



## **Banquier de haut de bilan-Investisseur en Capital Quelles similitudes - Quelles différences d'approche ?**

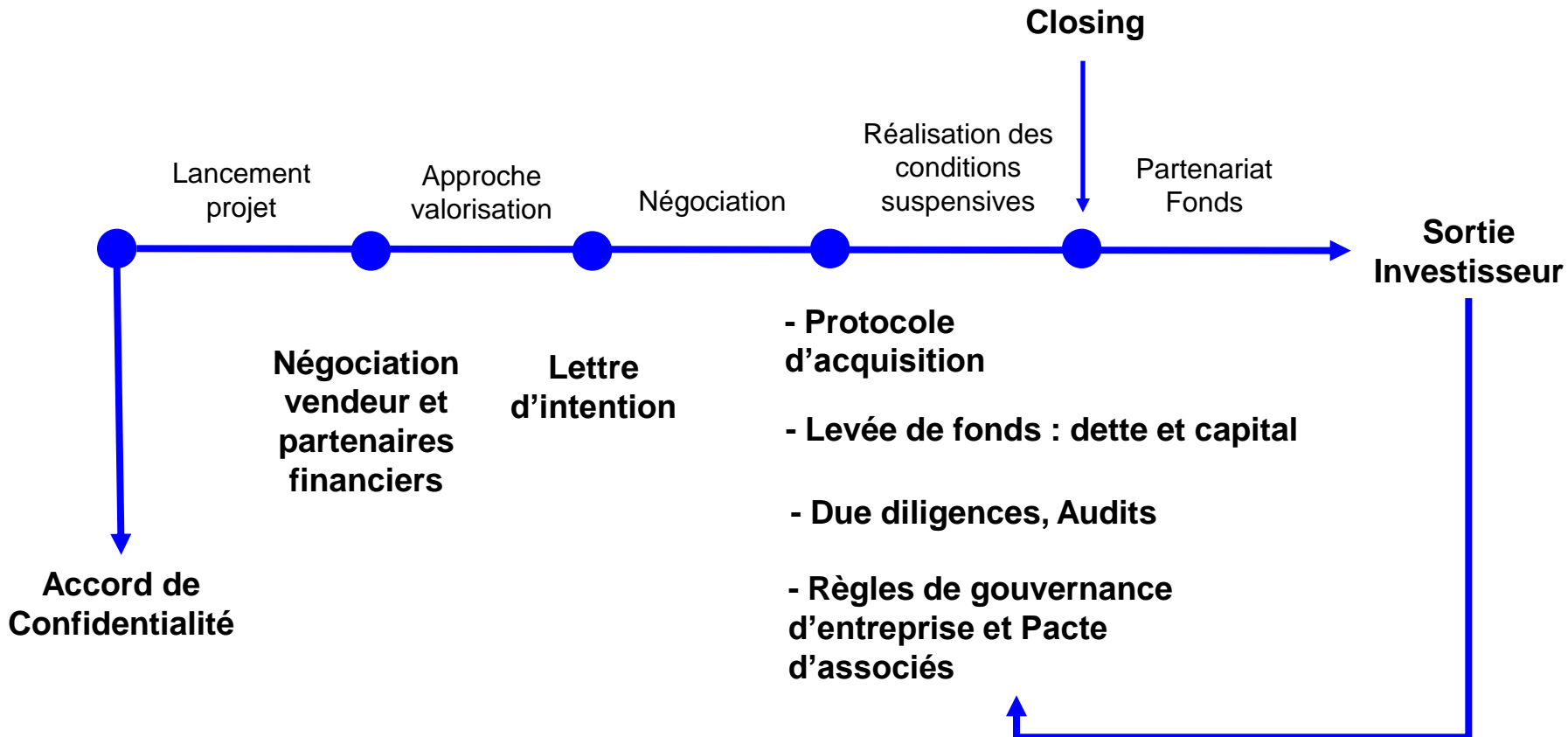
Marie Desportes : Turenne Capital

Didier Martin : Responsable des financements d'acquisition SG Méditerranée

Bruno Lacombe : SG Capital Partenaires



## Contexte : processus type d'une opération de LBO pour financer une croissance externe





# Les différentes approches



## I - En phase d'analyse

- Les fondamentaux
- Les nuances

## II - En phase de négociation

- La valorisation
- La structuration financière de l'opération

## III - En phase d'exécution

- Les caractéristiques principales de la dette Senior : garanties, covenants
- Les instruments financiers de l'investisseur, les due diligences, et le pacte d'actionnaires

