

SPÉCIAL

TRANSMISSION D'ENTREPRISE



L'intérêt des entreprises au cœur des préoccupations

■ **La table ronde d'Option Droit & Affaires** p. 20

■ **Les expertises :**

- **A Plus Finance** - Small-cap : développement et transmission p. 32
- **Opleo Avocats** - Transmettre son entreprise à ses salariés : les bons réflexes à ne pas perdre de vue p. 34
- **STC Partners** - Holding animatrice et transmission : quels enjeux ? p. 36
- **Transmission & Conseil** - Réussir sa négociation p. 38
- **LCL Gestion de Fortune** - Définir ses objectifs pour structurer efficacement sa cession p. 40
- **Allure Finance** - L'importance de la planification en matière de cession d'entreprise p. 42

L'intérêt des entreprises au cœur des préoccupations

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires



La reprise d'entreprises patrimoniales implique de nombreuses questions délicates : de gouvernance, de management, de financement, de fiscalité, etc. Mode d'emploi, témoignages et conseils avisés par quelques experts de la matière.

Etat des lieux du marché

Philippe Benquet : J'ai repris une entreprise de bâtiment - Acorus -, après 15 ans passés dans des grands groupes de service, tels que Veolia et Elis, notamment en qualité de directeur général adjoint. Mon but était de trouver une entreprise de service. J'ai alors commencé par rencontrer des boutiques M&A, avec de nombreux rendez-vous. J'ai trouvé relativement vite une cible dont le cas était un peu parti-

culier. Le fondateur, un plombier, avait créé l'entreprise en 1996 et considérait qu'il avait atteint son seuil (80 personnes, 24 millions d'euros de CA, croissance de 20 % par an depuis cinq ans). Il possédait 100 % du capital. J'ai alors fait appel à un conseil repreneur afin de construire la structure de reprise et de financement avant même de faire un appel d'offres en direction des banques et des fonds minoritaires. Je me suis associé au cédant et nous avons créé une société. Il a gardé quelques parts et m'a prêté un peu d'argent. Nous avons

apporté ces fonds à la holding et proposé à un fonds minoritaire de prendre une part du capital de la holding et à des banques une part de dette.

Niels Court-Payen : Un montage basé sur un crédit vendeur reste atypique pour des opérations impliquant nos fonds de transmission. Nous nous intéressons à des valorisations d'entreprises de 10 à 30 millions d'euros, et ces tailles d'opérations n'attirent pas nécessairement les équipes de financements structurés des banques de dettes seniors ni les fonds mezzanines classiques. Ils ne s'intéressent pas à des dossiers en dessous de 10 millions d'euros de dette. Pour des dossiers plus petits, il existe environ une demi-douzaine de banques prêtes à accompagner des opérations sur des dettes senior de 2 à 7 millions d'euros. Complété par les engagements des banquiers historiques de la société concernée, le management ou le fonds equity de l'opération fera appel à nos fonds de transmission pour compléter le tour de table, avec pour objectif d'en garder le contrôle. Nous essayons de faire du sur-mesure avec une dizaine d'opérations par an. La moitié de nos sociétés en portefeuille ont connu une transmission sponsorless soit au sein d'une famille, soit avec un repreneur extérieur, soit par une reprise du management, donc sans fonds equity extérieur. L'an dernier, nous avons globalement investi 53 millions d'euros dans les TPE et PME françaises.

Anne-Lise Allard : Les banques interviennent pour «accompagner» une reprise d'entreprise. Le repreneur a, avant tout, son projet à mener à bien : il doit pouvoir se concentrer sur l'opérationnel, et le remboursement de la dette d'acquisition ne doit pas devenir sa préoccupation première. Pour cela, il est capital de calibrer une dette «raisonnablement assumable» pour l'entreprise. Ce calibrage tient compte de la rentabilité historique et attendue sur la durée du business plan, de la capacité à transformer cette rentabilité en cash-flows, des investissements nécessaires au développement et de l'évolution du BFR. Il n'est pas envisageable d'hypothéquer l'avenir de l'entreprise en coupant les investissements pendant la durée de la dette senior...

Nous intervenons à partir de 3 à 5 millions d'euros de dette d'acquisition, parfois aux côtés d'un mezzaneur, ce qui complète les apports en fonds propres et quasi fonds propres des actionnaires (repreneur(s) et/ou fonds d'investissements). Nous prêtons jusqu'à trois fois l'Ebitda de l'entreprise, parfois un peu plus si la société a un beau profil de croissance avec des investissements limités, parfois moins quand elle a des investissements significatifs et/ou une activité très consom-



Philippe Benquet,
président, Acorus

«J'ai fait appel à un fonds pour une participation minoritaire. L'avantage est d'avoir à ses côtés des financiers extérieurs à la société mais avec un regard complet sur son fonctionnement.»

matrice en BFR.

Là encore, tout dépend du profil de la société et chaque cas est particulier. Il appartient aux banques prêteuses de faire une analyse «sur-mesure». Lorsque Philippe Benquet nous a présenté son projet de reprise d'entreprise, il nous a parlé de ses ambitions pour l'entreprise, traduites en chiffres dans un business plan qu'il avait établi. Certes, un repreneur extérieur constitue un facteur de risque, l'opération de transmission est plus sensible que s'il s'agit d'un repreneur issu de l'entreprise. Son projet, sa vision, nous ont convaincus. Le business plan en découlant était raisonnable et cohérent : nous avons décidé de l'accompagner et avons calibré avec lui une dette «assumable». Nous avons ensuite monté un pool de banques et mené l'opération jusqu'au closing.

Jean-François Fliti : Nous accompagnons les vendeurs qui cherchent à vendre leur entreprise et optimiser le produit de la cession ou son emploi. En effet, un certain nombre d'entrepreneurs recherchent une valorisation cohérente nette d'impôt. J'identifie deux problématiques : la première est bancaire. En effet, les ratios d'endettement et les effets de levier générés par la dette consentie sont aujourd'hui inférieurs à ce que les banquiers accordaient, il y a quelques années. Les valorisations d'entreprises ont donc baissé mécaniquement. La deuxième est fiscale et concerne le prix souhaité par le vendeur après fiscalité. Il y avait auparavant une fiscalité globalement plus allégée avec des dispositifs d'exonération plus nombreux. Le champ des possibles s'est réduit. Avec un peu d'ingéniosité, de conseil et une structuration en amont, le vendeur peut heureusement encore optimiser sa cession. Mais ces deux problématiques brident un certain nombre de vendeurs. Ils préfèrent conserver leur entreprise en fondant



Niels Court-Payen,
président, A Plus Finance

«Il est important pour que le cédant et le repreneur coexistent de bien définir l'évolution de la gouvernance.»

