

Financement d'entreprises

SELECTION DE « L'OPINION » N° 12 - MERCREDI 11 MAI 2016

Effets de seuils sociaux, verrous fiscaux, réticences culturelles à l'ouverture du capital et à la croissance externe... Les barrières qui empêchent nos PME de grandir sont multiples, mais pas insurmontables

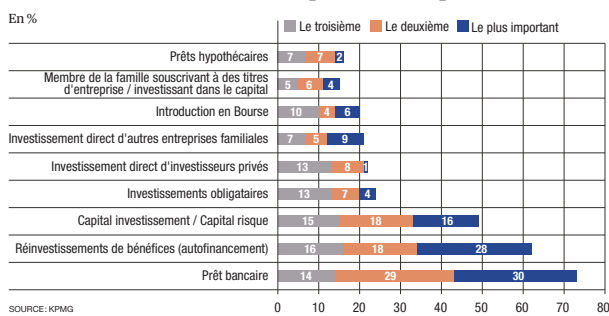
Le long chemin de la PME à l'ETI



Plus présentes à l'international, plus créatrices d'emplois, plus résilientes en temps de crise, les entreprises de taille intermédiaire (ETI) sont parées de toutes les vertus, dont la rareté. Sur les 3,3 millions d'entreprises que compte l'Hexagone, on dénombre seulement 4 800 de ces précieuses ETI, qui pèsent à elles seules un quart de l'emploi salarié et le tiers de nos exportations. Trois fois moins que le fameux Mittelstand allemand et ses 12 500 grosses PME, mais aussi loin derrière le Royaume-Uni qui en affiche 10 500, et même l'Italie qui en compte 8 000. Pourtant, depuis 2008 et leur naissance en tant que catégorie statistique à part entière, tout est fait, ou presque, pour augmenter le nombre de ces champions discrets, qui emploient entre 250 et 5 000 salariés et gé-

nèrent des revenus compris entre 50 millions et 1,5 milliard d'euros. Mais la croissance ne se décreète pas... « 83% des PME françaises sont familiales; beaucoup ont tout simplement envie de perpétuer et transmettre l'existant plutôt que de doubler de taille et prendre des risques », constate Fanny Letier, directrice exécutive en charge des fonds propres PME chez Bpifrance, dont une des principales missions est de faire doubler le nombre d'ETI. « Notre rôle est de leur expliquer que la croissance n'est plus un choix, mais une nécessité de survie dans un contexte mondialisé où aucun secteur, même de niche, n'est plus protégé de la concurrence internationale et des profonds bouleversements liés à la mutation numérique », poursuit la directrice de la banque publique d'investissement qui a mis en place en 2015 un « accélérateur de PME »,

Quelles sources de financement pour les entreprises familiales ?



Page 11

Quand l'impôt freine le développement des entreprises familiales

CERTAINS IMPÔTS acquittés à titre personnel par des associés, comme l'ISF ou les droits de mutation en cas de transmission d'une société aux enfants, peuvent avoir des effets pervers sur l'entreprise familiale, voire même freiner son développement. Car, pour acquitter leurs factures fiscales, les actionnaires familiaux peuvent être plus gourmands et réclamer une distribution de dividendes plus régulière ou plus généreuse. « Chaque fois qu'une entreprise distribue des dividendes à ses actionnaires pour qu'ils s'acquittent de leur fiscalité, c'est autant d'argent qu'elle n'affecte pas à son développement », explique Thierry Chouvelon, directeur de l'ingénierie patrimoniale chez UBS

en France. Et, l'effet multiplicateur n'arrange rien, « les dividendes sont taxés à un taux pouvant aller de 42,5 à 46,5%⁽¹⁾ à l'impôt sur le revenu et pour avoir 100 de dividendes nets, il faut en réalité distribuer environ 175... », calcule Franck Van Hassel, avocat associé chez EY société d'avocats. Cette distribution de dividendes, destinés à servir les obligations fiscales des associés, peut pénaliser les PME françaises dans leur course à la croissance, notamment vis-à-vis de leurs concurrents allemands, dont les actionnaires n'ont pas cette contrainte fiscale. On connaît le problème classique du dirigeant, qui, exonéré quand il est en activité, est brutalement confronté

à l'ISF une fois qu'il a vendu son entreprise. Mais, il y a aussi d'autres difficultés liées à l'impôt sur la fortune, notamment pour les actionnaires minoritaires. Quand ils n'exercent pas une activité de direction et qu'ils ne détiennent pas au moins 25% du capital, ils sont en effet assujettis à l'ISF sur leur participation. « Le pacte Dutreil peut alléger la note et permettre aux actionnaires d'obtenir une exonération d'ISF à hauteur de 75% de leur participation, mais il reste, malgré tout, à payer sur 25% de la valeur. De plus, la signature d'un pacte Dutreil dit "ISF" entre actionnaires n'est pas automatique et ceux qui en sont dépourvus, acquittent l'impôt sur l'intégralité de leur partici-

ipation », dit Thierry Chouvelon. Et qui dit ISF à payer, dit dividendes à distribuer ! « Il s'agit d'une distorsion par rapport à d'autres pays d'Europe, qui ne prélèvent pas d'impôt sur la détention du patrimoine professionnel », selon Franck Van Hassel. **Distorsion.** La situation peut également être délicate en cas de transmission de l'entreprise aux enfants. « Au-delà de 1,8 million d'euros par part, la taxation atteint 45%. Avec le pacte Dutreil spécifique dit « transmission », les enfants repreneurs bénéficient d'une exonération à hauteur de 75%. Pour le reste, et si la transmission a été bien préparée, la taxation finale peut être rame-

née de 6% à 8% de la valeur de la société transmise. Mais, même à ce niveau très bas d'imposition, il faut bien que les repreneurs trouvent l'argent quelque part et c'est le plus souvent en utilisant le levier des dividendes. C'est donc à nouveau autant d'argent qui n'est pas consacré au développement de l'entreprise. Et là encore, il y a distorsion, puisque dans les PME allemandes par exemple, la taxation est nulle si les repreneurs s'engagent notamment à maintenir l'emploi », conclut Franck Van Hassel. **Mireille Weinberg** @mi_weinberg

