



► chaque année une charge financière déductible. En d'autres termes, la charge fiscale est comptabilisée sans être décaissée créant ainsi, lorsque la société est bénéficiaire, une économie d'impôt... affectée prioritairement au remboursement de la dette senior! La souplesse contractuelle permet donc une certaine créativité financière: en témoigne ainsi également la mezzanine PIC (Pay If you Can)...

La pratique du marché conduit parfois à juxtaposer plusieurs mezzanines, elles-mêmes subordonnées entre elles. On parle alors de mezzanines junior et de mezzanine senior. Les montages se complexifient à mesure que le nombre de tranches augmente: une tranche senior amortissable, une ou deux tranches seniors remboursables in fine, une mezzanine avec BSA, une mezzanine PIK sans BSA, une ou plusieurs

LA PRATIQUE DU MARCHÉ CONDUIT PARFOIS À JUXTAPOSER PLUSIEURS MEZZANINES, ELLES- MÊMES SUBORDONNÉES ENTRE ELLES

tranches de quasi fonds propres, avant l'apport en fonds propres d'autant plus limité qu'il est ultra subordonné.

La bonne structuration juridique et financière de ces opérations d'acquisition est essentielle pour éviter tout litige ou complication ultérieurs. Au-delà de la contribution au bouclage du financement de l'acquisition, cette structuration exige une meilleure gestion de la cible, une transparence financière accrue et une véritable réflexion stratégique pour la cible, y compris notamment par croissance externe (build-up). Autant de facteurs créateurs de richesse qui favorisent la croissance – les sociétés en LBO voient leur chiffre d'affaire croître de 30 % en moyenne pendant les quatre premières années –, et l'emploi - +8,7 % par an en moyenne (Les Echos, 29 janvier 2004). Autant de spécificités que plébiscitent les managers des sociétés cibles qui, parfois seuls investisseurs, sont systématiquement impliqués financièrement aux côtés des investisseurs. ■

Franck S. Giaoui > E86

Fonds d'investissement un marché

Les pactes d'actionnaires signés à l'occasion de l'entrée d'investisseurs financiers dans le capital d'une entreprise stipulent presque toujours une clause de liquidité pour ces investisseurs. La mise en œuvre d'une telle clause peut s'avérer particulièrement délicate dans le cas des entreprises familiales. Pour ce faire, le dirigeant et actionnaire majoritaire a tout intérêt à s'adjoindre les services d'un conseil financier intervenant aux côtés de son conseil juridique. Un mandat confié à une banque d'affaires, lui offrira la maîtrise stratégique et financière de ce genre de transaction et une relation personnelle à haut niveau. Même si cela n'est pas explicite dans le mandat, il s'agit d'abord de s'imprégner de la culture de l'entreprise. Il faut du temps et de l'humilité au conseil externe pour gagner la confiance du dirigeant, et travailler efficacement avec lui, sans jamais se substituer à lui. Une banque d'affaires indépendante adopte naturellement cette approche des choses. Elle est d'ailleurs d'autant plus crédible auprès d'un groupe familial qu'elle est elle-même dirigée par un entrepreneur.

Dans le cadre de son mandat, le banquier conseil doit négocier avec les investisseurs financiers les conditions de leur sortie. La transaction intervenant de gré à gré, il faut créer un marché ex nihilo.

Mettre en œuvre une valorisation multicritère de la société relève d'un formalisme technique assez complexe. Souvent, aucune des méthodes traditionnelles ne permet à elle seule de tomber d'accord sur la valorisation de l'entreprise.

La méthode « d'entrée/sortie »

Pour éviter les « discussions de marchands de tapis », il faut trouver une méthode à la fois objective, endogène et qui mette tout le monde d'accord. C'est ainsi que nous avons proposé la méthode « entrée/sortie »: elle consiste à calcu-

► REPÈRES

HERA FINANCE

Banque d'affaires indépendante dirigée par Franck S. Giaoui. En sept ans, elle a transformé 85 % de ses mandats en une vingtaine de transactions, pour un montant cumulé de plus de 310 m€. Hera Finance concentre son activité autour des opérations de haut de bilan: fusions, acquisitions, cessions; placements privés; LBO et LMBO; accompagnement stratégique.

et groupes familiaux non cotés: gagnant/gagnant

ler les multiples de valorisation opérationnels et financiers implicites lors de l'entrée au capital des investisseurs, et à les appliquer aux mêmes agrégats d'aujourd'hui pour obtenir la valorisation correspondante. Cette méthode permet de réduire l'écart entre les exigences des deux parties, en rassurant l'acheteur tout en garantissant au vendeur un taux de rendement interne suffisant. Avec un écart résiduel de moins de 30 % la négociation est débloquée et elle peut se conclure en fonction de la volonté réelle des parties.

En parallèle, il est nécessaire de mettre en place

le financement du rachat des minoritaires. C'est une phase délicate dans la mesure où elle nécessite de connaître le marché des banques commerciales, et de les mettre en concurrence tout en préservant la qualité de la relation avec les interlocuteurs habituels. Cela suppose d'accompagner le dirigeant dans la mise en valeur des atouts de son entreprise: structure financière saine, perspectives de croissance rentable... L'objectif est double: obtenir un très bon taux d'intérêt ainsi que des sûretés raisonnables.

Au-delà de sa maîtrise technique et de son expérience de la négociation, la valeur ajoutée du banquier d'affaires réside donc essentiellement dans la création d'un marché lorsqu'il n'en existe pas naturellement, comme c'est souvent le cas pour les actions d'entreprises familiales. Cela est vrai tant en mandat acheteur (cas décrit ci-dessus) qu'en mandat vendeur ou en placement privé.

Par ailleurs, beaucoup de chefs d'entreprise familiale hésitent à faire entrer des fonds d'investissement dans leur capital. Soit ils souhaitent rester seuls maîtres à bord, soit ils craignent que

leurs actionnaires financiers ne les obligent à entrer en Bourse ou à céder à un industriel pour assurer la liquidité de leur investissement. Notre expérience montre que ces possibilités de sortie pour les investisseurs financiers ne sont pas les seules. L'actionnaire majoritaire et dirigeant d'une entreprise familiale saine peut ainsi financer sa croissance, rester indépendant, et, dans le même temps, assurer aux fonds une liquidité rentable de leur investissement. ■

Franck S. Giaoui

Après une première expérience opérationnelle, Franck S. Giaoui a passé plus de dix ans dans deux grands cabinets de conseil en stratégie à Paris, Londres, Milan et Boston. Il a été manager de Bain & Company et vice-président de Mercer Management Consulting. A cette occasion, il s'est notamment spécialisé dans les fusions acquisitions internationales. Depuis fin 1996, date à laquelle il a créé Hera Finance, il a initié et réalisé de nombreuses opérations de haut de bilan. Il est également cofondateur du fonds de capital risque Apollo Invest et professeur visitant de finance à l'ESSEC.