Or, le régime fiscal des cessions de droits sociaux a radicalement changé avec la loi de Finances pour 2014. Beaucoup de dispositifs favorables ont été supprimés : le régime plus-values des jeunes entreprises innovantes (JEI), le régime d'exonération des cessions au sein du groupe familial, le régime d'exonération du dirigeant qui part à la retraite, le régime dit des «pigeons». En remplacement de cet empilement de régimes, deux régimes ont été mis en place : un régime de droit commun et un régime dérogatoire. Cela a le mérite de la clarté : on est passé d'un mécanisme d'imposition avec des taux fixes à une imposition au barème progressif avec des abattements en fonction de la durée de détention. Si la cession intervient rapidement, dans une période de moins de deux ans, le taux d'imposition et de prélèvement global peut monter à un peu plus de 62 %. Pour une cession avant

et après huit ans, il existe un mécanisme d'abattement. Avec l'impôt sur le revenu, les contributions sociales et la contribution sur les hauts revenus qui a été reconduite et dont on peut supposer qu'elle va perdurer, le niveau de taxation marginal est fixé autour de 40 % et pour une cession au bout de huit ans, à 33 %. Il existe un régime dérogatoire pour les cessions intrafamiliales ou de jeunes entreprises de moins de 10 ans qui bénéficient quant à elles de mécanismes dérogatoires avec des taux d'abattement bonifiés.

Le vendeur peut apporter son concours à la vente grâce à un apport-cession. Mais le régime de l'apport-cession a été durci et impacte désormais défavorablement la fiscalité de l'opération, ce qui joue sur le financement par le vendeur. Il est pertinent de relever que malgré le relèvement général des taux d'imposition, deux régimes ont été maintenus et sauvegardés : le régime des donations-successions dit Dutreil, qui bénéficie toujours de l'exonération de 75 % et le régime des donations d'entreprises en pleine propriété par le dirigeant avant 70 ans qui bénéficie d'une réduction de 50 %.

Cédric Brémard : La problématique pour nous autres entrepreneurs n'est pas la fiscalité, mais de reprendre et durer dans le temps. Beaucoup de reprises se font à terme personnel. On ne sait pas du tout combien de temps cela va durer. Notre problématique n'est pas de calculer à cinq ans ou dix ans. Je me suis engagé à titre personnel pour un nombre d'années incalculé. Je reste dans la période post-reprise et ma problématique est de savoir si je vais réussir à reprendre correctement.

Pierre-Olivier Bernard : Le projet est au centre d'une transmission d'entreprise. Il existe deux types de cédant. Celui qui va partir à la retraite, le fondateur très attaché à son entreprise,

qui a du mal à passer le flambeau. Il y a également des jeunes entrepreneurs qui considèrent l'entreprise comme un véritable actif, qui crée une affaire pendant quelques années avant de la revendre. Face à ces cédants, on va avoir des qualités de repreneurs également très diverses. Celui qui quitte l'entreprise pour partir à la retraite va avoir le choix de transmettre au sein de sa famille. Ces transmissions représentent en réalité un faible pourcentage des transmissions, alors même que lorsque l'on aborde le sujet des transmissions, on se focalise souvent sur les transmissions familiales et sur un certain nombre de mécanismes qui leurs sont applicables. Autre repreneur potentiel mais rare, un salarié au sein de l'entreprise. Enfin, le cédant peut transmettre en dehors de l'entreprise, à un tiers. À chaque fois, les problématiques et objectifs vont différer. Il va falloir assurer à cette typologie de cédant le maintien de son train de vie.

Il part à la retraite, mais n'a plus d'actifs professionnels. En revanche, il a des problématiques ISF puisqu'il ne bénéficie plus de l'exonération attachée à l'outil de travail. Tout cela doit être mis en balance dans la structuration même de la transmission. L'anticipation constitue le meilleur moyen de réussir une transmission. Mais, il est difficile de sensibiliser ce cédant à commencer à passer la main et rendre son actif transmissible, afin qu'un repreneur veuille l'acheter et qu'il puisse avoir un juste prix et assurer son train de vie par la



Hervé-Antoine Couderc,
associé, STC Partners

«Souvent ces investisseurs ont aussi des contacts avec d'autres entreprises qui peuvent offrir de réels débouchés commerciaux à ces jeunes entreprises.»

suite. La deuxième catégorie de cédant, l'entrepreneur qui est amené à monter des affaires successives, effectue généralement une transmission auprès d'un tiers à l'entreprise. Dans de tels cas de figure, il faut également assurer la transmissibilité de l'actif, donc faire monter au capital une équipe de managers, afin de stabiliser l'équipe de direction au sein de l'entreprise pour sécuriser un éventuel repreneur. Ainsi ces différentes typologies de transmission sont très différentes et vont enclencher des outils de transmission soit à titre gratuit soit à titre onéreux qui eux-mêmes vont être différents avec des schémas fiscaux tout aussi différents.

Stéphanie Charriaut : Il est très important dans une cession que les deux parties, repreneur et cédant, soient accompagnées dans leur réflexion d'un point de vue personnel. Ils ont en effet souvent tendance à se focaliser sur l'opération en elle-même, sur le prix et sur la dette, sans trop prêter attention aux conséquences de la cession sur leur situation patrimoniale personnelle. Il faut donc identifier avec eux quels sont leurs objectifs à court, moyen et long terme. S'agissant du repreneur : a-t-il des enfants qui pourraient participer dans le futur à cette entreprise ? Comment doit-il les associer à cette reprise ? Est-il pertinent en conséquence de créer une holding familiale de reprise ? Au niveau du cédant : que souhaite-t-il faire après la cession ? Cesser complètement son activité professionnelle ou repartir dans une nouvelle ?



Jean-Luc Scemama,
expert-comptable,
Expertise & Conseil

«Les intérêts du cédant et du repreneur sont contradictoires et intimement liés.»

Dans ce cas, on pense notamment à l'opération dite d'apport-cession permettant de différer l'imposition de la plus-value de cession. Jusqu'au 14 novembre 2012, son contour était flou et seules des décisions de jurisprudence permettaient d'avoir des indications en vue d'éviter l'éventuelle mise en œuvre d'une procédure d'abus de droit par l'administration fiscale. Désormais, ces opérations sont encadrées légalement avec cependant, en cas de contrôle par l'apporteur de la société ayant reçu l'apport, des contraintes précises de réinvestissement dans des activités économiques afin que le report d'imposition soit maintenu. Ce cadre permet donc à l'entrepreneur qui souhaite reprendre une activité d'avoir une base de réflexion, même si nous sommes encore en attente des commentaires de l'administration fiscale sur ce texte. D'une manière générale, une réflexion trop tardive peut aboutir à ce que le repreneur et/ou le cédant subissent les événements sans les avoir suffisamment anticipés. C'est le cas par exemple du cédant qui aurait voulu profiter de la cession de son entreprise pour également transmettre antérieurement à celle-ci une partie du capital social à ses enfants. C'est également l'hypothèse où le repreneur qui pourrait, à la suite d'une structuration de son acquisition trop complexe ou à un empilement de structures sociales, ne pas ou ne plus prétendre à l'exonération d'ISF de ces participations au titre de l'outil professionnel. Il est donc essentiel d'accompagner le dirigeant sur ces sujets le plus en amont possible.