(1) 40,2% à 44,2% du fait de CSG déductible

●●● Suite de la page 1

sorte de cursus d'accompagnement à 360° de dirigeants de PME, pour les appuyer dans la mise en œuvre de stratégies de croissance. Les deux premières promotions comptent aujourd'hui 120 PME triées sur le volet en fonction de leur capacité à rejoindre le plus rapidement possible le rang des ETI.

Le seuil fatidique des 50 salariés

Mais on reste encore loin du compte pour combler le déficit des quelque 5 000 championnes de la croissance qui manquent à l'appel. « Sur les 550 000 sociétés nées chaque année, seulement 1 000 dépasseront les 50 salariés à terme », alerte Philippe Hayat, serial entrepreneur, cofondateur de Serena capital, un fonds d'investissement dans les pépites technologiques. Considéré comme un premier plafond de verre, le seuil fatidique des 50 salariés déclenche en effet une avalanche de contraintes (création d'un comité d'entreprise, d'un comité d'hygiène et de sécurité (CHSCT), accord de participation obligatoire, négociations salariales annuelles obligatoires...) pour des entreprises encore vulnérables. De fait, on recense presque 3 fois plus d'entreprises avec 49 employés qu'avec 50 ! « Supprimer les seuils sociaux jusqu'à 500 salariés pourrait créer un véritable appel d'air pour la croissance et l'embauche dans les PME, plaide Philippe Hayat, qui pointe la rigidité du code du travail et la fiscalité dissuasive comme autres principaux freins à cette croissance. « En faisant fuir de nombreux investisseurs et entrepreneurs depuis trente ans, l'ISF nous a privés de milliers d'ETI » martèle l'ancien entrepreneur. « Beaucoup de PME se retrouvent bloquées lors de leur transmission parce que la fiscalité actuelle n'encourage pas les dirigeants à partir ou à organiser leur succession », confirme

« Les principaux freins résident dans la méconnaissance des marchés financiers considérés par la plupart des dirigeants de PME/ETI comme réservés aux grands groupes »

Michel Chabanel, président de l'AFIC, l'association représentant le secteur du capital-investissement français, qui accompagne la croissance de plus de 1 500 entreprises par an, dont une grande majorité de PME. Ces pourvoyeurs en fonds propres jouent un rôle crucial dans la structuration de la gouvernance, l'accompagnement à l'international et la stratégie de croissance externe pour accélérer le franchissement des paliers séparant les PME des ETI. Pourtant, ils se heurtent encore aux freins culturels qui empêchent les entreprises familiales d'ouvrir leur capital, par une méfiance atavique envers les actionnaires financiers et la peur de perdre le contrôle de leur destin.

Démystifier la Bourse

Un rapport publié par Bercy à l'automne dernier sur le financement des PME et ETI de croissance pointe l'extrême dépendance des entreprises familiales à la dette bancaire qui représente la première source de financement pour 30% d'entre elles, loin devant le financement en fonds propres avec le recours au capital-investissement (16%), sans parler de l'introduction en Bourse qui arrive en septième position des sources de financement. Autant dire que les marchés financiers sont loin d'être un relais de croissance pour des entreprises qui préfèrent brider leur développement, faute de financer des investissements dans l'innovation, l'immobilier, l'internationalisation ou la croissance externe. « Les principaux freins résident dans la méconnaissance des marchés financiers considérés par la plupart des dirigeants de PME/ETI comme réservés aux grands groupes », explique Eric Forest, PDG d'EnterNext, la filiale d'Euronext dédiée aux PME ETI, créée en 2013 notamment pour démystifier la Bourse auprès des entrepreneurs. « Les contraintes liées aux obligations de transparence et de communication financière sont réelles mais surestimées par les dirigeants qui fournissent souvent déjà des reportings quasi similaires à leurs investisseurs et/ou créanciers, poursuit le patron d'EnterNext. Surtout, ces contraintes sont à mettre en regard des avantages que procure une cotation, à commencer par un renforcement des fonds propres pour financer la croissance et une visibilité accrue appréciée pour des entreprises en quête de notoriété. » Des arguments qui semblent avoir plus de portée depuis deux ans puisque les capitaux investis dans l'économie des PME-ETI par l'intermédiaire de la bourse et des marchés de prêts ont fait un bond de 80% pour atteindre 4,832 milliards d'euros en 2014, et restent sur la même lancée en 2015. Pas encore assez pour combler le déficit d'ETI. Mais, les petits ruisseaux font les grands rivières...
Houda El Boudrari

Financer sa croissance en quatre étapes clés

Stratégie

Les liquidités n'ont jamais été aussi abondantes sur le marché et les solutions de financement font flores. **Une PME ou une ETI en bonne santé, avec des projets de développement solides, n'a aujourd'hui aucun problème pour financer son développement.** Reste à savoir comment. En empruntant, en ouvrant son capital ou en panachant les deux ? La solution choisie va impacter la vie de l'entreprise mais aussi celle de l'entrepreneur. Tous nos conseils pour bien choisir.