## IV - Le suivi post closing

- Le banquier : la relation commerciale, le suivi des covenants
- L'investisseur : la gouvernance, la liquidité





## Principes généraux des LBO



Un financement en LBO, c'est l'acquisition d'une cible par une holding souvent constituée à cet effet. Le schéma prévoit :

- La création d'une holding ad hoc pour contracter l'endettement
- Un effet de levier financier
  - La création de valeur attendue de l'acquisition est supérieure au coût de la dette mise en place
  - Le remboursement de la dette repose en particulier sur la capacité de la cible à dégager des résultats qui seront distribués, tout en assurant ses besoins de financements courants (BFR) et ses besoins d'investissements.





# I - Principales attentes et critères d'analyse des financeurs



## Les fondamentaux

- Se convaincre de la qualité du management (intégrité, compétence, expérience, complémentarité...)
- Trouver le bon équilibre entre les dettes remboursables d'une part, les fonds propres et quasi fonds propres d'autre part
- Transparence et cohérence de l'information délivrée
- Analyse de la solidité du business model et du marché sous jacent,
- Il est important de se faire une idée de ce que sera l'entreprise dans 5 ou 6 ans :
  - Fondamentaux du marché
  - Facteurs clés de succès
  - Existence de barrières à l'entrée
  - Rentabilité et pérennité du business model
- il faut savoir accepter des cycles d'activité, mais les financeurs seront très attentifs à la récurrence des cash flow générés par l'exploitation pour assurer le service de la dette d'acquisition





# I - Principales attentes et critères d'analyse des financeurs



## Les nuances

- Le banquier cherche à s'inscrire dans une relation globale et de long terme avec l'entreprise et son dirigeant. Le plus souvent, l'investisseur ne participe qu'à un bout de « l'aventure ».
- Le montage financier qui, sur les opérations de LBO, doit permettre à l'investisseur d'avoir un levier de création de valeur, sans mettre en risque la pérennité de la société d'exploitation (recherche de levier)
- L'investisseur va être très sensible à la création de valeur estimée sur la période, extériorisée par le TRI (Taux de rendement interne) qui va être le résultat de plusieurs éléments
  - La valorisation d'entrée négociée
  - L'évolution de la rentabilité opérationnelle
  - L'amortissement de la dette d'acquisition
- Les possibilités de sortie (cession totale, refinancement ou rachat par les dirigeants) et notamment « l'attractivité » de la société





## II - En phase de négociation : valorisation et structuration Les méthodes de valorisation



Banquiers et investisseurs utilisent des techniques similaires de valorisation qui sont fondées sur la rentabilité :

Méthodes des comparables ou des multiples, dites analogiques

- Comparables de transaction : les financiers disposent de base de données dans lesquelles il vont rechercher des informations sur des transactions comparables à celle proposée.
- Comparables Boursiers : il s'agit de regarder comment la bourse valorise les sociétés évoluant dans le même secteur d'activité

Méthode des cash-flows actualisés (ou DCF discounted cash Flow), dites intrinsèques

- Cette méthode consiste à valoriser les flux futurs de cash flow générés par l'entreprise, à les actualiser et à les sommer. De la valeur d'entreprise calculée sera déduite la Dette Financière Nette de l'entreprise pour établir le prix des titres
- Les flux de cash flow prévisionnels sont déterminés par le Business Plan (en général sur 5 ans). Il s'agit des cash flow d'exploitation mais aussi de la variation du BFR et du cash consommé par les investissements (Capex) qu'il est nécessaire de réaliser pour réaliser le BP.

