

Une histoire vraie : Les PME, les LBO et la Bourse



Par Louis-Victor d'Herbès
Conseil en levée de capitaux et listing sponsor,
membre de la CCEF



Le Verrou, Fagonard, 1777

Faits fictifs mais inspirés de situations réelles.

En ce 16 avril 2006, Félix, le Président fondateur de Toutifix, est confronté à un vrai dilemme. Toutifix conçoit, développe, fabrique et commercialise une gamme de joints industriels à forts pouvoirs adhésifs. L'entreprise domine l'autoroute qui dessert le Grand Ouest de la France. À 62 ans, après plus de 40 ans de travail, sa société réalise 70 millions € de chiffre d'affaires, dégage 3,5 millions € de résultat net et 5 millions € de cash-flow, l'ensemble en progression annuelle de 7,5 %. « Dois-je céder mon affaire ou bien la garder » ?

Il sait que son affaire va atteindre 100 millions d'euros de chiffre d'affaires dans les 3 ans à venir, en raison d'un succès commercial majeur dans trois pays d'Europe centrale dont les besoins sont considérables, coiffant sur le poteau l'Ostlichebeteiligung AG, son concurrent Allemand depuis toujours.

Passer de 7,5 % de progression régulière à 12,5% générera un besoin de trésorerie lié à l'augmentation du Besoin en Fonds de Roulement (3 millions €) et aux investissements en renouvellement du matériel de production nécessaires (5 millions €). En effet, les investissements en R&D (du site de Berger-Les-Tours qui fait vivre 100 familles, sans compter les sous-traitants) et en protection intellectuelle (du siège de Nonan-Les-Fontaines qui fait vivre 100 autres familles et d'autres sous-traitants ayant eux-mêmes des familles) qu'il a fallu consentir pour mettre au point la nouvelle gamme ont été de 5 millions d'euros sur 5 ans.

★

Il sait ainsi que son affaire vaut entre 25 et 30 millions d'euros. Monsieur Roudou, Chargé d'affaires à la Société de Développement de Proximité, lui propose d'acquérir 12,5 % du capital pour 3 437 500 euros, et

une augmentation de capital de 7,5 % d'un montant de 2 062 500 euros pour financer une partie du besoin en fonds de roulement. Ceci valorise 100 % du capital de la Société à hauteur de 27,5 millions d'euros.

Il sait aussi qu'il peut emprunter à la banque à des taux défilant toute concurrence, car la rentabilité de son projet est estimée à 25 % sur 7 ans, bien supérieure au taux d'intérêt qu'il aurait à payer. Toutifix est, en langage bancaire «un bon risque». Mais ces prêts seraient assortis de conditions financières à respecter, (appelées covenants) jugées contraaires à l'indépendance de gestion que Toutifix pratique depuis sa création.

Il sait enfin qu'il peut entrer en Bourse à un prix de ... 50 millions pour une valeur qui peut atteindre 75 millions d'euros quelques mois plus tard ? Le double de ce que propose Monsieur Roudu, voire le triple ? Toutifix est une «belle affaire», dirigée par un management de qualité, avec un Président doté d'une crédibilité personnelle réelle qui saura faire entendre son message. Chiffres et faits à l'appui, confirmés par écrit par un Conseil indépendant, le prix de 50 millions, la valeur potentielle de 75 millions €, tout est étayé. La Bourse ? Pourquoi pas ? En ouvrant 20 % du capital d'euros en valeur 100 % de mon affaire, j'encaisse 5 millions € avant fiscalité pour mes finances personnelles en échange de 10 % des actions et mon entreprise recueille 5 millions € pour l'équivalent de 10 % du capital.

Le Président de Toutifix est presque décidé. La réunion entre le conseil indépendant et ses conseils s'est bien passée. On n'a pas abordé dans le détail les aspects patrimoniaux personnels de l'actionnaire car ce n'est pas à l'ordre du jour. Prenant appui sur les informations échangées lors de cette réunion, un rendez-vous est organisé avec une personne aux compétences d'orfèvre en matière de fiscalité personnelle et qui a déjà travaillé pour un nombre significatif de chefs d'entreprises.