Eric Angiboust : Le mot est juste. Vous parlez d'accompagnement. Le projet de l'entrepreneur n'est pas d'optimiser sa fiscalité. Mais vous avez raison, quand le projet se passe bien, quand tout avance, on commence à regarder ces sujets et l'on réalise qu'une part significative de cette création de valeur peut disparaître car le montage choisi n'était pas totalement approprié. Maintenant, pour avoir le montage approprié il faut être aussi réaliste. Acheteur et vendeur ont chacun leurs contraintes. Une fois qu'on relit l'histoire, on peut se dire, qu'il ne fallait pas payer ce prix.

Jean-François Fliti : N'oublions pas qu'il existe deux grands types de cessions : les cessions totales et les cessions partielles que l'on peut utiliser pour certaines sociétés, en raison de leur valorisation ou tout simplement parce que les dirigeants souhaitent transmettre progressivement l'outil de travail et sortir des liquidités à l'occasion d'une opération de cession partielle. Il s'agit de faire monter un repreneur qui va éventuellement s'appuyer sur une dette mezzanine et par un financement bancaire qui va

l'aider à reprendre la société, à s'y acclimater et à y apporter son expertise de reprise. Dans un deuxième temps : au bout de quelques années, cinq à sept ans, une cession totale pourra voir le jour.

Un deuxième phénomène est apparu avec la hausse du poids de la fiscalité. Auparavant, certains schémas d'optimisation permettaient au cédant de rester en France. Aujourd'hui, on constate que malheureusement, un certain nombre de cédants décident purement et simplement pour des questions de plus-value, d'ISF, voire pour des questions de succession, de quitter le territoire national avant la cession. Leurs projets de vie et ceux de leurs familles ne se réalisent plus nécessairement en France.

Jean-Luc Scemama : Les intérêts du cédant et du repreneur sont contradictoires et intimement liés. Chacun voit ses intérêts bien sûr, que ce soit au niveau du prix, des garanties, des modalités de transmission, mais tout est lié. Quand on parle de valeur, ce qui me frappe c'est la notion de «valeur rêvée». Le cédant qui a consacré toute sa vie à son entreprise, qui y a sacrifié des week-ends, qui a dû renoncer à certaines vacances, peut avoir tendance à les comptabiliser dans son prix de cession. Il y a le marché et il y a la fiscalité. J'observe également une évolution importante au niveau du comportement. Autrefois, on était souvent face à un dirigeant qui avait géré toute sa vie son entreprise. Le plus souvent, il l'avait créée ou achetée avec ses deniers personnels. Aujourd'hui, les créateurs ou repreneurs d'entreprise effectuent des tours de table. Il ne s'agit plus uniquement de leurs propres capitaux. Autrefois, la cession intervenait en fin de carrière, aujourd'hui, elle peut intervenir par des dirigeants dans la fleur de l'âge, motivés



Anne-Lise Allard,
responsable corporate
finance, LCL

«Le repreneur doit pouvoir se concentrer sur l'opérationnel, et le remboursement de la dette d'acquisition ne doit pas devenir sa préoccupation première.»

par d'autres projets. Nous incitons nos clients à se développer par croissance externe, à acquérir pour se développer, voire se développer par rapprochement ou par fusion. Notre pays souffre, d'un point de vue économique, de sa typologie d'entreprises : beaucoup de petites entreprises mono-produits ou mono-services qui peuvent être rapidement fragilisées par la perte d'un client, d'un impayé, d'une rupture de stocks d'un fournisseur important, etc. Je ne dis pas «big is beautiful», mais à partir d'une certaine taille, les marges de réaction sont plus aisées. Dans toutes les opérations de cession progressive, l'aspect fiscal impacte forcément la transmission, parce que vendre pour partir à la retraite conserve des avantages. En matière de cession, il faut aussi citer une évolution récente, la loi proposée par Benoît Hamon, la loi sur l'économie sociale et solidaire qui va imposer aux entreprises d'informer les salariés en amont du projet de cession ; lesquels disposeront d'un délai de 60 jours pour répondre et éventuellement faire acte de candidature à la reprise... Cela va changer un peu la donne, car céder à ses salariés nécessite une organisation spécifique, une approche relationnelle adaptée et... peut-être une opportunité. Le message essentiel pour les cédants consiste à insister sur le besoin d'anticipation. Cela prend du temps de céder et une équipe de conseils pluriels est indispensable. Le dirigeant ne peut pas s'occuper lui-même de gérer l'entreprise et trouver un repreneur. S'il est moins présent pour la piloter, les résultats vont en pâtir et la valeur de l'entreprise aussi. Autre point clé en termes de méthodologie : garder à l'esprit que tous les éléments sont importants, aspects financiers, fiscaux, sociaux, etc. Enfin, l'adéquation entre envie et ambition des repreneurs par rapport à leurs moyens réels n'est pas toujours évidente et peut créer des frustrations. Il faut penser au prix de cession, mais aussi au développement. Quand on acquiert une maison ou un appartement, il y a le bien à financer, mais aussi les travaux nécessaires pour l'adapter à ses souhaits.

Anne Guérin : Dans ce cas, on va valoriser le travail du repreneur. C'est une chose à laquelle il faut être très attentif quand on reprend une entreprise : ne pas faire payer son propre travail.

Frédéric Lottier : Durant ces cinq dernières années, j'ai racheté trois entreprises dans le secteur de la mécanique de précision. La première était valorisée à 900 000 euros en chiffre d'affaires, la deuxième à 1,2 million d'euros et la dernière à 100 000 euros. Des trois cédants, aucun n'avait préparé, ni son entreprise, ni sa fiscalité propre. Ils n'avaient pas d'équipe



Pierre-Olivier Bernard,
associé, Opleo Avocat

«Quelle que soit la valorisation, ce qui intéresse l'entrepreneur qui a construit son entreprise et va la transmettre, est la pérennité de l'outil de travail.»

de conseils. Leur intérêt était uniquement la pérennité de l'entreprise et de l'outil de travail, que le repreneur puisse garder l'entreprise, l'embellir et conserver la structure de l'entreprise avec les employés en place. Par exemple, récemment, un de mes clients avec qui j'évoquais la future cession de son entreprise me disait qu'il la valorisait à hauteur de son capital et qu'il souhaitait simplement récupérer sa mise et assurer une continuité pour ses salariés. La préoccupation de ces dirigeants n'est pas fiscale, même si je vois bien l'importance de la fiscalité aujourd'hui. Les cédants sont dans l'opérationnel : comment maintenir les salariés dans leur emploi, quel est le meilleur repreneur pour le développement de l'entreprise ? Bien sûr, tout dépend du niveau de reprise. Dans la typologie des entreprises qui m'intéresse aujourd'hui, il n'y a pas à ma connaissance de préparation de la part du cédant.

Pierre-Olivier Bernard : Il s'agit d'un profil type de cédant : celui qui a monté son entreprise quelle que soit sa taille a un attachement à celle-ci et souhaite pérenniser cet actif. Le choix du repreneur va donc être essentiel : l'affectio societatis. Quelle que soit la valorisation, ce qui intéresse l'entrepreneur qui a construit son entreprise et va la transmettre, est la pérennité de l'outil de travail, la préservation des emplois, le développement et la croissance de l'entreprise. Ce n'est pas l'environnement fiscal. Malheureusement souvent ils se font surprendre en raison de ce défaut d'anticipation.

