

*Guide
pratique
de la*
**TRANSMISSION
D'ENTREPRISE**

Une publication de

VALUE
ASSOCIATES



Au sujet de Value Associates



Manuel Baldauff, fondateur de Value Associates

Value Associates SA est une firme de conseil spécialisée en stratégie et finance d'entreprise (« corporate finance »), fondée en 2011 par Manuel Baldauff.

Ses clients sont des familles fortunées, des institutionnels et des entrepreneurs de renom, établis au Luxembourg et à l'étranger; la firme a également réalisé de multiples missions pour des acteurs de nature gouvernementale et supra-nationale.

La transmission d'entreprises est au cœur de son métier, et la firme compte de nombreuses opérations réussies à son actif.

En cas de besoin, Value Associates conseille également ses clients dans la sélection de leurs conseillers juridiques ou fiscaux. Dans chaque mandat, ses collaborateurs accordent une attention particulière à un service personnalisé et sur mesure. La discrétion, l'intégrité, le professionnalisme et la qualité sont ses valeurs-clés.

Pour en savoir plus, veuillez consulter le site Internet www.value.lu.

A propos de cette publication

Ce guide a pour but de démystifier le processus d'une transmission d'entreprise et d'attirer l'attention des propriétaires sur un certain nombre de points qui pourraient se révéler importants pour eux.

EXEMPLE *Ce logo indique des illustrations basées sur des cas réels anonymisés, reflétant une vingtaine d'années d'expérience dans le domaine de la transmission d'entreprises, gagnée auprès de Value Associates ou de nos employeurs précédents respectifs. Certaines illustrations reflètent les vues d'entrepreneurs exprimées hors mandat, en public ou cercle restreint.*

Introduction

Du fait du vieillissement de la génération du « baby boom » et donc du départ à la retraite de nombreux entrepreneurs, de plus en plus d'entreprises familiales européennes sont et seront à brève échéance confrontées à des problématiques de succession. A titre d'exemple, l'Allemagne s'attend à plusieurs centaines de milliers de transmissions d'entreprises dans les prochaines années ; rapporté au Luxembourg, la prévision correspond à environ 360 successions par an, soit une succession par jour. Aussi, les chefs d'entreprise n'attendent aujourd'hui plus forcément l'âge de la retraite, certains n'hésitant pas à créer et vendre plusieurs entreprises au cours de leur vie d'entrepreneur.

La transmission est un événement prévisible qui peut se faire à l'intérieur ou à l'extérieur de la famille du chef d'entreprise. Le premier cas a l'avantage de garder le patrimoine au sein de la famille, mais cette voie n'est pas toujours possible. Par exemple, il n'y a pas toujours quelqu'un dans l'entourage familial proche qui souhaite reprendre les rênes de la société ; ou alors, le secteur d'activité est peut-être soumis à de fortes pressions concurrentielles, ce qui favorisera un rapprochement avec un acteur fort qui pourra sereinement y faire face. La cession à un tiers est donc une alternative à prendre en compte sérieusement, d'autant plus qu'elle permet de libérer le patrimoine immobilisé dans l'entreprise.

Alors que la transmission est une étape à la fois importante et complexe du cycle de vie des entreprises, elle est le plus souvent mal maîtrisée par les propriétaires. Ce petit ouvrage rassemble des années d'expérience en transmission d'entreprises et se veut un guide simple et pragmatique pour les propriétaires. S'il ne peut pas remplacer le conseil de professionnels, il peut néanmoins dresser le tableau des étapes à parcourir et faire profiter le lecteur des expériences, bonnes et mauvaises, de personnes qui ont fait cette route avant lui.



Anticiper vaut mieux que subir

La préparation d'une transmission d'entreprise peut facilement s'étendre sur plusieurs années, voire décennies. Les propriétaires d'entreprises sont bien avisés de prendre au sérieux l'importance de la préparation de tout projet de transmission, et ceci suffisamment tôt.

Globalement, l'exercice consiste à tout mettre en place pour que le repreneur, qu'il soit de la famille ou de l'extérieur, puisse exploiter et gérer l'entreprise de manière idéale dès la « remise des clés », ce qui peut nécessiter différents travaux de mise à niveau et de réorganisation en amont, tels qu'une bonne gouvernance, des processus de reporting de qualité, etc. Il faudra également avoir réfléchi au moment opportun de la transmission et à la nature du repreneur.