L'orfèvre présenté au Président de Toutifix, Monsieur Athanase La Tulippe, est un cadre de banque non française, et, sous réserve des vérifications d'usage si cela est possible, ce qui n'est pas certain, l'établissement qui dépêche cet orfèvre, la «Privée de Finance», est de nationalité hors de l'espace économique européen.

Un prix de cession de 45 millions d'euros est fixé pour 100 % du capital de Toutifix. La Bourse lui permettrait d'espérer obtenir plus par la suite si son entreprise se développait bien, mais il préfère finalement concrétiser en argent liquide tout de suite la promesse de bénéfices tirés de la nouvelle version du produit.

Devant tant d'argent proposé, un tel déferlement de «cash», Félix n'est plus le même homme.

Monsieur Athanase La Tulippe présente un fonds d'investissement spécialisé en LBO, (Leverage Buy Out - achat par endettement), un avocat hautement spécialisé, un auditeur légal, et tous les intervenants nécessaires au festin.

Les capitaux propres de Toutifix s'élèvent à 25 millions €, les dettes financières à 10 millions d'euros, la trésorerie disponible à l'actif et constituée par sécurité pendant des années s'élève à 5 millions €.

Pour financer cette acquisition, une société, dite Newco, est créée avec un capital de 22,5 millions d'euros apporté par un fonds d'investissement, le solde du prix de 45 millions d'euros étant complété par une dette de reprise de 22,5 millions d'euros remboursable sur 5 ans.

Félix a perçu 45 millions d'euros avant impôts et frais de transaction.





Après avoir prélevé le montant qu'il avait en tête pour réaliser ses objectifs patrimoniaux personnels, il confie la plus grande part du produit à Monsieur Latulippe qui l'a placé en parts de fonds d'investissements, notamment chez un fonds que la faillite rendra célèbre, générant des pertes sur la plus grande partie voire la totalité du capital placé par des clients venant du monde entier.

Il fut demandé par le fonds d'investissement que le Président de Toutifix soit associé à la reprise, mais en tant qu'investisseur minoritaire dans Newco.

En somme, après ce LBO conclu fin 2006 :

- après avoir payé l'impôt en France [...] sur 45 M€, le montant estimé de la perte sur l'emploi des fonds confiés par la famille est estimé entre 10 et 20 millions € courant 2013.
- Entre les impôts sur les plus-values, les pertes sur le capital placé par manque de connaissance du difficile métier d'investisseur, et l'investissement qu'il a fallu consentir dans la Newco de reprise, avant perte constatée pour résultats non atteints, on peut se demander combien il reste à la famille en échange de la majorité d'une belle entreprise.
- Un montant de 3,4 millions € a été utilisé pour payer les frais de la transaction, égal au montant de la trésorerie de Toutifix.
- Les capitaux propres de Toutifix, devenue filiale de la holding de reprise Newco restent bien de 25 M€ mais le prix payé de 45 millions € fait apparaître un écart d'acquisition, appelé aussi goodwill, de 20 millions €. L'actif net, positif de 25 millions € avant LBO, devient négatif de 20 millions € (25 - 45) !
- La dette consolidée au moment du LBO est de 22,5 millions € auxquels il convient d'ajouter 10 millions € de dette d'exploitation, soit un total de dettes financières de 32,5 millions € (en face d'un actif net négatif ...).
- Cinq ans plus tard, l'actif net de l'ensemble est de zéro en face de 10 millions € de dettes financières nécessaires aux investissements et de 7,4 millions € de capital à rembourser sur la dette d'acquisition en fin de 5ème année : les fonds propres sont décapités, et il faudra probablement dix ans avant que le bilan de Toutifix soit présentable à une banque.
- La perte de 10 à 20 millions € réalisée par la famille sur les placements du produit de la cession de l'affaire correspond peu ou prou à la dette de reprise de Toutifix : double peine.
- Le fonds d'investissement et les actionnaires familiaux de Newco ont pris un risque faible en apportant la moitié de la somme nécessaire au paiement du prix tout en étant propriétaire à 100 %, alors que la banque a apporté l'autre moitié du prix sans être propriétaire d'une seule action.
- Au moment de la cession à son concurrent, qui a finalement eu lieu, Toutifix aura payé 15 millions € en remboursement de dette LBO. Une somme qu'elle aurait pu utiliser à sécuriser son développement et sa pérennité, et qui paie en réalité une surenchère, ou, en termes, plus comptable, une survalue (note 3) dont la contrepartie en cash est perdue sur des produits financiers dits de placements en réalité mal connus des actionnaires familiaux.