Eric Angiboust : Je pense que la grande différence est la dimension affective que l'on met dans ce que l'on fait. Elle est moins forte dans le cas des conseils et des banquiers. J'ai fait des études de finance et 15 ans d'investissement avec des

gens brillants. Le moment de la fixation du prix n'est pas de la science. On va se taper dans la main. Il y en a un qui va probablement payer trop cher, un autre qui va vendre pas assez cher. Ce qui compte c'est le projet.

Anne Guérin : Ce n'est pas très grave si l'on peut payer. Le sujet du prix est plutôt la valorisation par rapport à ce que l'entreprise peut rembourser. C'est toujours ce qui guidera notre analyse de la situation. Il n'y a effectivement pas de bon ou de mauvais prix, mais il y a des dettes qui sont remboursables ou non remboursables.

La cohabitation avec les cédants

Eric Angiboust : Dans mon cas, les cédants sont encore présents au sein de l'entreprise. J'ai opté pour un montage un peu original. J'ai repris une entreprise pour la développer. Elle était sur un secteur que je considérais porteur. L'entreprise faisait 1,5 million d'euros de chiffre d'affaires, un montant inférieur à ce que je cherchais et était détenue à 60 % par ses dirigeants, 30 % chacun, 30 % dans le réseau Paris entreprendre. Je leur ai laissé 10 % chacun. Il y a un débouclage qui est prévu cette année, quatre ans après, pour que je puisse reprendre la main complètement. Pendant cette phase,



Stephanie Charriat,
juriste fiscaliste, LCL
Gestion de Fortune

«Une réflexion trop tardive peut aboutir à ce que le repreneur et/ou le cédant subissent les événements sans les avoir suffisamment anticipés.»

je me suis arrangé pour qu'il n'y ait pas de conflit d'intérêt entre eux et moi. Leur intérêt est de développer le chiffre d'affaires, le mien est de développer l'entreprise. Aujourd'hui, elle fait à peu près trois fois et demi la taille qu'elle avait lorsque je l'ai reprise. C'est une mécanique qui a assez bien marché. Il a fallu qu'on ait envie de travailler ensemble. On ne s'est pas trop menti. Le chemin crée est assez positif et constructif. Est-ce rassurant pour les banques d'être accompagnées par les cédants ? Pour moi, ce choix s'est avéré très positif. Il y a des cas où cela se passe très mal parce que les gens ne se sont pas compris et la situation peut se dégrader très vite.

Cédric Brémard : Les cédants et les repreneurs ne sont pas toujours dans la même logique, même avec l'idée commune de vouloir développer la société. Je suis parti sur une durée de cohabitation de trois mois avec les deux associés cédants. La durée la plus courte était la plus positive pour la société. Ils étaient arrivés à l'âge de la retraite et ils pouvaient partir sans aucune difficulté. Nous avons discuté d'une période de transition de trois mois. Au bout d'un mois, il était plus que temps que cela s'arrête car on ne partage pas la même logique.

Jean-François Fliti,
associé, Allure Finance

«Avec un peu d'ingéniosité, de conseil et une structuration en amont, le vendeur peut heureusement encore optimiser sa cession.»



Niels Court-Payen : Il est important pour que le cédant et le repreneur coexistent de bien définir l'évolution de la gouvernance. Le cédant ne doit pas constituer un frein aux idées neuves et ses intérêts doivent être convergents avec le nouveau patron soit au travers d'un mécanisme d'earn out (paiement différé) soit au travers d'un crédit vendeur (facilitant par exemple la garantie de passif) soit au travers de tout autre mécanisme d'intéressement. La nouvelle gouvernance doit permettre un transfert complet du pouvoir de décision et une cohabitation relativement courte.

Cédric Brémard : En général, quand on me pose la question : «Faut-il avoir le cédant à ses côtés ?», je réponds que le plus court est le mieux. Cela permet d'avoir une petite transition sur les dossiers importants, sur un certain nombre de sujets, cela permet aussi que les salariés voient que tout se déroule plutôt bien. Dans mon cas, cela a fonctionné car du jour au lendemain ils n'étaient plus dirigeants mais la situation a été dure à vivre pour eux.

Philippe Savajols : Les salariés ont tendance à aller voir l'ancien dirigeant et questionner un peu les initiatives de la nouvelle direction.

Eric Angiboust : L'enjeu de la reprise est managérial. Souvent, quand vous arrivez, le cédant a bridé les équipes de l'entreprise. Vous donnez beaucoup plus de liberté aux équipes et tout démarre. Effectivement, le nouveau dirigeant doit s'imposer comme un véritable manager là où le cédant était plus le «technico-commercial comptable» de l'affaire et freinait les énergies en étant omniprésent. Toutes les reprises réussies fonctionnent de cette manière.

Anne-Lise Allard : Une reprise impliquant financièrement le cédant est-elle plus sécurisée ? Permet-elle une transition plus aisée ? On pense notamment aux opérations laissant au cédant une part minoritaire au capital, ou l'impliquant par un mécanisme de crédit-vendeur, ou encore en l'impliquant en tant que titulaire d'obligations. On voit également souvent des compléments de prix payables l'année N + 1 en fonction de la rentabilité...

Jean-Luc Scemama : Les cédants dans les TPE-PME sont très attachés à leur entreprise et à sa pérennité. Si l'entreprise à vendre est en bonne santé financière avec un prix raisonnable, il y a généralement beaucoup d'acquéreurs potentiels et le choix de l'acquéreur est effectué, in fine, par le vendeur. Ce choix est

fait en fonction du projet. Certes, l'aspect prix est un des éléments clés. Mais si le cédant adhère au projet du repreneur, beaucoup de choses sont envisageables : crédit vendeur, earn out, cession progressive, maintien provisoire de l'ancien dirigeant, etc. Etre dirigeant est un statut. Dans une TPE, le dirigeant est souvent seul maître à bord : c'est une gouvernance à une seule tête. La présence de l'ancien dirigeant dans l'entreprise par rapport aux équipes n'est donc pas toujours évidente à vivre pour eux : c'est la raison pour laquelle la durée de cogouvernance doit être assez courte.

Eric Angiboust : En matière de crédit vendeur, le problème du cédant est que tant qu'il est là il se dit qu'il va faire le travail et qu'il garantit d'une certaine manière sa rémunération. De là peuvent naître des conflits d'intérêt.

Pierre-Olivier Bernard : Le crédit vendeur peut avoir son utilité pour sécuriser le prix, lors d'une négociation et lorsque l'on vend des résultats futurs. C'est une bonne chose d'avoir un élément de prix qui soit lié à ces résultats. En revanche il faut que le cédant sorte de la partie managériale. «J'ai défendu un marché, un projet, un business plan, je garantis ce business plan, je n'ai pas menti sur ces éléments et je suis prêt à me lier par mon prix au business plan que je propose». C'est là que le crédit vendeur peut avoir un intérêt.