La transmission d'entreprise ... est un plat qui se mange froid!



Céder le contrôle ? Mais quand ?

Dans la vie de chaque entreprise familiale, il arrive un moment où il est souhaitable que les sorts de l'entrepreneur et de l'entreprise se séparent, afin que l'entreprise puisse continuer à évoluer et à s'adapter à la réalité en mutation, aux nouvelles tendances et technologies. Et que sa valeur puisse continuer à augmenter.

Cette étape est souvent difficile pour les propriétaires, car ils ont du mal à lâcher prise. Il est compréhensible que ceux qui ont conçu et développé leur entreprise et qui ont vécu des hauts et des bas à ses commandes, ont souvent de fortes réticences quant à l'idée de la céder. Et il est humain de se construire tout un éventail de raisons pour reporter le moment de la transmission le plus tard possible.

Mais il ne faut pas attendre trop longtemps. En effet, une attitude passive risque de mener à un processus qui se fera dans la hâte, avec les risques et inconvénients suivants :

- Risque de rater des opportunités de développement
- Mise en péril de la continuité de l'entreprise
- Choix réduit de repreneurs potentiels
- Structuration juridique, fiscale et financière non optimale
- Impact négatif sur la valeur
- Âge trop avancé pour permettre une bonne transition aux yeux du repreneur (ce point s'applique surtout aux cessions en dehors de la famille)

Mais il ne faut pas non plus vendre ou céder trop tôt : dans les premières années qui suivent sa création, l'entreprise se développe grâce à l'engagement de son fondateur qui y met toute sa vision, toute son énergie. Ce serait dommage de la vendre à un tiers ou de la transmettre à un proche, car sa valeur est en train de connaître sa plus forte croissance.

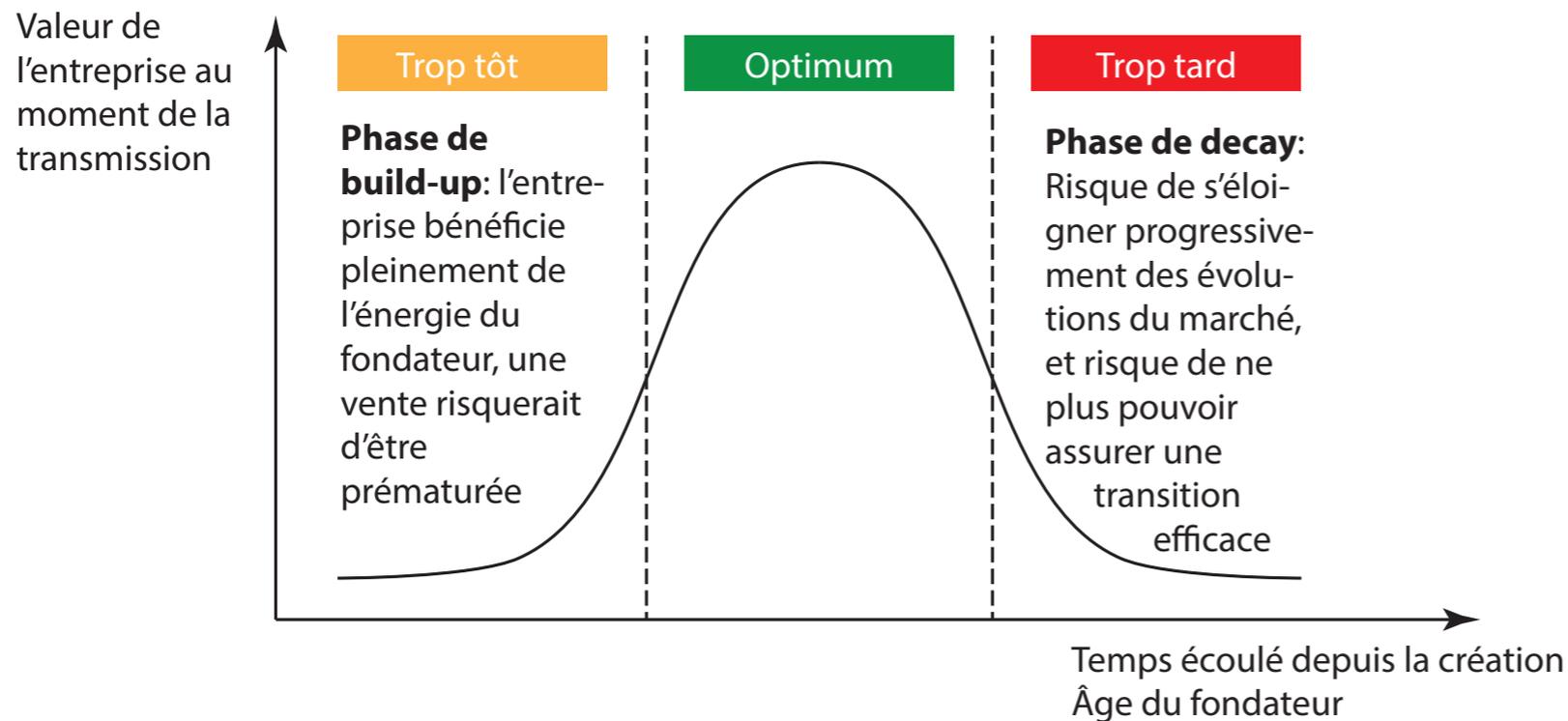
Alors comment faire pour déterminer le moment optimal pour lâcher les commandes ? Chaque cas est différent, et il n'existe pas de formule magique.