Des prévisions un peu trop optimistes ainsi que le ralentissement économique ont ramené la progression du chiffre d'affaires à 10 % par an au lieu des 12,5 % anticipés. Il fallut demander aux banques prêteuses un rééchelonnement de la dette. La notation Banque de France du Groupe se dégrada ainsi que les conditions (taux et montants) de crédit. Toutifix fut vendue – par le département de banque d'affaires de la banque proposée par le fonds d'investissement – à l'Ostlichebeteiligung AG 5 ans après l'investissement, à un prix de 22,5 millions €. Moins que prévu, mais sans perte. Comme le prévoyait le pacte d'actionnaires, le Président de

Toutifix céda sa participation dans Newco au fonds d'investissement à un prix inférieur à celui auquel avait souscrit, à titre de compensation / punition de performances inférieures à celles qui avaient été prévues et présentées.

* * *

Toutifix est toujours installée au bord de la route menant à Nonan-les-Fontaines.

Les salariés sont privilégiés, car ce site aurait pu fermer. Comme celui de cette belle affaire familiale de stylos dans la Drôme, ou celui de ce groupe d'accessoires pour le nautisme en Bretagne, et ceux aussi d'une autre marque de sport nautique mariée à une marque d'équipement de montagne devenue en grandes difficultés, et de tant d'autres épuisées de dettes.

La société domine toujours l'autoroute du Grand Ouest de la France, et regarde en été les vacanciers passer.

Sur la façade dominant l'autoroute a été installé un panneau lumineux « Ostlichebeteiligung AG ».

Il clignote bien, et la nuit, cela produit un effet saisissant.

C'en est même beau.

Sur la façade côté route de Nonan-Les-Fontaines est restée l'enseigne « Toutifix », seule, sans la signalétique du nouvel acquéreur.

Elle n'est plus entretenue depuis longtemps et commence à voler au vent.

Personne n'a encore osé la remplacer.

- *La revue « Capital Finance » citée dans Les Echos du 5 novembre 2013 mentionnait une étude de l'Observatoire des entrepreneurs PME Finance selon laquelle : «Le montant des refinancements de dettes de LBO des PME et ETI françaises à échéance 2013-2016 s'établit entre 38 et 48 milliards d'euros dont 15 à 20 milliards pour les seuls PME.»*
- *Selon une étude de PwC publiée en mars 2015 : «En 2014, 23 entreprises françaises ont été reprises par des entreprises allemandes, un chiffre identique à celui de 2013, permettant à l'Allemagne de conserver sa place de 4ème pays investissant le plus en France en termes de fusions-acquisitions. Côté allemand, 38 entreprises allemandes ont été rachetées par des entreprises françaises, soit 2 de plus qu'en 2013. En 2014, 571 opérations de capital-investissement ont été réalisées en France (144 de plus qu'en 2013) et 351 en Allemagne (15 de plus qu'en 2013). Cette progression permet à la France de retrouver son niveau de 2012, après une baisse significative en 2013. L'Allemagne, quant à elle, a atteint son niveau d'opérations de capital-investissement le plus élevé depuis 2008.»*
- *Selon CFNews, le 5 février 2015 «L'activité du buyout hexagonal a gagné en valeur en 2014, malgré un volume d'opérations en légère baisse. Selon les données publiées par le Center for Management Buy-Out Research (CMBOR, Imperial College of London), en partenariat avec Ernst & Young et Equistone Partners, le montant des LBO réalisés sur des cibles françaises a atteint*

9,4 Md€, le plus haut niveau enregistré depuis 2011 (15,2 Md€), pour un total de 87 opérations, soit 12 de moins qu'en 2013. En effet, l'exercice 2014 a non seulement été porté par l'upper mid-cap, avec 15 LBO compris entre 100 et 500 M€».