Le financement de l'opération

Jean-François Fliti : Notre équipe d'anciens banquiers nous permet, chez Allure Finance, d'accompagner un grand nombre d'acquéreurs déjà matures dans leur recherche de



Philippe Savajols,
président, Isospace

«C'est le cédant qui choisit son repreneur, même quand il est dans une mauvaise position.»

financement qu'elle soit bancaire ou non bancaire. La baisse des ratios de dette et des financements octroyés génère également des baisses de valorisation et donc des baisses de prix. Il existe deux autres éléments qui permettent aussi un financement pertinent à une époque où la dette est historiquement très peu chère. D'une part si l'acquéreur a déjà deux sociétés, quelle que soit la société qu'il rachète, il peut se servir de son groupe de sociétés au travers d'un schéma de reprise pour capitaliser sur ce qu'il a fait dans le passé. D'autre part, nous utilisons également beaucoup le crédit patrimonial. Le chef d'entreprise qui a réussi à «externaliser» une partie de son patrimoine, à le rendre liquide pour partie, mais qui ne souhaite pas remettre de nouvelles liquidités dans la nouvelle cible peut s'en servir comme garantie.

Niels Court-Payen : Le projet de base doit être raisonnable. Si l'equity apporté par le repreneur est suffisant avec une dette senior raisonnable en montant et qu'il n'existe pas de conflit entre vendeur et acheteur, tout est alors très simple. Mais généralement, il existe effectivement une divergence sur le prix de cession car le vendeur souhaite souvent mieux valoriser sa société que le prix accepté par l'acheteur. Les intervenants extérieurs, qu'il s'agisse de fonds comme les nôtres mixant mezzanine et equity, ou d'autres types d'investisseurs, permettront de combler le gap entre une dette senior raisonnable et l'equity dont dispose l'acquéreur. Le point important est celui du management. Il faut absolument que du jour au lendemain, le nouveau patron soit patron dans son entreprise. Un à trois mois de transition semble raisonnable mais sans partage de pouvoir. Un repreneur qui à titre personnel est capable d'investir entre 400 000 euros et 1 million d'euros, voire 2 millions d'euros, met en jeu des sommes extrêmement importantes. L'intérêt de tous est une reprise réussie, il faut donc un équilibre entre l'equity, la dette et la capacité de l'entreprise à faire face à ce nouvel endettement. Une reprise est toujours un moment délicat dans la vie de l'entreprise mais c'est surtout un moment fort pour avancer.

Hervé-Antoine Couderc : Le financement patrimonial est un point intéressant qu'il ne faut pas négliger. Je pense surtout aux entreprises du secteur des technologies... qui ont beaucoup utilisé d'une part le dispositif ISF pour les investissements dans les PME, d'autre part le dispositif JEI dont le schéma reste toujours utile. Il existe également depuis 2014 le dispositif PEA-PME qui permet d'avoir des avantages fiscaux pour les investissements dans les PME. Au-delà de la fiscalité, cela permet aussi de s'entourer de sachants, qui prennent à cœur les entreprises dans lesquelles

ils investissent. Souvent ces investisseurs ont aussi des contacts avec d'autres entreprises qui peuvent offrir de réels débouchés commerciaux à ces jeunes entreprises.

Philippe Benquet : J'ai fait appel à un fonds pour une participation minoritaire. L'avantage est d'avoir à ses côtés des financiers extérieurs à la société mais avec un regard complet sur son fonctionnement. Ils sont détachés de la société, mais ont toutes les informations pour pouvoir juger financièrement de ce qu'elle vaut. Même aujourd'hui après quatre ans, c'est encore un appui pour moi car il me permet d'avoir des discussions sur les décisions financières ou stratégiques à prendre.

Anne-Lise Allard : Chez nos clients PME, le dirigeant est souvent un peu seul. Parfois même, il n'a pas de DAF. Or, justement une société à céder/transmettre doit être préparée. Il faut que le dirigeant dispose d'outils lui permettant de savoir exactement où en est le chiffre d'affaires mois par mois, quelle est la rentabilité, comment piloter sa trésorerie...

Philippe Savajols : J'ai repris trois sociétés. Je suis en négociation d'un protocole sur la quatrième. J'ai repris des sociétés in boni sauf la troisième que j'ai reprise tard, pour presque rien. A chaque fois, j'ai eu une négociation avec un cédant. Il y a toujours le moment où l'on remercie chacun de ses conseils, avocat, CAC, etc. pour leur travail efficace et où l'on n'est plus que deux personnes en face à face. On se sert la main ou bien on ne se sert pas la main. Je pense que ce moment ne peut être théorisé dans la reprise d'entreprise, lorsque vous voyez dans les yeux de votre cédant, car effectivement c'est le cédant qui choisit son repreneur, même quand il est dans une mauvaise position, que cette entreprise est pour vous. J'ai encore vécu



Frédéric Lottier, président, Rectimo

«Dans la typologie des entreprises qui m'intéresse aujourd'hui, il n'y a pas à ma connaissance de préparation de la part du cédant.»



Eric Angiboust, président, Muzeo

«Est-ce rassurant pour les banques d'être accompagnées par les cédants ? Pour moi, ce choix s'est avéré très positif.»

ce moment dans mon quatrième projet. Nous avons mis trois ans pour arriver au protocole. Il s'agit d'un rachat d'entreprise un peu par défaut. Mon cédant a été confronté aux accidents de la vie : son père et son frère sont décédés. Il s'est retrouvé aux commandes. C'est un peu compliqué à gérer. Il y a une dissolution certaine du capital.

Je peux avoir plusieurs conseils que je vais moduler en fonction de la personne à qui je vais m'adresser. Je ne vais pas mettre des gens trop compétents, qui vont faire peur à mon cédant. Je vais préférer m'entourer d'un expert-comptable de province qui arrivera avec ses pataugas et sa sacoche. Il y a une dimension psychologique à ne pas éliminer.

Jean-François Fliti : L'apport des financiers externes, ou des capitaux-risqueurs ne se limite pas aux capitaux apportés. Ces tiers peuvent ouvrir de nouveaux horizons, apporter leur connaissance de certains marchés spécifiques ou leurs réseaux d'experts, voire aider dans la recherche de nouvelles cibles en cas de croissance externe. J'ai le cas actuellement d'une société très dominante dans la high tech. Celle-ci a bénéficié d'apports d'investisseurs qui sont des connaisseurs du marché de l'entreprise cible et qui se sont intéressés au projet. Après trois tours de table et quelques années, la valorisation de l'entreprise a été multipliée par 20 lors de son rachat.