Lorsque nous analysons de façon empirique l'évolution de la valeur au cours de la vie d'une entreprise, nous constatons que bien souvent le sommet est atteint lorsque l'entreprise a entre 20 et 30 ans d'existence, ce qui correspond dans la plupart des cas à un âge moyen du propriétaire d'entre 40 et 60 ans. Bien entendu, cette fourchette varie en fonction de nombreux paramètres, tels que

le secteur d'activité (il suffit de penser à certaines start-ups telles que Facebook, qui ont transformé leurs fondateurs en milliardaires en très peu de temps), l'énergie et l'agilité intellectuelle du fondateur ainsi que la qualité de l'équipe dirigeante (plus la celle-ci est élevée, moins l'entreprise dépend du fondateur).

Certains entrepreneurs se sépareront plus tôt de leur entreprise, d'autres plus tard, et chacun doit déterminer son propre point de sortie en fonction de ses propres réalités. Un repère utile sera toujours l'aptitude du fondateur de générer de la croissance et de créer de la valeur. Le jour où il aura plus de mal à lancer de nouveaux produits ou à ouvrir de nouveaux marchés, à réduire les coûts et à augmenter les marges, sera un bon moment pour se poser la question si l'entreprise ne serait pas mieux dans les mains de quelqu'un d'autre.

Et comme l'indiquent les couleurs orange et rouge à gauche respectivement à droite de l'optimum vert, mieux vaut s'y prendre trop tôt (orange) que trop tard (rouge). En consultant suffisamment tôt le marché, il est possible de recueillir les impressions des



preneurs éventuels et de mettre en place des actions (dont certaines peuvent mettre plusieurs années à se concrétiser) visant à améliorer l'attractivité de l'entreprise. Avec l'âge, il est de plus en plus difficile de s'adapter, et en plus la force de négociation faiblit. Pour ceux qui attendent au-delà de ces seuils, la transmission est souvent bien plus difficile, et même parfois ne se concrétise pas. Le cas d'entreprises saines et économiquement viables qui arrêtent leur activité par manque de repreneurs est malheureusement plus fréquent que ce que l'on pourrait croire.

Deux exemples réels illustrent qu'il peut parfois servir de se fier à son intuition première lorsqu'il s'agit de déterminer le timing de sortie d'une entreprise.