Mireille Weinberg

Etat des lieux et analyse des objectifs

« Les décisions de financement que les chefs d'entreprise mettent en place ont un impact à court, moyen et long terme. Avant de choisir un dispositif, il faut faire une analyse très précise de la situation de l'entreprise et des objectifs poursuivis par son actionnaire. Les solutions de financements doivent être pensées en n'oubliant pas de se placer sous trois angles d'observation différents : celui de l'actionnaire, celui du chef d'entreprise et celui de l'homme privé. Chaque décision va impacter plus ou moins fortement l'un des pans de ce triptyque. Il faut rapidement déterminer les priorités du dirigeant et les différents points d'équilibre à trouver », explique Fabrice Scheer, directeur du département M&A Mid Cap chez UBS en France.

Selon l'ampleur du projet de croissance à financer

Le schéma de financement choisi dépend en premier lieu des besoins de votre entreprise. Financer des opérations de croissance organique, comme acheter une machine par exemple, n'a rien à voir avec ce qu'il faut mettre en œuvre quand vous avez de grandes visées hégémoniques et que vous entendez appuyer votre développement sur une stratégie active de croissance externe. « Dans la première situation, l'endettement bancaire auprès de ses banquiers historiques peut suffire et il est alors, compte tenu de son coût actuellement très compétitif, à privilégier comme première approche. En revanche, un dirigeant qui aurait de gros projets de développement, comme l'ouverture d'un ou plusieurs sites par exemple, ou qui envisagerait une acquisition de taille, peut avoir intérêt à se poser la question de l'ouverture de son capital afin d'attirer des investisseurs professionnels », dit Maud Manon, avocate associée et Head du département Finance&Projects, chez DLA Piper à Paris. « S'il se lance sur un marché qui lui est inconnu ou si c'est la première fois qu'il achète une entreprise, ouvrir son capital à un fonds de capital investissement dont c'est la spécialité, peut avoir du sens. Il profitera du même coup de l'expertise de son nouvel actionnaire, qui pourra utilement l'accompagner dans sa croissance », poursuit Karine Houtmann, banquier d'affaires senior du département M&A Mid Cap chez UBS France. Selon les situations, un panachage entre les différentes solutions de financement, dette, apport en capital et de toutes leurs variantes (*lire ci-après*), peut être envisagé.

Selon les aspirations personnelles du dirigeant

Une fois que l'on a déterminé ce qui est bon pour l'entreprise, il faut examiner les aspirations professionnelles et personnelles du chef d'entreprise. « S'il est encore très actif, mais qu'il commence à réfléchir à son départ à la retraite, l'entrée progressive d'un fonds à son capital, avec une position minoritaire dans un premier temps, peut être une bonne solution pour passer la main en douceur. Il pourra

reproduire l'opération et céder la majorité au moment de son départ effectif à la retraite. Beaucoup de PME en France ont connu de vraies "success stories" avec ce modus operandi », indique Maud Manon. La solution sera bien sûr différente pour un chef d'entreprise plus jeune, qui a de gros projets professionnels, mais qui a oublié de sécuriser une partie de son patrimoine. « A cet âge-là, les chefs d'entreprise que nous rencontrons sont tellement investis professionnellement, qu'ils ont souvent oublié de diversifier leur patrimoine. Partant du principe qu'il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier, l'entrée d'un partenaire au capital, permet aussi de monétiser une partie de son patrimoine professionnel pour le placer ailleurs que dans l'outil de travail. L'opération de financement de la croissance de l'entreprise, permet de faire d'une pierre deux coups et de sécuriser une partie de son patrimoine », dit Karine Houtmann.

Selon la capacité du dirigeant-actionnaire à partager

Une fois la solution de financement dessinée, il faut s'assurer que cela ne heurte pas trop les convictions du chef d'entreprise, en tant que premier et souvent unique... actionnaire ! « Dans certaines situations, il faut avoir une vision nouvelle des choses. Ce n'est pas en conservant jalousement 100% du capital de son entreprise, qu'on parviendra à en faire une championne dans son secteur d'activité. Certains plans de développement méritent même que les chefs d'entreprise abandonnent leur majorité », fait valoir Fabrice Scheer. Pour autant, certains dirigeants de PME, surtout quand elles sont familiales, sont encore très réticents à l'idée de faire une place à un nouvel actionnaire. Avant d'entreprendre quoi que ce soit, il faut vérifier la disposition d'esprit du chef d'entreprise. S'il est absolument hostile à tout partage du pouvoir, il faudra envisager des solutions moins radicales que les augmentations de capital, qui ont un effet dilutif fort. Pour autant, il ne suffit pas d'accepter l'idée d'ouvrir son capital à un nouveau partenaire. Il faut faire tout ce qui va avec. La gouvernance de l'entreprise va certainement être modifiée et il faut en avoir conscience.

Bien choisir sa solution de financement

« De l'argent, il y en a, mais pour les beaux projets seulement », dit Benoist Grossmann, Managing Partner chez Idivest. Les PME et ETI rentables, dotées de solides projets de développement n'ont donc pas trop de souci à se faire. « Les liquidités n'ont jamais été aussi abondantes sur le marché et le nombre de solutions de financement s'approche de l'infini, avec la multiplication des produits mais aussi celles des acteurs », constate Fabrice Scheer. Au commencement, il y avait deux grandes solutions de financement, « l'emprunt bancaire d'un côté et l'apport de fonds propres de l'autre, via les augmentations de capital », résume Benoist Grossmann. Entre ces deux extrêmes, s'est développée toute une palette de solutions mixtes et alternatives, du financement « mezzanine », en passant, depuis plus récemment, par la dette privée.

Dette bancaire : aller au taquet de ses possibilités

« Il faut tester toutes les solutions, mais surtout, ne jamais se couper de son banquier traditionnel, d'autant qu'aujourd'hui c'est le moins cher. Je conseille donc, quand c'est possible, de se financer au maximum avec de la dette bancaire. Mais attention, ce n'est pas un puits sans fond, elle est limitée en quantum et en structuration. Le banquier prête rarement au-delà de 3 à 5 fois l'EBITDA (profit opérationnel) et rarement plus de 30% de la somme empruntée sous forme de dette en fine », explique Karine Houtmann.