*Le BP, qui traduit en chiffres le projet d'entreprise, est un élément clé des discussions*





## II - En phase de négociation : valorisation et structuration

### Les méthodes de valorisation



- Le banquier prêteur va surtout s'attacher à valider la valorisation de la cible , qui a été négociée entre le dirigeant acquéreur et le dirigeant vendeur, afin de s'assurer que le prix payé, et la dette d'acquisition mise en place, soient compatibles avec le cash flow généré par l'ensemble.
- L'investisseur financier va valider la valorisation de la société cible, mais négocier celle de la société acheteuse, car c'est le prix de celle-ci qui va déterminer la détention de capital de l'investisseur, et donc la dilution du dirigeant dans la holding d'acquisition.

*La valeur d'une société est une synthèse entre la rentabilité attendue de l'investissement (les flux futurs de revenus générés) et le risque lié à l'incertitude pesant sur ces flux futurs (d'où l'actualisation des flux dans la méthode des DCF)*





## Impact de la valorisation sur le montage financier



Société Acheteuse X		BILAN 2010			
		Actif		Passif	
	<u>2011</u>	Immo nettes	2100	Cx propres	2200
CA	11000	Stocks	1000	Dettes Banques (	1600
EBE	800	Clients	2000	Fournisseurs	1000
	7.27%	Trésorerie active	200	Fiscal social	500
REX	600		<b>5300</b>		<b>5300</b>
	5.45%				
RNET	350				
BFR j/Ca	49.8				

VE = REX \*  
soit  
prix des titres  
Levier

6  
3600  
2200  
1.8

Société Cible Y		BILAN 2010			
		Actif		Passif	
	<u>2011</u>	Immo nettes	500	Cx propres	800
CA	3200	Stocks	400	Dettes Banques (	200
EBE	300	Clients	300	Fournisseurs	200
	9.38%	Trésorerie active	100	Fiscal social	100
REX	250		<b>1300</b>		<b>1300</b>
	7.81%				
RNET	130				
BFR j/Ca	45.6				

VE = REX \*  
soit  
prix des titres  
Levier

7.2  
1800  
1700  
0.3

		NEWCO				
EBE Cumulé X+Y	1100	Prix des titres X	2200	Apport titres X	2200	K
Dette LBO	1600	Prix des titres Y	1700	Invest Financier	400	15%
Dette avant OP	1500	Trésorerie Newco	200	Capitaux Propres	2600	
Dette Brute Totale	3100	frais de l'opération	100	Dettes LBO	1600	
Levier	<span style="border: 1px solid black; padding: 2px;">2.82</span>		<b>4200</b>		<b>4200</b>	





## Impact de la valorisation sur le montage financier



Société Acheteuse X		BILAN 2010			
		Actif		Passif	
	<u>2011</u>	Immo nettes	2100	Cx propres	2200
CA	11000	Stocks	1000	Dettes Banques C	1600
EBE	800	Clients	2000	Fournisseurs	1000
	7.27%	Trésorerie active	200	Fiscal social	500
REX	600		<b>5300</b>		<b>5300</b>
	5.45%				
RNET	350				
BFR j/Ca	49.8				

VE = REX \*  
soit  
prix des titres  
Lever

6  
3600  
**2200**  
1.8

Société Cible Y		BILAN 2010			
		Actif		Passif	
	<u>2011</u>	Immo nettes	500	Cx propres	800
CA	3200	Stocks	400	Dettes Banques C	200
EBE	300	Clients	300	Fournisseurs	200
	9.38%	Trésorerie active	100	Fiscal social	100
REX	250		<b>1300</b>		<b>1300</b>
	7.81%				
RNET	130				
BFR j/Ca	45.6				

VE = REX \*  
soit  
prix des titres  
Lever

9.6  
2400  
**2300**  
0.3

EBE Cumulé X+Y		NEWCO				K
Dette LBO	2250	Prix des titres X	2200	Apport titres X	2200	85%
Dette avant OP	1500	Prix des titres Y	2300	Invest Financier	400	15%
Dette Brute Totale	3750	Trésorerie Newco	200	Capitaux Propres	2600	
Lever	<b>3.41</b>	frais de l'opération	150	Dette LBO	2250	
			<b>4850</b>		<b>4850</b>	