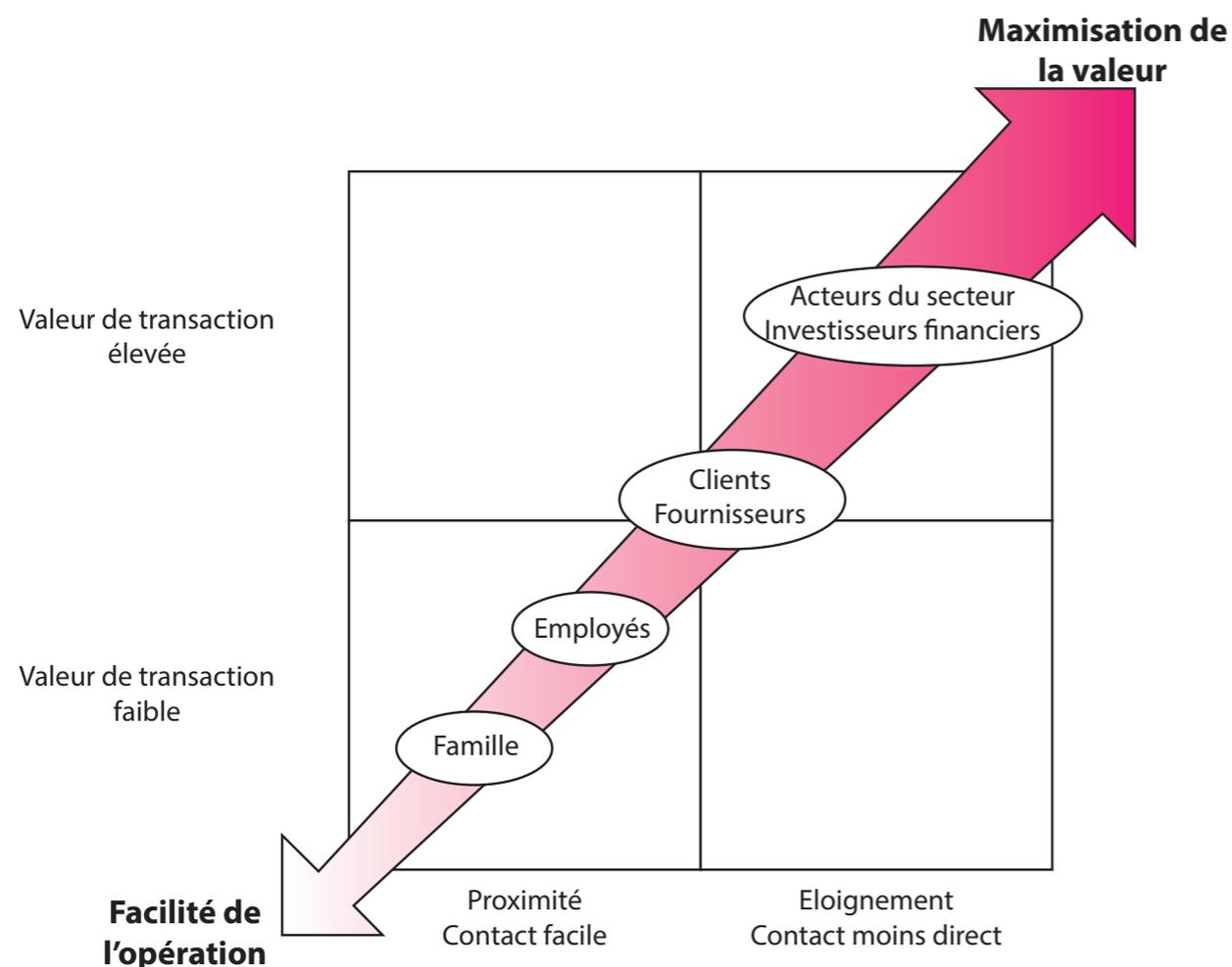
EXEMPLE *L'histoire la plus marquante, mais aussi la plus tragique vécue dans ce contexte est celle d'un propriétaire d'entreprise dont un ami, lui aussi entrepreneur, était atteint d'une maladie grave que notre interlocuteur attribuait au stress de son métier. Pour éviter le même sort, il nous faisait part de sa forte motivation de vendre sa société pour accorder plus de temps à sa*

famille. Nous lui avons adressé notre proposition de services qui à notre grand étonnement restait sans réponse. Peu de temps après, nous avons appris qu'il était subitement décédé !

EXEMPLE Dans un autre cas, un entrepreneur nous a approchés pour évaluer son entreprise dans l'optique de la céder. Nos travaux qui étaient basés à la fois sur une approche théorique et sur des transactions récentes au sein du même secteur nous ont permis de déterminer une valeur de marché relativement précise, de l'ordre de EUR 15 millions. Le propriétaire était très fier de ce montant et, au lieu de suivre son instinct et d'aller au bout de ses intentions, il décida de rester aux commandes pour la développer davantage. Or, suite à des événements imprévisibles à l'époque, la valeur a baissé à un niveau proche de zéro peu de temps après.

Transmettre ou céder... mais à qui ?