Les conditions de financement actuelles sont très avantageuses, avec des taux proches de 2,5% pour les prêts amortissables et de 3,5% pour les prêts en fine. Dernier avantage du crédit bancaire, le chef d'entreprise reste maître chez lui et il n'a pas à ouvrir son capital, ni à partager ses prérogatives. Seule ombre au tableau, il faut... rembourser sa dette bancaire ! « La plus grosse partie est généralement composée de crédits amortissables, très consommateurs de cash, puisqu'il va falloir rembourser tous les ans, non seulement des intérêts mais aussi une partie du capital », précise Christophe Karvelis, président de Capzantine. Cela ne convient pas à tous les chefs d'entreprise et c'est à proscrire pour ceux qui ont besoin de leur cash-flow pour assoier leur développement ou qui n'en dégagent pas suffisamment.

Dette privée : faites jouer la concurrence

Le comportement des banques, qui ont fermé le robinet du crédit aux entreprises lors de la crise de 2008, a laissé des traces. La nature ayant horreur du vide, des solutions de dette privée, sous forme d'emprunt obligataire, ont rapidement émergé. « Depuis 2009, un mouvement de désintermédiation du financement en dette s'observe en France, comme dans le reste de l'Europe : la part de la dette bancaire diminue au profit de la dette obligataire », selon un rapport de Bercy sur le financement des PME et ETI d'octobre 2015⁹. Aujourd'hui, tout le monde prête, les grandes familles, les institutionnels, mais aussi et surtout les assureurs - une réforme de juillet 2013 leur ayant permis d'investir plus facilement en titres de dette d'entreprises -, via les « fonds de prêt à l'économie », des fonds de dettes gérés par des sociétés de gestion spécialisées. Le placement privé a cet avantage qu'il offre aux entreprises, « sans qu'elles aient besoin d'être notées ou cotées, la possibilité d'un financement long à partir de montants relativement faibles (émissions à partir de 10 millions d'euros) », selon le même rapport. « C'est un peu plus cher que la dette bancaire classique, de l'ordre 4% à 4,5%, mais ce type de dette offre des avantages certains : outil souple, il peut notamment cohabiter avec des financements bancaires classiques en permettant d'augmenter la part de dette en fine (particulièrement utile pour des groupes aux projets d'investissements importants), tout en conservant une maturité longue (7 à 8 ans le plus souvent) », dit Karine Houtmann. « C'est une bonne formule pour les entreprises qui ont des plans de développements offensifs et pour lesquelles la dette bancaire ne suffit pas ou celles qui ne veulent pas assécher leur trésorerie en remboursements », complète Christophe Karvelis.



SHUTTERSTOCK

Mezzanine : chère mais souple

« Ces solutions de dettes hybrides ont beaucoup souffert suite à la crise de 2008, surtout à cause des trop gros effets de leviers intégrés dans les montages, qui ont été fatals au moment du retournement. Aujourd'hui la situation est assainie et l'on assiste au renouveau de ce marché », selon Christophe Karvelis. « La mezzanine est traditionnellement utilisée quand il manque quelques lignes de financement et que le dirigeant d'entreprise ne souhaite pas se voir diluer au capital de son entreprise via l'entrée d'un partenaire financier. L'outil a également évolué suite à la crise de 2008 : Aujourd'hui, de nombreux mezzaniers apportent des solutions originales et peuvent se positionner comme uniques partenaires financeurs d'une entreprise. On les appelle des "Unitrancheurs". Ce type d'outil au fonctionnement plus souple et limitant le nombre d'interlocuteurs à un seul (contrairement au pool bancaire) est particulièrement adapté aux groupes en forte croissance, fortement consommatrice de cash (BFR structurellement significatif, investissements significatifs, etc.) », note Karine Houtmann. La mezzanine peut avoir de gros avantages. « Emise sous forme d'obligations convertibles ou, le plus souvent, sous forme d'obligations à bons de souscription d'actions, elle est considérée comme du quasi-capital. Elle ne détériore donc pas les ratios d'endettement et permet au chef d'entreprise de continuer à emprunter. De plus, également remboursable en fine, elle ponctionne moins de cash-flow que la dette bancaire amortissable. Surtout, elle est beaucoup moins dilutive qu'une prise de participation en capital, le chef d'entreprise doit rendre quelques comptes mais il reste seul maître à bord », énumère Christophe Karvelis. Toute médaille ayant son revers, la mezzanine est la plus coûteuse, de l'ordre de 11% à 13%.

Augmentation de capital : renforcer ses fonds propres

Ouvrir son capital à des proches, à des particuliers fortunés, à des fonds d'investissement, aller en Bourse... Il y a plusieurs moyens de renforcer ses fonds propres. « Il faut cependant une certaine taille et des perspectives solides de croissance pour envisager une opération sur les marchés boursiers. Toutes les entreprises ne peuvent pas y prétendre », commente Olivier Deren, avocat au cabinet Paul Hastings. « La Bourse est un échec en tant que solution de financement et d'aide à la croissance des PME et des ETI, sauf pour celles qui évoluent dans des secteurs précis, comme les nouvelles technologies ou les Telecom. C'est

