 à 8 ans
<b>Crédit-vendeur</b>	A négocier		
<b>Trésorerie</b>	0 %		Distribution exceptionnelle de dividendes post-acquisition

(1) Subordination : le remboursement de la dette senior est prioritaire par rapport à celui de la mezzanine.

# ANNEXE 4

## EXEMPLE DU MODÈLE FINANCIER

Les dirigeants repreneurs et l'investisseur financier achètent début 2003 une société qui a réalisé en 2002 un chiffre d'affaires de 40,0 M€ et un EBIT (Résultat d'Exploitation – Participation des Salariés) de 4,4€. Ils la payent 33,6 M€, soit 6 fois l'EBIT 2002 – les emprunts au 31/12/2002 + la trésorerie au 31/12/2002 (voir tableau financier page suivante).

### PRIX DE LA CIBLE

EBIT 2002	4,4
Multiple d'EBIT 2002	6,0
EMPRUNTS 31/12/2002	2,8
TRESORERIE 31/12/2002	10,0
PRIX = 4,4 * 6,0 - 2,8 + 10,0	33,6

Le montage est le suivant :

#### Besoins du holding (en M€):

Achat titres cible	33,6
Frais de montage	1,0
Total besoins	34,6

#### Ressources du holding (en M€) :

Capital	3,0
Obligations convertibles	10,0
Emprunt	12,6
Crédit d'impôt	0,3
Dividende exceptionnel	8,7
Total ressources	34,6

L'investisseur financier apporte au holding 12,6 M€, dont 2,6 M€ en capital pour 86,7 % du capital et 10 M€ en obligations convertibles qui ne seront pas converties en cas de succès de l'opération.

Les dirigeants repreneurs apportent ensemble au holding 0,4 M€ intégralement en capital, ce qui leur permet de détenir 13,3 % du capital alors que leur apport ne représente que 3,1 % des fonds propres (capital + obligations convertibles).

STRUCTURE CAPITALISTIQUE	CAPITAL		OBLIGATIONS CONVERTIBLES		FONDS PROPRES	
	MONTANT	%	MONTANT	%	MONTANT	%
DIRIGEANTS REPRENEURS	0,4	13,3 %	0,0	0,0 %	0,4	3,1 %
FINANCIERS	2,6	86,7 %	10,0	100,0 %	12,6	96,9 %
<b>TOTAL</b>	<b>3,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>10,0</b>	<b>100,0 %</b>	<b>13,0</b>	<b>100,0 %</b>

## COMPTE DE RESULTAT PREVISIONNEL CIBLE

ANNEE	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
	R	R	R	B	P	P	P	P	P
CHIFFRE D'AFFAIRES	33,0	36,0	40,0	44,0	48,4	53,2	58,6	64,4	70,9
VAR (%)	11,0 %	9,1 %	11,1 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %	10,0 %
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	4,6	5,2	6,0	6,6	7,5	8,5	9,7	11,0	12,4
EBE / CA (%)	14,0 %	14,5 %	15,0 %	15,0 %	15,5 %	16,0 %	16,5 %	17,0 %	17,5 %
AMORTISSEMENTS	1,3	1,4	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8
EBIT (Résultat d'Exploitation - Participation)	3,3	3,8	4,4	4,8	5,6	6,4	7,3	8,4	9,6
RESULTAT FINANCIER	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RESULTAT COURANT AVANT IMPOTS	3,3	3,8	4,4	4,8	5,6	6,4	7,3	8,4	9,6
RESULTAT NET	2,2	2,5	2,9	3,2	3,7	4,2	4,8	5,5	6,3
RESULTAT NET / CA (%)	6,6 %	6,9 %	7,3 %	7,3 %	7,6 %	7,9 %	8,3 %	8,6 %	8,9 %
<b>PLAN DE FINANCEMENT CIBLE</b>									
<b>EMPLOIS</b>									
INVESTISSEMENTS	1,8	2,0	2,2	2,5	2,7	3,0	3,3	3,6	4,0
VAR DU BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT 10 %	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6
REMBOURSEMENT D'EMPRUNTS	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	0,0
DIVIDENDE	0,0	0,0	0,0	8,7	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2
<b>TOTAL EMPLOIS</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>12,2</b>	<b>6,2</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,8</b>
<b>RESSOURCES</b>									
RESULTAT NET	2,2	2,5	2,9	3,2	3,7	4,2	4,8	5,5	6,3
AMORTISSEMENTS	1,3	1,4	1,6	1,8	1,9	2,1	2,3	2,6	2,8
EMPRUNTS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	<b>3,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>
VAR TRESORERIE CUMUL				-7,2	-0,5	0,0	0,5	1,2	2,3
				-7,2	-7,8	-7,8	-7,3	-6,1	-3,8
<b>BILANS PREVISIONNELS CIBLE</b>									
CAPITAUX PROPRES	15,0	17,5	20,4	14,9	16,2	18,1	20,6	23,8	28,0
EMPRUNTS	4,0	3,4	2,8	2,2	1,6	1,0	0,4	0,0	0,0
ACTIF IMMOBILISE NET	8,0	8,6	9,2	9,9	10,7	11,5	12,5	13,5	14,6
FONDS DE ROULEMENT	11,0	12,3	14,0	7,2	7,1	7,5	8,5	10,3	13,3
BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT	3,3	3,6	4,0	4,4	4,8	5,3	5,9	6,4	7,1
TRESORERIE	7,7	8,7	10,0	2,8	2,2	2,2	2,7	3,9	6,2