A priori, les possibilités sont multiples pour chaque entreprise. Pour certains propriétaires, il sera possible de trouver un repreneur dans le cercle étroit de la famille. D'autres s'orienteront vers un premier cercle proche, celui des employés (on parle alors d'un management buy-out), ou alors vers un cercle un peu plus éloigné, celui des clients ou des fournisseurs qui peuvent avoir un intérêt pour une intégration verticale. Finalement, il peut être intéressant d'offrir l'entreprise à un cercle encore plus éloigné, celui des acheteurs stratégiques de nature industrielle ou financière (concurrents locaux ou étrangers, acheteurs financiers).



Il est intéressant de noter que, plus le repreneur est proche, moins le prix sera élevé, et vice-versa. En effet, un propriétaire sera probablement moins exigeant en ce qui concerne le prix de cession s'il transmet l'entreprise à l'un de ses enfants que s'il la transmet à un concurrent (qui lui sera par ailleurs enclin à payer une prime, car il augmente sa part de marché tout en éliminant un acteur).

Il est important que l'entrepreneur commence à réfléchir assez tôt dans le cycle de vie de son entreprise à qui il pourra la transmettre. Dans cet exercice, il faut être lucide et éviter l'illusion. Si les enfants sont trop jeunes, n'ont pas d'affinité avec l'entreprise, ou n'ont pas les compétences pour la gérer, cela ne sert à rien de les pousser dans cette voie.

Aussi, il est toujours utile d'avoir un « plan B ». Par exemple, un enfant peut avoir une forte affinité avec l'entreprise, mais des événements imprévus peuvent se produire qui orienteront la succession différemment. A titre d'exemple, une pression concurrentielle peut naître, faisant d'un grand groupe international bénéficiant d'économies d'échelle le seul candidat réaliste pour une reprise. Ou alors des innovations technologiques peuvent rendre obsolète l'activité d'un groupe. Ou encore les circonstances de la vie peuvent faire que le successeur pressenti décide de vivre sa vie dans un autre pays pour des raisons sentimentales ou autres.

Passer la main ... mais dans quel état?

Pour bien préparer une transmission, une bonne approche est de se poser une question toute simple : si vous étiez le repreneur de votre propre entreprise, qu'est-ce que vous regarderiez avec une attention particulière ? Voici une liste non exhaustive d'éléments importants.

Qualité au sens large : les produits et les services vendus, l'image de la société dans le marché. Qualité du personnel : est-il bien formé ? Est-il régulièrement formé ? Qualité des équipements : sont-ils récents ? Sont-ils en ligne avec les standards du marché ? Permettent-ils à l'entreprise de rester compétitive ? Qualité de la gouvernance : la société a-t-elle un conseil d'administration ou un comité de gérance composé de personnes compétentes et de bonne réputation ? Il faut savoir que le métier d'administrateur se professionnalise de plus en plus ! Est-ce qu'il existe un plan d'action s'il devait arriver malheur au propriétaire ? Qualité en termes d'éthique : est-ce que la comptabilité est tenue correctement, ou est-ce que le propriétaire a l'habitude de passer certains frais personnels par les comptes de l'entreprise ? Qualité de la tenue des dossiers : la comptabilité, les contrats, la fiscalité relative tant aux bénéficiaires qu'à la TVA, les contrats d'emploi et le suivi des créances et des dettes fournisseurs. Il en est de même pour l'informatique : est-ce que le parc informatique est moderne, est-ce que les données sont protégées vis-à-vis de personnes malveillantes à l'intérieur ou à l'extérieur de l'entreprise ? Qualité du bilan : est-ce que le bilan est solide en termes du ratio Dette / Fonds propres ? Est-ce que le ratio EBITDA / Dette financière est acceptable ? Est-ce que la société est gérée en bon père de famille ? Est-ce que ses marges sont satisfaisantes par rapport à la norme du secteur ?