d'ailleurs pour cette raison que le secteur du Private Equity a le succès qu'on lui connaît », confirme Fabrice Scheer. Le marché du capital investissement a en effet retrouvé ses niveaux d'avant crise, avec une collecte de capitaux par les sociétés de gestion françaises de fonds de capital investissement en hausse régulière depuis 2012, à 10,1 milliards d'euros en 2014, selon le rapport de l'Observatoire du financement des entreprises⁽¹⁾. « Lever des fonds est la solution la plus coûteuse et qui conduit à la plus forte ingérence dans la vie de l'entreprise. Le coût de l'opération en capital est de 20% environ et il est intimement lié à la croissance bénéficiaire de l'entreprise », fait valoir Christophe Karvelis. Ouvrir son capital apporte cependant une ressource de long terme, renforce nécessairement le bilan de l'entreprise et apporte une garantie complémentaire de solidité. Mais il faut accepter l'idée d'avoir un co-actionnaire. « Souvent cela vient professionnaliser la PME, le nouvel actionnaire apportant son expertise, ses idées et son regard nouveau sur le développement de l'activité. Accueillir certains grands fonds d'investissement ou certains fonds publics comme la BPI envoie aussi de bons signaux vis-à-vis du marché », fait valoir Karine Houtmann. A condition de trouver le bon partenaire, c'est sans contester la solution idéale pour changer de dimension et accompagner des développements conséquents.

Démarcher les investisseurs potentiels

Si vous optez pour une solution de financement composée exclusivement de dette bancaire, bien sûr allez voir votre banquier habituel, celui qui finance l'exploitation de votre entreprise au quotidien. Si en plus d'un prêt bancaire, vous ajoutez d'autres modes de financement, il faudra faire appel à un spécialiste pour vous guider et vous conduire vers les investisseurs potentiels, qui sont pléthores (fonds de dette privé, fonds d'investissement, mezzanier, family office, holding patrimonial ou familial, etc.). Un chef d'entreprise, même très aguerri peut difficilement s'y retrouver tout seul.

Sélectionner son conseiller

Il faut se tourner vers un conseiller qui aura une vue périphérique sur les différents modes de financements, mais aussi sur les différents acteurs sur chaque marché. « Aucun fonds d'investissement ne ressemble à un autre. Il faut connaître leurs particularités, pour orienter utilement le chef d'entreprise », dit Fabrice Scheer. Premier réflexe, vous tourner à nouveau vers votre banquier habituel, qui a

nécessairement des structures de Corporate Finance en son sein, qui devrait pouvoir vous aider. Vous pouvez également approcher les structures dédiées constituées au sein de certaines banques privées et qui traitent plus volontiers les opérations de financement des PME ou ETI - les banques d'affaires se concentrant sur les grosses opérations. « Chez UBS en France, notre département de fusions-acquisitions Mid Cap est exclusivement centré sur le conseil aux chefs d'entreprise. Puisque nous ne faisons ni crédit, ni investissement en capital et nous ne plaçons pas d'argent pour qui ce soit, nous ne vendons rien d'autres que notre expertise et notre conseil indépendants », fait valoir Fabrice Scheer, aujourd'hui directeur de ce département, composé qu'une quinzaine de personnes. Dernière option : les boutiques de fusions-acquisitions, souvent constituées de quelques associés seulement, souvent d'anciennes gloires du monde des affaires.

Convaincre les financeurs potentiels

Une fois votre conseil trouvé, il va devoir convaincre les prêteurs ou les investisseurs potentiels de sauter le pas et de vous accompagner dans votre développement. Pour cela il va falloir les séduire et présenter votre entreprise sous son meilleur jour. « Il nous appartient de vendre le projet de l'entreprise, le plus souvent en utilisant les techniques du marketing financier. Nous rédigeons toute une documentation sur la stratégie de l'entreprise, sa feuille de route, son business plan, etc. Nous contactons ensuite les institutions ou les personnes privées qui détiennent des capitaux, auprès desquelles nous organisons des rendez-vous avec le chef d'entreprise et son équipe. Il faut aussi permettre aux financeurs potentiels d'auditer l'entreprise, pour qu'ils se fassent leur opinion, puisqu'à la différence des sociétés cotées, les PME ou ETI non-cotées, ne sont pas notées (pas de rating des agences de notations). Nous organisons enfin une sorte d'appel d'offres, plus ou moins confidentiel, selon les souhaits du chef d'entreprise, pour sélectionner ses futurs partenaires. Le tout dure entre 3 et 6 mois, selon la complexité des dossiers », explique Fabrice Scheer.

La mise en orbite du projet

Quand vous accueillez un partenaire au capital de votre société, il faut une compréhension mutuelle totale, mais il faut aussi régler les modalités pratiques de votre partenariat. Tout cela doit être fait par des avocats spécialisés. « L'industrie du Private Equity a ses usages et pratiques de marché, qu'il est essentiel de bien connaître pour être crédible dans une négociation et réussir une opération », dit Olivier Deren. Quelle que soit la configuration de l'opération (LBO, capital développement, venture capital), il y a de nombreux documents juridiques à rédiger et à négocier, avec un incontournable, le fameux pacte d'actionnaires. « Il organise principalement la gouvernance, les obligations de reporting aux investisseurs financiers, les règles applicables aux transferts de titres et les modalités de recherche de la liquidité quand sera venu le temps de la sortie », résume Olivier Deren.