### III - En phase d'exécution

## Principales caractéristiques de la dette senior



- ▶ Prêt à taux fixe: pour les « petites » enveloppes. Le taux est connu pour toute la durée du financement, généralement limité à 7 ans
- ▶ Prêt à taux variable: indexé sur l'Euribor 3 mois, il permet de suivre au plus près l'évolution du marché, le risque de taux étant assuré par une couverture
- ▶ Ouverture de crédit: mise à disposition sous forme de tirages généralement à taux variable avec une limite d'utilisation maximum convenue





### III - En phase d'exécution

## Les covenants financiers et non financiers



#### ▪ Engagements de faire:

- Maintien de la valeur des actifs
- Assurances sur les actifs, assurance homme clef déléguée au profit des banques
- Maintien de l'actionnariat
- Fourniture d'états et reportings réguliers (réalisé / prévisionnel)
- Information sur les évolutions juridiques

#### ▪ Engagements de ne pas faire:

- Cession d'actifs, de participations
- Distribution de dividendes
- Changement de contrôle
- Les opérations d'emprunts, d'investissements, de croissance externe sont soumises à des règles définies par contrat





### III - En phase d'exécution

## Les covenants financiers et non financiers



#### Quelques Clauses

- clause d'excess cash flow
- subordination du remboursement de certaines dettes (OC, mezzanine, crédit vendeur) au remboursement de la dette senior

#### Définition des ratios

- Leverage:  $\text{Dettes Financières Nettes ou Brutes Consolidées} / \text{Excédent Brut d'Exploitation Consolidé}$ .
- Gearing :  $\text{Dettes Financières Nettes Consolidées} / \text{Situation Nette Comptable Consolidée}$ .
- Cash flow cover:  $\text{Cash Flow Disponible Consolidé} / \text{Service de la Dette Consolidé}$ .





### III - En phase d'exécution

#### Quelques points d'attention complémentaires



- Notion de crédit vendeur: quelles modalités ?
- Complément de prix : conditions de réalisation ? Mode de financement ?
- Existence de CCA à rembourser aux anciens actionnaires: impact sur la trésorerie ?
- La Garantie Actif Passif: définition et limites





### III - En phase d'exécution

## Les garanties associées à une opération



- Le nantissement en 1er rang des titres de la cible
- La délégation de GAP
- L'assurance Homme Clé
- L'engagement personnel du repreneur
- La contre-garantie OSEO (en fonction du niveau d'intervention de l'investisseur)





### III - En phase d'exécution

## Les véhicules financiers utilisés par l'investisseur



#### ■ Différents types d'actions:

- Les actions ordinaires
- Les actions de Préférence, qui donnent droit à des avantages pécuniaires (dividende majoré,...) ou politiques (droit de contrôle spécifique,...) définis par l'émetteur:
- L'Action à Bons de Souscription d'Actions (ABSA) est un titre hybride composé d'une action classique et d'une ou plusieurs options d'achat d'actions nouvelles ou existantes (BSA)

- Les BSA: Le bon de souscription d'action est un titre financier permettant de souscrire pendant une période donnée, dans une proportion et à un prix fixés à l'avance, à une action. Ils sont utilisés pour intéresser les managers ou parfois le dirigeant lorsqu'il est minoritaire.





### III - En phase d'exécution

## Les véhicules financiers utilisés par l'investisseur



#### ■ Obligations

- Obligations Convertibles (OC): donne au souscripteur la possibilité de l'échanger contre une ou plusieurs actions de la société pendant une période de conversion donnée, à un prix fixé à l'avance et dont les modalités de calcul sont prédéfinies. Les parités de conversion peuvent être modulables selon la réalisation de performance de l'entreprise, ce qui permet d'ajuster l'accès au capital de l'investisseur sur la partie OC (lors de la liquidité).
- Obligations Remboursables en Actions (ORA): contrairement aux OC, pour lesquelles subsiste toujours un risque de non-conversion, les obligations remboursables en actions se transforment obligatoirement en capitaux propres. Elles sont remboursées par remise d'actions de la société émettrice. Il n'y a donc pas de flux financiers de remboursement. Elles peuvent être utilisées pour mettre en œuvre des ajustements de prix.
- Obligations à Bon de Souscription d'Actions (OBSA-OBSAR): une émission obligatoire à laquelle est attachée un BSA qui permet de souscrire à une future augmentation de capital à un prix fixé