## PLAN DE FINANCEMENT HOLDING

ANNEE	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>BESOINS</b>						
ACHAT TITRES CIBLE	33,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FRAIS	1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
REMBOURSEMENT OBLIGATIONS	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
REMBOURSEMENT D'EMPRUNT	0,0	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
INTERETS OBLIGATIONS + EMPRUNT 4,00 %	0,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6
<b>TOTAL BESOINS</b>	<b>34,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
<b>RESSOURCES</b>						
CAPITAL	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	10,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EMPRUNT (7 ans)	12,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CREDIT D'IMPOT	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
DIVIDENDES	8,7	2,4	2,3	2,3	2,3	2,2
<b>TOTAL RESSOURCES</b>	<b>34,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>
ECART	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
CUMUL ECART	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>BILAN HOLDING</b>						
ANNEE	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<b>ACTIF</b>						
CAPITAL	11,0	12,8	14,6	16,4	18,2	20,0
OBLIGATIONS CONVERTIBLES	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EMPRUNT	12,6	10,8	9,0	7,2	5,4	3,6
<b>PASSIF</b>						
TITRES DE PARTICIPATION	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
TRESORERIE *	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

\* Par construction, les dividendes remontés au holding correspondent chaque année à son besoin de financement, d'où une trésorerie égale à 0.

# SORTIE EN 2008

La sortie intervient en 2008, soit à terme de 5 ans, comme prévu.

## VALEUR CIBLE

EBIT 2007	8,4
Multiple d'EBIT 2007	6,0
EMPRUNTS 31/12/2007	0,0
TRESORERIE 31/12/2007	3,9
VALEUR = $8,4 * 6,0 - 0,0 + 3,9$	54,1

## VALEUR HOLDING

VALEUR CIBLE	54,1
OBLIGATIONS CONVERTIBLES AU 31/12/2007	10,0
EMPRUNT HOLDING AU 31/12/2007	5,4
TRESORERIE HOLDING AU 31/12/2007	0,0
VALEUR = $54,1 - 10,0 - 5,4 + 0,0$	38,7

L'opération s'est déroulée conformément au plan initial :

L'investisseur financier ne convertit pas ses obligations convertibles à la sortie. Il perçoit 86,7 % du prix de cession des titres du holding et le remboursement de ses obligations convertibles. Le rendement de son investissement est de 28 % par an. Il a multiplié sa mise initiale par 3,5 en 5 ans.

Les dirigeants repreneurs perçoivent 13,3 % du prix de cession des actions du holding. Le rendement de leur investissement est de 68 % par an. Ils ont multiplié leur mise initiale par 13 en 5 ans.