L'incontournable pacte d'actionnaires

« Le partenaire financier qui a apporté de l'argent frais en fonds propres souhaiterait logiquement avoir son mot à dire pour les décisions importantes. Il faut organiser le partage du pouvoir. Généralement, le dirigeant actionnaire reste le patron, qu'il soit majoritaire ou minoritaire et il continuera à prendre les décisions de gestion courante. Pour les décisions plus importantes en revanche, se rapportant au capital, aux actifs immobilisés, aux machines, aux fonds de commerce, aux usines, par exemple, il doit en référer à son nouvel actionnaire, qui dans certains cas disposera d'un droit de veto. Tout cela doit être prévu dans le pacte d'actionnaires », explique Olivier Renault, avocat au cabinet Lamartine Conseil. Outre le partage du pouvoir, il faut également définir les règles s'agissant des titres que détiennent les partenaires. « Certains associés, généralement le chef d'entreprise et les managers, auront l'interdiction de vendre leurs titres pendant cinq ans par exemple, le fonds d'investissement s'assurant ainsi de leur meilleure coopération et d'une convergence d'intérêts entre les différentes catégories d'actionnaires. Il faudra également organiser le droit de préemption sur les titres en cas de vente et certaines clauses dites « d'entraînement » pour que les minoritaires soient aussi bien traités que le majoritaire en cas de vente de l'entreprise », poursuit-il.

@mi_weinberg

(1) Observatoire du financement des entreprises. Rapport sur le financement des PME et ETI en croissance, octobre 2015.

Six seuils à franchir avec précaution

UNE ENTREPRISE QUI A besoin de financer sa croissance dispose de deux leviers principaux. Soit elle procède à une augmentation de capital, soit elle recourt à la dette, bancaire ou obligataire. « Ouvrir son capital peut présenter des avantages, notamment parce qu'à la différence d'un emprunt, il n'y a rien à rembourser. Il faudra en revanche partager les bénéfices futurs avec le nouvel investisseur. L'augmentation de capital pour accueillir de nouveaux partenaires a aussi un effet dilutif sur la participation de l'actionnaire historique, qui doit veiller à ne pas franchir certains seuils à la baisse. Pour conserver un certain pouvoir sur la marche des affaires dans sa propre entreprise, le dirigeant doit conserver une part minimale du capital », explique Thierry Chouvelon, responsable de l'ingénierie patrimoniale chez UBS en France. Outre ces seuils juridiques relatifs au contrôle dans l'entreprise, coexistent des seuils fiscaux, auxquels il faut également être très attentif, sauf à perdre d'importants avantages fiscaux.

66% « Le chef d'entreprise qui passe sous la barre des 66%, n'a plus la majorité des deux tiers requis pour prendre, seul, les décisions qui relèvent de l'assemblée générale extraordinaire, si les statuts prévoient une telle majorité. Il ne pourra plus les prendre qu'avec l'aval de son nouveau partenaire au capital », explique Franck Van Hassel, avocat associé chez EY société d'avocats. Sont concernées les décisions statutaires, comme le changement de nom de l'entreprise, le changement de siège social, etc. Passer sous le seuil des 66% n'est pas si lourd de conséquence, le dirigeant conservant la main sur les principales décisions de gestion. « Il conserve en effet la majorité nécessaire afin de contrôler les décisions qui relèvent de l'assemblée générale ordinaire », poursuit Franck Van Hassel.

50% « Sous 50% de parts à son capital, le chef d'entreprise perd la sacro-sainte majorité, qui lui permet de gouverner en maître. « Il perd la majorité à l'assemblée générale ordinaire pour approuver les comptes par exemple, etc. », dit Franck Van Hassel. « Cela le prive de la capacité à décider seul des différentes orientations de gestion de son entreprise. Bien sûr, les pactes d'actionnaires peuvent y remédier en reconstituant la perte de pouvoir subi. Mais perdre la majorité, c'est toujours potentiellement perdre le pouvoir », complète Thierry Chouvelon.

34% « Celui qui veut donner son entreprise à ses enfants, doit conserver 34% au capital pour pouvoir bénéficier du régime dit du « pacte Dutreil transmission », qui permet de bénéficier d'une exonération de 75% sur les droits de mutation à acquitter. Idem en cas de décès du chef d'entreprise, le pacte Dutreil peut être signé post mortem pour exonérer les enfants à hauteur de 75% sur la valeur de l'entreprise transmise, à condition, une fois encore, que le défunt en possédait 34% au minimum afin que les héritiers puissent seuls contracter l'engagement collectif de conservation sans être tributaires de tiers.

33% « Celui qui passe sous la minorité de blocage de 33,33% conserve un droit de regard, mais pas son droit de contrôle. Surtout, il ne peut plus s'opposer aux décisions prises de concert par les autres associés, sauf si un autre seuil est spécifié pour cela dans les statuts ou s'il possède un droit de veto sur certaines décisions par exemple », note Franck Van Hassel.

25% « Pour être exonéré de l'ISF sur son outil professionnel et donc sur son entreprise, un dirigeant doit exercer des fonctions de direction dans l'entreprise, mais aussi détenir au moins 25% du capital de ladite entreprise. Ce seuil peut gêner aux entours dans la vie des affaires, certains dirigeants refusant de céder les rênes pour continuer à profiter de l'exonération, d'autres refusant au contraire de rester au capital sous ce seuil, malgré des demandes d'accompagnement appuyées des repreneurs... Ce seuil peut être ramené à 12,5% suite à une augmentation de capital, sous certaines conditions.

5% « Passer sous la barre des 5%, priverait le holding du dirigeant ou des actionnaires de l'exonération d'impôt sur les dividendes au titre du régime dit mère-fille », selon Thierry Chouvelon. Il permet en effet à la société mère de bénéficier d'une exonération d'impôt sur les sociétés sur les dividendes reçus par ses filiales. En contrepartie, une simple quote-part de frais et charges calculée au taux de 5% sur le montant des dividendes reçus doit être réintégré dans le résultat fiscal de la société mère. Mais, pour bénéficier de ce régime de faveur, la société mère doit détenir au moins 5% du capital social de la filiale. Le seuil est le même pour que les plus-values de cession de la participation, par le holding, soient exonérées (toutefois, la quote-part de frais et charges à réintégrer est de 12%).

M.W.