### III - En phase d'exécution Les due diligences



- Checks sur les dirigeants
- Audit comptable, fiscale et juridique (4-5 jours)
- Revue des principaux contrats clients et/ou fournisseurs (si nécessaire)
- Revue des droits de propriété intellectuelle (si déterminants)
- Revue des principaux contrats de travail



L'audit se traduit souvent par la mise en place d'un plan d'action en discussion avec le dirigeant.





### III - Les coûts de montage



#### ■ Fonds propres

- Frais de montage : 1 à 3% environ, selon les montants investis, la complexité du dossier et l'environnement concurrentiel
- Prise en charge par Newco des Frais juridiques et d'Audit

#### ■ Dette

- Frais de dossier : de 0,75 à 1% environ des montants financés
- Commission flat de gestion annuelle en fonction du pool bancaire et des particularités du dossier
- Frais éventuels d'études d'avenants au contrat





### III - En phase d'exécution Le pacte d'actionnaires 1/4



Document à caractère confidentiel pour les sociétés non cotées définissant pendant une période donnée :

- Les relations entre les actionnaires actuels et potentiels (mezzaneurs, nouveaux managers)
- Les règles de conduite entre les actionnaires financiers et les actionnaires dirigeants

#### ■ 1. Les clauses relatives à l'organisation et à la gouvernance de la société

- Clause d'information : Elle fixe la fréquence et la nature des informations à faire remonter à l'investisseur: Budget, compte de résultat prévisionnel, reporting activité, état de la trésorerie,...
- Clause de consultation ou d'autorisation préalable : le dirigeant s'engage à consulter ou à demander l'accord de l'investisseur sur certaines décisions (ex.: investissements supérieurs à un seuil, emprunts, garanties consenties, cessions d'actifs,...).





### III - En phase d'exécution Le pacte d'actionnaires 2/4



- ▶ Clause de non-concurrence, non-débauchage, d'exclusivité pour les actionnaires dirigeants. Cette clause doit être limitée dans l'espace et dans le temps et le dirigeant s'engage notamment:
  - A ne pas détenir de participation dans une société concurrente ou ayant une activité similaire ou complémentaire
  - A consacrer l'essentiel de son temps à l'exercice de ses fonctions dans la société
- ▶ Clauses relatives à l'exercice du droit de vote
  - Nomination des administrateurs
  - Parfois l'investisseur demande un poste au conseil d'administration; il est mis en place des comités trimestriels d'actionnaires
  - Distribution des bénéfices





### III - En phase d'exécution Le pacte d'actionnaires 3/4



#### ■ 2. Clauses relatives au capital

- Clause de préemption : droit au bénéfice des actionnaires d'acquiescer, par préférence à toute autre personne, les titres proposés à la vente par les autres actionnaires
- Clause d'agrément : droit de la société (via le conseil d'administration ou le conseil de surveillance) d'empêcher un actionnaire de céder ses actions à un tiers qui n'a pas été agréé
- Clause d'inaliénabilité : période durant laquelle les actionnaires dirigeants ou financiers ne peuvent céder tout ou une partie de leurs titres
- Sortie d'un associé
  - ✓ Sortie conjointe « Tag along » : cette clause permet à un actionnaire (généralement un minoritaire) de céder ses titres au même moment et aux mêmes conditions que celui qui souhaite les céder à un tiers
  - ✓ Clause d'entraînement ou « Drag along » : dans le cas d'une offre d'un tiers sur une partie ou la totalité des titres de la société et sous condition de respect d'éventuels cliquets de multiples ou de TRI (ex. : réalisation d'un TRI minimum), tous les actionnaires sont obligés de céder leurs titres au tiers acquéreur aux conditions de l'offre