# GLOSSAIRE

## GLOSSAIRE

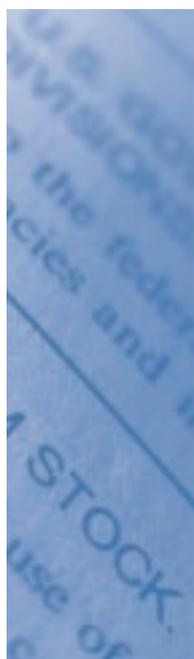
- > **BIMBO (Buy-In-Management Buy-Out)**  
Opération de rachat d'une entreprise impliquant financièrement une équipe de management mixte, composée d'un Directeur Général extérieur associé à des managers en place.
- > **Business Plan**  
Plan de développement stratégique de la société sur 3 à 5 ans avec commentaires détaillés dans les domaines commerciaux, concurrence, produits, techniques, moyens de production, investissements, hommes, informatique, financiers...
- > **Closing**  
Etape finale d'une opération de cession, avec la signature par l'ensemble des participants (vendeurs et acheteurs) du contrat de vente, des actes juridiques (les principaux : cession d'actions, pacte d'actionnaires, Garantie d'actif et de passif)
- > **Data Room**  
Lieu de consultation des principaux documents d'information sur une société à vendre qui sont disposés dans une salle (chez son avocat ou son conseil). La Data Room est notamment pratiquée lors d'un processus de mise aux enchères afin de permettre à l'acquéreur de formaliser un prix.
- > **Dette senior**  
Dans la structure de financement d'un **LBO**, la dette senior correspond aux apports en dette amortissable réalisés par des banques. La durée de vie de cette dette est généralement de 6 à 7 ans. Les intérêts annuels et le remboursement annuel sont prioritaires par rapport à la mezzanine.
- > **Due-diligence**  
Ensemble des mesures de recherche et de contrôle des informations permettant à l'acheteur de fonder son jugement sur le patrimoine, l'activité, la situation financière, les résultats, les perspectives de la société.
- > **EBIT (Earning before interest and taxes)**  
Bénéfices d'exploitation avant frais financiers et impôt sur les sociétés et dotation à la participation des salariés.
- > **EBITDA (Earning before interest, taxes, amortisation and depreciation)**  
Bénéfice d'exploitation avant frais financiers et impôt sur les sociétés, amortissements et provisions.
- > **Effet de levier (leverage)**  
Effet multiplicateur de la rentabilité des capitaux propres résultant du recours au financement externe.

- > **Garantie d'Actif et de Passif**  
Garantie donnée par le vendeur à l'acheteur sur la consistance des actifs et des passifs par rapport aux documents ayant servis de base à la transaction.
- > **LBO (Leveraged Buy-Out)**  
Terme générique s'appliquant à tous les rachats d'entreprise avec un effet de levier bancaire.
- > **LBU (Leveraged Build-Up)**  
Opération de MBO ou de MBI suivie d'une ou plusieurs opérations de croissance externe financées en partie par effet de levier bancaire.
- > **MBI (Management Buy-In)**  
Opération de rachat d'une entreprise impliquant financièrement une nouvelle équipe de management, extérieure à l'entreprise rachetée.
- > **MBO (Management Buy-Out)**  
Opération de rachat d'une entreprise impliquant financièrement l'équipe de management en place.
- > **Mezzanine**  
Dans la structure de financement d'un **LBO**, la Mezzanine correspond aux apports en OBSA (Obligations à Bons de Souscription d'Actions) souscrits par des banques ou des fonds d'investissement spécialisés.
- > **PER (Price earning ratio)**  
Multiplicateur du bénéfice net pour déterminer la valeur de la société.

# EDITIONS

## PUBLICATIONS

L'AFIC met à la disposition de ses membres différentes publications destinées à faciliter l'exercice de leur métier.



- ◉ L'annuaire des membres actifs et associés de l'AFIC
- ◉ LBO secondaires : relais pour la création de valeur ou phénomène d'opportunité ?
- ◉ L'annuaire régional
- ◉ Le livre blanc du LBO
- ◉ Le rapport annuel sur la performance du Capital Investissement
- ◉ FCPR : principes juridiques et fiscaux
- ◉ SCR : principes juridiques et fiscaux
- ◉ Ajustement de prix et Capital Investissement
- ◉ Les codes de déontologie
- ◉ Le guide de l'évaluation et du reporting

**Pour tout renseignement, contacter l'AFIC :**

14, rue de Berri

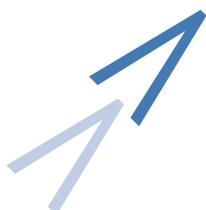
75008 Paris

Tél : 01 47 20 99 09

Fax : 01 47 20 97 48

E-mail : [info@afic.asso.fr](mailto:info@afic.asso.fr)

Site Web : [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)



# CONTACTS

## CONTACTS



Le capital  
investissement

Association française des  
**INVESTISSEURS  
EN CAPITAL**

14, rue de Berri - 75008 Paris  
Tél : 01 47 20 99 09 - Fax : 01 47 20 97 48  
Site web : [www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)  
E-mail : [info@afic.asso.fr](mailto:info@afic.asso.fr)