Cédric Brémard : J'exerce dans l'industrie des chariots élévateurs, un secteur très industriel. Mes équipes sont constituées de techniciens, de mécanos, etc. Néanmoins, le fait d'avoir eu dans le montage des investisseurs extérieurs m'a donné une grande crédibilité. Avoir Bpifrance à mes côtés m'a facilité la vie au niveau des banques. J'ai également la chance d'avoir deux investisseurs très positifs. Ils ne sont pas tout le temps derrière mon dos, mais si j'ai besoin d'eux je n'ai qu'à pren-

dre mon téléphone et échanger. Quand j'ai repris le fonds de commerce, il y a deux ans, ma première question n'a pas été pour les salariés, ni pour le pôle actionnaire familial, mais pour mes investisseurs : «Est-ce que c'est judicieux financièrement ? Est-ce une bonne idée ?»

Jean-Luc Scemama : On voit se développer dans des entreprises de taille «modeste» des approches nouvelles, dont celle de «boards», de conseils d'administrations avec des administrateurs «indépendants». Les chefs d'entreprise ne restent plus seuls. Ils s'ouvrent, au-delà de leurs conseils habituels, en se dotant de réseaux avec lesquels ils communiquent ouvertement, pour bénéficier d'avis d'autres dirigeants d'expérience, avec une vision

externe utile. C'est une évolution notable.

Cédric Brémard : Dans le réseau Paris entreprendre, le taux d'échec est de moins de 20 %. Dans le venture capital, on dénombre 75 % de taux d'échec. Pourquoi ? Parce que ce sont des entreprises qui arrivent avec des dirigeants jeunes, qui dès la première graine d'entreprise plantée, la pilotent, l'environnent avec des entrepreneurs plus que des conseils capables d'apporter des carnets d'adresses. Au quotidien, ils expriment leurs problématiques, leurs difficultés et ce simple fait permet de diviser par deux ou trois le taux d'échec.

Anne Guérin : L'accompagnement des réseaux s'avère très riche en termes de conseils, mais aussi sous la forme de rendez-vous mensuels ou trimestriels où l'on confronte ses idées. C'est un point très important. Je pense que s'entourer ou non d'investisseurs correspond à la question : «Puis-je ou non payer seul l'entreprise ?» A Bpifrance, nous investissons à partir de 200 000 euros, en mezzanine, en obligations. Nous accompagnons aussi de petites opérations pour pouvoir compléter la mise de l'acquéreur. Après, tout dépend de l'ambition qui est derrière. Aujourd'hui, nous voyons beaucoup de nos entreprises réussir grâce à la voie de la croissance externe qui permet d'accélérer sa croissance. Le fait d'avoir des financiers peut se révéler non seulement utile en termes de réserves de cash mais aussi parce qu'ils apportent leur vision. Ils vont vous aider sur la partie financière. Sur la partie opérationnelle, vous serez plus pertinent car vous saurez très bien ce que vous achetez.

Philippe Savajols : Les financiers peuvent également apporter des cibles. Et elles sont extrêmement difficiles à trouver.

Philippe Benquet : L'offre concurrente à la mienne venait d'un des acteurs majeurs du bâtiment, qui avait donc du poids. Pourtant, mon cédant m'a choisi et il a également choisi de remettre un peu d'argent dans l'opération. Il a ainsi conservé 15 % et m'a prêté sous forme d'obligations. Après trois ans, nous avons fait un refinancement et je l'ai remboursé. Pour répondre à la question de la cohabitation, il n'y en a pas eu. On a signé le jeudi, il m'a présenté le vendredi matin et il n'est plus jamais revenu dans l'entreprise. En revanche, il y a eu plusieurs phases. Les trois-quatre premiers mois c'était un peu mon espion de l'intérieur alors même qu'il était chez lui. Dès qu'il avait un appel, il me le transmettait. Peu à peu, ces appels se sont arrêtés. Nous avons vu les clients ensemble. Aujourd'hui, une fois par mois, nous déjeunons ensemble. C'est une des personnes avec qui j'ai le plus de facilité à échanger. Il attend de réinvestir dans un nouveau projet. Élément positif, je bénéficie au capital de mon entreprise, d'un partenaire qui a les moyens d'accompagner sa croissance.

Jean-François Fliti : Il est possible actuellement de faire un parallèle entre immobilier et entreprise en termes de valorisation. En effet, la valorisation actuelle des biens professionnels comme immobiliers se retrouve actuellement dans un trend baissier, car on constate une décélération des prix, voire une certaine déflation dans certains cas. Des vendeurs risquent de vendre moins cher demain leurs entreprises comme leurs biens immobiliers. Or, la vente leur permettrait de toucher aujourd'hui une valeur certaine et de pouvoir générer des revenus, voire une plus-value et éventuellement de recapitaliser leurs capitaux. Même si je vends aujourd'hui un peu moins cher que mes attentes, je vends néanmoins à prix certain.

La motivation du cédant

Jean-Luc Scemama : Aujourd'hui, quelle est la motivation d'un cédant ? Est-ce seulement le prix ? Je ne le crois pas. L'impact fiscal ? Pas plus. Quand le fondateur est au poste de pilotage d'une TPE/PME, bien souvent il y est tellement attaché que c'est sa vie. Passer la main à ses enfants n'est pas toujours possible et, quelquefois, ne fonctionne pas. Décider de vendre constitue un pas très difficile qu'il franchit malgré lui, parce qu'il est fortement attaché à la pérennité de son entreprise. Nous voyons régulièrement des dirigeants qui, quand ils font face à une difficulté, l'affrontent seuls. Ils ne veulent pas vraiment l'exprimer,

par orgueil ou pour ne pas ébruiter les difficultés. Ils peuvent arriver à un vrai seuil de fatigue. En voici un exemple : celui d'une entreprise dans l'Eure de 280 salariés dont le patron avait 82 ans. Plus rien ne se faisait en termes d'investissement et d'innovation. Lorsque je l'ai incité à réfléchir à une passation, il m'a répondu : «Je vais très bien, je suis sportif, je regarde Roland Garros.» Or, les problèmes qu'il pouvait avoir faisaient courir un risque énorme non pas à lui mais à son environnement. Une commune dans laquelle il y a autant de salariés avec un dirigeant aussi âgé est en risque. On observe aussi ce phénomène dans des groupes comme Servier, Pierre Fabre, avec des dirigeants qui s'occupent de tout, à des âges assez avancés. La prise de conscience est assez difficile.

Stéphanie Charriaut : L'accompagnement psychologique reste donc essentiel pour comprendre les motivations du dirigeant et connaître ses objectifs. Cet accompagnement peut l'aider à réfléchir et à se forger une opinion. En effet, parallèlement à l'information quant à l'arsenal fiscal en vigueur, il convient également d'aborder avec lui d'autres aspects de la cession afin de lui montrer d'autres perspectives, notamment civiles ou patrimoniales, qu'il n'aurait peut-être pas imaginées et qui pourraient finalement l'inciter à vendre son entreprise. Aborder avec lui régulièrement l'après-cession peut l'aider à se projeter dans une nouvelle vie.

Jean-Luc Scemama : Quelquefois, les repreneurs ne mesurent pas bien l'investissement nécessaire. Et leur environnement familial peut être un frein, si le projet n'est pas partagé.