Témoignages

Franck Provost ouvre son capital, mais pas trop

Prise de volume

Le coiffeur des stars n'a pas hésité à accueillir des actionnaires financiers dans son capital pour accélérer l'expansion de son groupe Provalliance, mais sans jamais leur en céder le contrôle.

Houda El Boudrari

DU PREMIER SALON à Saint-Germain-en-Laye ouvert en 1975, grâce à un prêt familial, au groupe de coiffure leader européen et numéro deux mondial, Franck Provost a bâti sa formidable réussite par paliers. Il l'a financée avec un seul impératif : ne jamais perdre le contrôle majoritaire. « Jusqu'aux années 2000, le financement des ouvertures de salons se fait majoritairement par financement bancaire, voire en faisant participer certains managers », relate le célèbre coiffeur, qui incarne l'image de sa marque. Après avoir essuyé un classique refus de la banque pour son premier salon, le succès du deuxième en plein huitième arrondissement parisien lui ouvre largement les portes des banquiers pour financer les quelque vingt succursales qui allaient suivre en vingt ans.

En 2002, quand l'entrepreneur amorce son expansion par le rachat d'enseignes concurrentes en lançant une OPA hostile sur un groupe de coiffure coté en difficulté, Jean-Claude Aubry, il fait par la même occasion la rencontre de son actionnaire minoritaire, Artal, un fonds d'investissement discret qui a participé à l'éclosion de quelques belles marques mondiales (Weight Watchers ou les pains Harry's). Le « feeling » passe avec l'équipe du fonds qui fait son entrée en minoritaire au capital et lui apporte les fonds propres nécessaires à son changement de dimension.

Une approche plus rationnelle. Dès lors, les acquisitions s'enchaînent : Exlexia en 2006 et surtout le rapprochement en 2007 avec les activités européennes du leader mondial, l'américain Régis, qui lui offre l'occasion de multiplier



sa taille par quatre avec 1 500 salons et huit marques, dont Jean-Louis David et Saint Algue. Grâce à son modèle de développement mixte (succursales et franchises), la valorisation de Franck Provost lui permet de négocier une prise de participation majoritaire dans la nouvelle entité. Un holding est créé, Provalliance, dont il détient 56%, avec la participation à hauteur de 14% du fonds Artal, Régis détenant les 30% restants. Trois ans plus tard, l'entrepreneur saisit l'occasion d'une restructuration du groupe américain désireux de se recentrer sur le marché US pour racheter ses parts. Accompagné de ses managers, il s'allie alors à un fonds LBO parisien, Chequers, qui entre à hauteur de 40% du capital de Provalliance. « La très bonne réputation du fonds d'investissement et surtout son respect quant à ma volonté de garder le contrôle majoritaire du groupe ont été les facteurs décisifs de ce choix » confie Franck Provost.

Il découvre par la même occasion les particularités de ce mode de financement par endettement : « Un cadre financier très structuré, des contraintes de reporting plus fortes et une approche des investissements plus rationnelle », qui brident quelque peu le mode de fonctionnement « au feeling » du téméraire self-made-man. Mais s'il l'a privé de quelques acquisitions sur un coup de tête, le LBO lui a tout de même apporté des munitions pour financer de belles emplettes comme le rachat de l'enseigne Haircoif en 2015 (une centaine de salons dont douze en Pologne).

Avec plus d'une dizaine de marques, le coiffeur est aujourd'hui à la tête d'un réseau de 3 000 salons, dont 500 détenus en propre, qui génère un revenu supérieur au milliard d'euros. La prochaine étape se dessine à l'international pour le groupe déjà présent dans 35 pays. Et pour financer cette conquête, le coiffeur se verrait bien introduire sa marque en Bourse, à condition de pouvoir garder le contrôle d'une entreprise qu'il veut avant tout transmettre à ses deux enfants, présents à ses côtés depuis de nombreuses années.

Cyber Group Studios cartonne grâce au capital-risque

Créativité

Le producteur de dessins animés a levé 17 millions d'euros en dix ans auprès de fonds de capital-investissement pour financer sa croissance.

Avec le succès de sa série pour les 3-5 ans Zoo, lancée en 2011, et diffusée dans plus de 150 pays, Cyber Group Studios se revendique dans le peloton de tête des producteurs d'animation indépendants français et dans le top ten européen. Créée en 2005 par d'anciens cadres dirigeants de Disney, la société se frotte au financement par le capital-risque dès 2006 avec une première levée de fonds de 2 millions d'euros réalisée auprès de FCPI (Fonds Communs de Placement en Innovation) gérés par Viveris Management. « Un choix purement basé sur des affinités humaines », explique Dominique Bourse, cofondateur de Cyber Group Studio. « A l'époque, très peu de fonds connaissaient notre secteur et nous recherchions des investisseurs partenaires de notre développement, mais ne s'impliquant pas dans les choix artistiques car ils sont subjectifs et nécessitent une connaissance profonde de notre marché. »

Les investisseurs des fonds de défiscalisation FIP et FCPI prennent généralement des parts ultra-minoritaires de capital et sont réputés très peu intrusifs dans la stratégie de management de leurs participations. « Nous avons attendu de crédibiliser notre modèle économique avec un premier succès international, avant de réaliser notre première levée, mais nous savions que nous aurions régulièrement besoin de faire appel à de nouveaux fonds pour financer cette activité assez capitalistique », témoigne l'ancien senior vice-président de Disney Interactive, qui dit avoir utilisé de nombreux outils de financement haut de bilan (fonds propres, obligations

convertibles, valeurs mobilières donnant accès au capital) et bas de bilan (du leasing et classique affacturage au « gap financing », financement adossé aux recettes futures, accordé par des filiales de banques spécialisées dans le secteur comme Natixis Cofinac).