### III - En phase d'exécution Le pacte d'actionnaires 4/4



- Clause d'anti-dilution : les actionnaires minoritaires peuvent participer à toute augmentation de capital à hauteur de leur quote-part du capital
- Clause « Buy or sell » : Si un actionnaire A propose à un actionnaire B de lui racheter ses titres à un prix, alors B est contraint soit de vendre ses titres à A au prix proposé soit d'acheter les titres de A à ce même prix
- Clause d'exclusion : exclusion d'un actionnaire si certains événements surviennent (objectifs non atteints, ...). Dans ce cas, les autres actionnaires s'engagent à lui racheter ces titres à un prix déterminé à l'avance
- Clause de «bad leaver » : conditions de rachat des titres (avec décote) détenus par les managers, si ceux-ci quittent la société suite à certains événements (démission, licenciement pour faute grave, ...)
- Clause de «good leaver » : conditions de rachat des titres des managers dirigeants suite à certains événements (ex. : décès)





## IV - La liquidité de l'investisseur

- Une préoccupation importante pour l'investisseur financier
- Un investisseur en Capital développement ou transmission recherchera une liquidité entre 5 et 7 ans
- Le processus de liquidité pourra prendre différentes formes selon la situation :
  - par cession totale de l'entreprise (cession industrielle en général)
  - par rachat des titres par un autre investisseur financier
  - par rachat des titres par le dirigeant (mise en place d'une nouvelle opération de LBO)
  - par introduction en bourse

*Le calendrier et les différents schémas possibles sont abordés dès l'ouverture de capital et font l'objet de certaines clauses au pacte d'actionnaires : clause de Rdv, promesses de vente et d'achat...*





## IV - La relation commerciale post opération



- Un partenariat pérenne et fort entre l'entreprise et la banque prêteuse qui est également la banque du quotidien
- Le remboursement de la dette senior n'annonce pas la fin d'une relation bancaire, bien au contraire





## Quelques mots sur SG Capital Partenaires



- SGCP intervient en fonds propres ou quasi fonds propres destinées à financer :
  - Le développement d'une entreprise
  - Les opérations de transmission et de rachat de positions d'actionnaires
  
- SG Capital Partenaires s'adresse à des sociétés familiales :
  - avec un CA à partir de 2 M€ (en Capital Développement)
  - non cotées (sauf marché libre)
  - établies sur leur marché et rentables
  - évoluant sur tous secteurs d'activité (industrie et services)
  
- Interventions au capital exclusivement en mode minoritaire
  
- Investissement pour compte propre uniquement (pas de fonds de tiers)
  
- Une fourchette d'investissement large, unique sur le marché, qui va de 300 K€ et 8 M€





## Quelques mots sur Turenne Capital Partenaires



- Les fondamentaux :
  - 400 M€ d'actifs sous gestion – 120 participations
  - Trois implantations : Paris, Marseille et Lille
  - Présent à Marseille depuis 2000
  - Pérennité de l'équipe
  
- Comment ?
  - Financement du développement et/ou de la transmission
  - En minoritaire
  - Montant d'investissement de 800 K€ à 10 M€
  - Augmentation de capital ou OC
  
- Auprès de quelles entreprises ?
  - Tous secteurs (industrie et services)
  - CA supérieur à 2 M€





## La Société Générale ... et les opérations Haut de Bilan



- Un acteur majeur des financements d'acquisition / LBO en France
- Une offre complète en matière de Haut de Bilan
  - ✓ M&A : accompagnement dans la vente ou dans la recherche de Cibles
  - ✓ Equity Capital Market : augmentation de capital, introductions en bourse
  - ✓ Prises de participations : accompagnement en fonds propres
  - ✓ Financements : de la reprise + court terme + investissements
- Une organisation des financements LBO / d'acquisition corporate segmentée par taille d'opération
- Des professionnels dans toutes les régions à la disposition de vos opérations ...
- ... qui se coordonnent avec les Centres d'Affaires en charge de votre gestion quotidienne