Eric Angiboust : Dans la grande majorité des cas, pour le



Cédric Bremard,
président, Charles Service

«Quand on me pose la question : "faut-il avoir le cédant à ses côtés ?", je réponds que le plus court est le mieux.»



Anne Guérin, directrice régionale Ile-de-France Ouest de Bpifrance

«Le sujet du prix est plutôt la valorisation par rapport à ce que l'entreprise peut rembourser.»

«relais», tout en sécurisant une partie de son patrimoine. Selon l'âge du dirigeant fondateur actionnaire, il peut être en effet important de songer à monétiser un peu son patrimoine constitué de titres non cotés de l'entreprise !

Dans un autre cas, lorsque nous avons proposé à un dirigeant de 70 ans d'associer ces managers au capital, il n'en a pas vu l'intérêt. Là, il faut anticiper la transmission avant qu'il ne soit trop tard et que la société ne survive pas à son dirigeant.

Niels Court-Payen : On parle souvent des 40 000 entreprises françaises TPE et PME qui sont encore aux mains de leur fondateur et qui vont vraiment devoir passer le cap. Sur les trois-quatre dernières années, on a vu apparaître de nouveaux modèles de transmission, des opérations réalisées avec des financements bancaires et mezzanines mais surtout avec une philosophie complètement différente.

cédant, la transmission est la prise de conscience d'un échec. Une entreprise correspond à quelque chose que l'on développe, c'est un animal vivant. Quand on vend, c'est d'une certaine manière la fin d'une histoire et une situation d'échec. En tant qu'investisseur, j'ai souvent été confronté à cette situation que personne n'ose avouer.

Lorsqu'une entreprise se fait racheter, le cédant va payer beaucoup d'impôts. Il aime son métier, il a les moyens de se payer, d'être bien logé, d'avoir une belle maison de campagne, une belle voiture, etc. On lui explique : «Tu vas prendre un chèque de 5, 10, 15, 20 millions, on va déjà t'en enlever 30 % pour impôt.» Quel est son intérêt ? Ces 10, 15, 20 millions, s'il les a aujourd'hui, ils seront toujours là demain. C'est seulement au moment où il se dit que cette valeur va ou risque de se dégrader qu'il devient vendeur, que ce soit pour une vision juste de son seuil de compétences, pour un problème de santé, parce qu'il vieillit, ou parce qu'il perçoit un marché plus difficile, c'est cette forme d'échec que j'évoque. C'est la fin d'une histoire qu'il a écrite pendant des années avec une énergie hors du commun et qu'il n'a plus intérêt à poursuivre.

Anne-Lise Allard : A ce titre, nous travaillons régulièrement sur des opérations de cessions «par étapes». Il s'agit d'abord de faire monter au capital un collègue de cadres capables de reprendre le flambeau : les cinq ou six cadres clés de la société, ce qui permet de diluer le dirigeant fondateur actionnaire. Deuxième étape, le dirigeant sort complètement et c'est l'objet d'un second LBO quelques années après le premier. Ce séquençage en deux étapes permet à un dirigeant de ne pas quitter la scène brutalement mais d'amorcer une transition progressive bénéfique tant pour lui que pour les cadres

L'entrepreneur ne considérera pas la vente de son entreprise comme un échec. Il a racheté un groupe valorisé, peut-être 10 à 20 millions d'euros en investissant approximativement 2 millions d'euros. Je rencontre des entrepreneurs conscients que leur prise de risque doit porter sur une période de trois ans à sept ans maximum. On voit donc des entrepreneurs pour lesquels le succès, c'est aussi reprendre une entreprise peut-être un peu endormie, la remotiver, la déployer et rembourser une partie significative de la dette pour la valoriser en passant la main à de nouveaux partenaires. Je ne suis pas certain qu'un repreneur, aujourd'hui, s'inscrive systématiquement dans un projet de transmission à de nouvelles générations familiales. Souvent, il souhaite surtout transmettre le goût d'entreprendre.

Eric Angiboust : Je pourrais m'inscrire dans ce type de schéma que vous évoquez, et c'est à mon sens plus une logique de manager-entrepreneur. Un projet dans lequel on rentre, mais qui n'est pas mon projet. La règle du jeu est imposée et elle suit un espace-temps que le repreneur ne maîtrise pas. Toute la différence est là. Lorsque c'est votre projet, vous n'avez pas envie de vous imposer un horizon de sortie dans deux ans, dans cinq ans. Vous avez d'abord envie de voir ce que vous pouvez faire avec, vous avez envie de rêver avec ce projet et les gens qui le portent et vous pouvez, si vous le souhaitez, changer de règle tous les jours. La seule sanction, c'est vous qui vous l'infligez. C'est pourquoi la présence d'actionnaires financiers permet également une certaine lucidité économique que le seul entrepreneur n'a pas toujours. Mais le prix de la perte de cette liberté est parfois insupportable pour beaucoup d'entrepreneurs. ■

Small-cap : développement et transmission

Dans un contexte de marchés financiers toujours sous perfusion de liquidités et en attente d'une véritable reprise, l'investissement dans l'économie réelle présente de nombreuses opportunités. Le segment des PME non cotées, notamment, est particulièrement dense en France et peut offrir à la fois du rendement et un potentiel de valorisation élevé. Dans notre activité de dette privée et capital transmission, nous avons réalisé une vingtaine de deals sur le segment des small-cap en trois ans, et de cette expérience nous avons tiré plusieurs enseignements.

Financer les PME

Précisément en matière de financement des PME, nous accompagnons les entreprises dans leur développement ou dans leur transmission, en collectant des fonds auprès des investisseurs institutionnels ou privés. Nos investissements sont réalisés soit en capital, - toujours minoritaires- soit en dette à travers des obligations convertibles ou des obligations à bons de souscription d'actions (OBSA). En effet, les solutions obligataires sont de plus en plus recherchées par les dirigeants et actionnaires des entreprises car elles permettent d'éviter la dilution du capital tout en disposant de ressources à moyen / long terme. Par ailleurs, la qualité de quasi fonds propre de ce type de financement mixant dette et droit d'accès au capital permet de structurer des opérations qui alignent les intérêts de l'entrepreneur et ceux de l'investisseur. En termes de maturité, la durée moyenne des émissions est de 5 ans, ce qui est en phase avec les projets de développement de ces PME.

Un besoin de croissance

Selon les dernières statistiques, le pourcentage d'entrepreneurs rencontrant des difficultés de financement a augmenté de plus de 70 % depuis 4 ans. La France compte un nombre élevé d'entrepreneurs de talent dont la croissance est bridée par un manque de fonds propres, surtout dans les phases d'expansion que ce soit de l'outil productif ou à l'export.

Généralement, nous rencontrons deux types de besoin dans ces PME : le financement d'opérations de croissance organique liées à un projet structurant pour l'entreprise en termes de taille ou de rentabilité (BFR, CAPEX) et des opérations de croissance externe. Dans ce dernier cas, l'objectif des entrepreneurs est souvent d'atteindre une taille critique pour adresser les marchés internationaux ou de consolider une chaîne de valeur ajoutée pour optimiser leur business modèle. Ces opérations de croissance externe sont souvent complexes et recèlent des risques industriels et humains importants. C'est pourquoi, lorsque nous réalisons ces opérations, nous structurons souvent l'investissement en plusieurs tranches equity et dette afin d'optimiser le risque.