Poches profondes. En dix ans et à un rythme d'une levée tous les deux-trois ans, ce ne sont pas moins de 17 millions d'euros qui ont été collectés auprès de fonds de capital-investissement, un bilan plutôt honorable pour une entreprise qui réalise moins de 20 millions d'euros de chiffre d'affaires. Les fondateurs de Cyber Group Studios font ainsi entrer un deuxième actionnaire, Entrepreneur Venture, toujours ultra-minoritaire en 2010, puis changent d'échelle avec l'arrivée à leur capital en 2012 d'Idinvest, une des stars du capital-risque français et européen, qui a notamment été l'un des premiers à investir dans des pépites comme Criteo ou Deezer.

Cette dernière levée de 5 millions d'euros signe surtout l'entrée d'un investisseur aux poches plus profondes à même d'accompagner l'accélération de la croissance de la société qui logne le top 3 européen des producteurs indépendants, avec une centaine de millions d'euros de revenus à horizon 2020. Aujourd'hui, les fondateurs et le management détiennent encore 50% du capital, mais ils savent que cette majorité capitalistique ne résistera pas aux prochaines levées de fonds nécessaires à leur rythme de développement. « Nous ne sommes pas farouchement attachés à notre indépendance, nous sommes ouverts à différents scénarios de croissance. Ce qui nous motive, c'est de maximiser la création de valeur », confie sereinement le dirigeant, qui n'exclut pas de se faire racheter. A l'image de son confrère britannique, Astley Baker Davies, créateur du succès planétaire Peppa Pig, qui s'est fait croquer par son distributeur fin 2015, pour près de 200 millions d'euros... H.E.B.

Xavier Bélis est directeur des produits et services chez UBS en France



ERIC M / ENCRE NOIRE

Selon Xavier Bélis, UBS a des ambitions fortes de développement en France. Dans cette logique, elle recrute et a renforcé toutes ses équipes de banquiers, y compris en régions.

« 80% de nos clients sont des chefs d'entreprise »

Le département fusions-acquisitions destiné aux PME et ETI (M & A Mid Cap) est logé au sein de la banque privée chez UBS en France. Pourquoi ?

Nous sommes une banque dédiée aux entrepreneurs et nous les suivons dans le temps. Avec le département M & A Mid Cap, nous les accompagnons pour des opérations sur leur capital à un moment où ils sont très concentrés sur leur entreprise. En lançant ce dialogue avec eux à un moment où ils réfléchissent à leurs opérations de croissance, nous établissons un lien de confiance et devenons leur interlocuteur naturel quand il s'agit ensuite de placer le patrimoine issu de la cession de l'entreprise ou d'un

« Tous les chefs d'entreprise que nous accompagnons, nous ont confié la gestion d'une partie de leur patrimoine privé »

cash out (sortie d'une partie du capital de l'entreprise). Notre activité de gérant de patrimoine privé, se branche naturellement sur les activités plus « corporate » de l'entrepreneur.

Pourquoi avoir choisi un tel positionnement ?

Quand le groupe s'installe en France en 1999, il n'a ni réseaux bancaires, ni activité de Corporate Banking (banque commerciale) sur place pour alimenter la banque privée. Par ailleurs, les fortunes anciennes sont déjà clientes d'autres banques privées. Et les clients fortunés sont difficilement mobiles, parce qu'ils ont établi des liens forts avec leurs banques privées historiques, mais aussi parce qu'une part importante de leur patrimoine privé est investie en assurance-vie et que l'assurance-vie est difficilement transférable d'un établissement à un autre. Cet état du marché de la banque privée et notre volonté de nous développer sur une clientèle à fort potentiel, nous ont conduits à nous positionner sur la clientèle des entrepreneurs.

Cette stratégie est-elle payante ?

La création de ce département M & A Mid Cap est un exemple de réussite à l'échelle du groupe UBS. Le modèle est très fort en termes de capacité d'attraction car il prend aussi en compte le patrimoine professionnel. UBS compte actuellement 8 000 clients en France et 80% d'entre eux sont des entrepreneurs ou des anciens entrepreneurs. Tous les chefs d'entreprise que nous accompagnons, nous ont confié la gestion d'une partie de leur patrimoine privé. Soit au moment de la vente de leur entreprise, soit en cours d'activité, pour sécuriser une partie de leur patrimoine professionnel. Ceux qui ne le font pas, moins de 20% d'entre eux, sont ceux qui réinvestissent dans un nouveau projet professionnel l'argent dégagé d'une cession totale ou partielle. Par ailleurs, nous réunissons nos clients entrepreneurs au sein du Club « Made In France », ce qui leur donne l'occasion d'échanger sur leurs expériences, ce qui est très vertueux pour nous.

Le groupe UBS est souvent cité dans des affaires d'évasion fiscale internationale. Comment se porte votre activité ?

Nos clients savent qui nous sommes, ils connaissent notre manière de travailler, rigoureuse et efficace. Ils continuent de nous témoigner leur confiance. Nous n'avons pas perdu un seul client dans l'Hexagone et avons même élargi notre base de clientèle. Nos encours sous gestion en France sont passés de 8,2 milliards d'euros à fin 2011 à 10,2 milliards d'euros fin 2015, avec une progression constante. Cette bonne performance s'explique par la confiance de nos clients qui ont continué à nous apporter leurs avoirs et à nous recommander dans leur entourage et également à la bonne performance de notre gestion financière. La banque a des ambitions fortes de développement en France. Dans cette logique, elle recrute et a renforcé toutes ses équipes de banquiers, y compris en régions. Quant au département M & A Mid Cap, il a doublé ses effectifs en 8 ans et compte désormais 15 personnes.

Interview M.W.
@mi.weinberg