Transmission d'entreprise

Depuis plusieurs mois maintenant, nous avons constaté une véritable tendance sur la transmission d'entreprise. Dans le segment des small cap, c'est-à-dire des PME valorisées entre 10 et 50 millions d'euros, il y a un grand nombre de sociétés qui changent ou qui doivent changer de main rapidement. En effet, il y a aujourd'hui une conjonction de facteurs qui renforce la dynamique naturelle de la transmission d'entreprise. Tout d'abord, il y a la génération de «babyboomer entrepreneurs» qui arrivent à l'âge de céder leur outil professionnel. Le recentrage de certains grands groupes industriels ou commerciaux amène également des



Fabrice Imbault

filiales ou des business unit à prendre leur indépendance. Ce sont souvent des opérations que nous apprécions car le changement est quasiment systématiquement porté par le management en place. Leur connaissance de l'entreprise, du business modèle, des clients et des capacités de développement permet une transition rapide et efficiente. Enfin, le phénomène des serials entrepreneurs se développe de plus en plus en France avec des managers rompus au pilotage de la croissance dans une PME qui vont la reprendre et la céder quelques années plus tard pour aller sur un autre projet.

Pour ce type d'opérations, il y a le plus souvent trois étages de financement : la dette sénior, opérée par la banque, une dette junior ou mezzanine venant en complément et une partie en capital (equity) assurée par un sponsor. Sur ce type de cible, nous réalisons de plus en plus d'opérations dites «sponsorless», où nous intervenons à la fois en dette et en equity. C'est plus pratique pour le ou les repreneurs et cela permet d'aligner les intérêts sur un but commun.

Sélection de la cible

L'une des clés du succès est d'être extrêmement sélectif, de choisir les meilleures PME. L'intérêt du segment small cap est justement d'avoir beaucoup plus de choix dans le monde des ETI. L'univers des PME françaises propose une grande diversité surtout dans les secteurs traditionnels dont les business models sont

souvent très résilients. Dans la plupart des cas sur des marchés de niche, ces entreprises sont parfois des leaders européens ou mondiaux dans leur domaine. Au moment de leur transmission, la qualité financière de ces sociétés est avérée car elle s'étale sur un historique d'activité long. L'application de ces facteurs de risque et de diversification comme déterminant de l'investissement permet d'offrir aux investisseurs des portefeuilles moins sensibles, notamment au risque sectoriel.

Une dette encadrée

Nous sommes également très vigilants sur le niveau des leviers d'endettement. Nos opérations sont en moyenne autour de 3,5 fois l'EBITDA, ce qui contribue également à contenir le risque opérationnel pour les sociétés. Il ne s'agit pas de mettre l'entreprise en face d'un mur de dette. Là encore, la grande diversité de l'univers de PME nous permet d'être sélectifs. Notre horizon d'investissement est généralement de 5 à 7 ans, mais dans la réalité, la dette court sur une période plus courte. En effet, lorsque cela se passe bien, les entrepreneurs ont tout intérêt à rembourser rapidement pour se refinancer dans des conditions plus favorables. C'est aussi la raison pour laquelle ces opérations comportent des clauses dite de «non call» qui interdisent à la société de rembourser avant une certaine période, généralement 3 ans. Ce mécanisme permet de préserver l'intérêt des investisseurs.

La présence des cédants comme garantie

Nous constatons également que beaucoup plus d'opérations de transmission intègrent les cédants pour accompagner le repreneur et assurer la bonne continuité de l'activité que ce soit dans sa dimension industrielle ou dans les relations clients. Dans les faits, le ou les cédants vont réinvestir une partie du produit de la cession dans la holding de reprise. Cela permet de maintenir une gouvernance équilibrée avec le repreneur tout en bénéficiant du savoir-faire de l'équipe historique. Coté investisseur, cela met également en perspective le potentiel de valorisation de la société à travers l'implication capitaliste des anciens managers dans le business cédé. ■

Fabrice Imbault, directeur général adjoint de A Plus Finance, société de gestion indépendante dédiée à l'investissement

Quelles sont selon vous les problématiques actuelles du marché ?

Il y a un vrai besoin de financement des entreprises en fonds propres pour les PME, sur le segment des small caps valorisées entre 10 et 50 millions d'euros. Les banques étant moins présentes, le besoin en solutions alternatives comme la dette privée est de plus en plus important. Néanmoins, cela reste une nouvelle classe d'actif que les investisseurs, notamment institutionnels, découvrent. La mesure du risque instantané par la taille de la société émettrice est également un sujet qui devra être réglé rapidement avec d'autres facteurs d'évaluation, au risque de concentrer l'offre sur les ETI moins nombreuses au détriment du véritable tissu industriel représenté par les PME. Beaucoup d'initiatives vont dans le bon sens (Bpi, fonds Novo, FPE, ...), mais seront-elles suffisantes pour compenser la désintermédiation bancaire ?

Quelles sont les particularités de votre équipe dédiée à ces dossiers ?

Notre équipe de gestion réunie des spécialistes du segment des small-cap françaises. Avec 5 investisseurs et une personne chargée du middle office de cette activité, nous avons la capacité de déployer, dans un délai raisonnable, les sommes qui nous sont confiées par nos investisseurs, tout en gardant un degré d'exigence fort sur la sélection des dossiers. A titre d'exemple nous avons réalisé plus de 20 opérations sur les 3 dernières années et nous avons déjà des sociétés qui nous remboursent. Pour y arriver, cela nécessite un deal flow soutenu que les Directeurs de Participations nourrissent et développent au quotidien. Ce type d'opérations, plus petites par nature que dans le mid cap, nécessite des process de sélection, de diligence et de suivi rodés. Enfin, l'expérience de nos Directeurs de Participations dans le financement en dette ou en transmission est clé. De ce point de vue, nous avons réuni une équipe homogène et complémentaire qui gère les dossiers de manière collégiale.

Comment accompagnez-vous vos clients ?

Dans le monde des PME, la plupart des fonds offrent une approche en equity ou en dette, la nôtre est mixte. Nous pouvons intervenir sur l'un et l'autre ou même les deux pour des opérations «sponsorless». La stratégie d'investissement vise à accompagner des managers très impliqués et porteurs d'un projet d'entreprise ambitieux. Comme l'équipe de dette privée est amenée à investir au travers de plusieurs types de supports (FIP, FCPR, mandats), nous nous soumettons à des règles de gestion de conflits d'intérêts très strictes.

QUESTIONS À...

* A Plus Finance est spécialisée depuis 15 ans dans l'investissement non coté. Totalement indépendante, détenue par son management, A Plus Finance compte 520 M € d'encours sur des supports diversifiés, et emploie 25 professionnels. Elle intervient dans 4 activités : le financement des PME, l'immobilier, les fonds de fonds et le financement du cinéma.