De façon générale les éléments qui facilitent une transmission se recoupent avec une gestion saine. Que l'entrepreneur transmette la société à son héritier ou qu'il la mette en vente, ces éléments mériteront toute son attention en amont. Dans le premier cas, il laissera un héritage d'une valeur supérieure, dans le deuxième cas il obtiendra un prix plus élevé. Des éléments-clés sur lesquels il peut travailler sont notamment:

- Des outils de pilotage financier clairs, transparents et consistants suivis sur plusieurs années.
- Une visibilité sur le chiffre d'affaires, tant en termes de volumes qu'en termes de qualité du portefeuille client.
- Une stratégie claire: développement du portefeuille produit, expansion géographique, etc. Idéalement la vision du futur

- de l'entreprise est claire, formalisée et partagée avec le personnel.
- Une politique des ressources humaines qui anticipe les besoins de l'avenir : formation des employés et d'une équipe solide de managers.
- Toujours garder en tête les bonnes pratiques de bases : maintenance régulière de l'outil industriel et renouvellement des équipements, mise à jour par rapport aux normes réglementaires.

Bien s'entourer

L'expérience montre qu'une transmission d'entreprise s'organise le mieux avec l'aide d'un prestataire spécialisé. Nous avons rencontré de nombreux exemples dans notre carrière où un propriétaire s'est appliqué à organiser sa transmission lui-même. Malheureusement, le résultat obtenu par cette approche est souvent peu satisfaisant, car aucun repreneur n'est trouvé, ou la reprise se fait à de mauvaises conditions pour le cédant. Il faut réaliser que le conseil en transmission d'entreprises est un métier à part, et que les qualités et mérites dont l'entrepreneur peut se prévaloir à propos du développement de son entreprise ne font pas de lui un spécialiste dans d'autres domaines. Dès lors, il est important de s'entourer de conseillers compétents, réputés honnêtes et intègres et agissant dans le seul intérêt du client. Car il n'est pas rare que des conseillers placent leur propre intérêt au-dessus de celui du client.

EXEMPLE *Agissant pour le compte de l'un de nos clients, nous étions en pourparlers avec un grand groupe étranger qui avait exprimé un intérêt de principe d'acquisition de sa société. Or les représentants de ce groupe appliquaient les standards d'évaluation de leur marché domestique, et refusaient d'admettre que ceux-ci pouvaient différer dans d'autres marchés. Nous avons fait un exercice d'évaluation approfondi, et nous étions confiants dans notre approche. Lorsque les décisions du groupe étranger tardèrent et que les discussions se prolongèrent sans aboutir, nous avons recommandé à notre client d'abandonner cette piste. Notre raisonnement était très simple : si notre client gardait encore cinq ans son entreprise, il encaisserait sous forme de dividendes le montant que ses interlocuteurs étaient prêts à lui payer aujourd'hui, et il pourrait toujours vendre sa société à ce moment à un acquéreur plus enclin à partager ses raisonnements. Comme il était encore suffisamment jeune, il se trouvait du bon côté de la courbe « âge-valeur » illustrée ci-dessus. Cette recommandation nous priva de toute commission de succès, mais nous avons agi selon notre ligne de conduite, dans le seul intérêt du client.*

Dans le cas d'une vente, l'implication d'un bon conseiller spécialisé crée par ailleurs une distance très utile par rapport au propriétaire. Il est, par exemple, relativement facile de donner une réponse négative à un manager qui pourrait exprimer un intérêt de reprendre les affaires alors qu'il n'en a pas les compétences ou pas les moyens, si une telle réponse est donnée par un tiers et dans le cadre d'un processus organisé impliquant d'autres candidats. En revanche, si c'est le propriétaire, avec qui le manager en question a travaillé pendant de longues années, cela est beaucoup plus difficile. Par ailleurs, un propriétaire qui négocie une cession doit veiller à toujours garder un contact serein et positif avec le repreneur potentiel, dans le cadre d'un processus souvent long et tendu par

moments. Dans ce contexte, on parle souvent d'une répartition de rôles « good guy - bad guy » : le conseiller externe jouera souvent le rôle du « méchant », et si le repreneur réagit mal, le propriétaire pourra toujours calmer le jeu en prenant le rôle du « gentil ». Par ailleurs, les émotions peuvent prendre le dessus dans les discussions, rendant la présence d'un conseiller d'autant plus utile qu'il lui appartient de calmer les esprits en atténuant le cas échéant des propos tranchés de l'une ou de l'autre partie, et de servir d'intermédiaire entre elles. Ceci dépasse souvent les compétences des fiduciaires classiques qui sont spécialisées en comptabilité et en conseil fiscal.

EXEMPLE *Notre client avait repris l'entreprise familiale de son père et l'avait développée pendant toute sa vie active. Il y était attaché corps et âme, et veillait à la perfection de sa gestion. Mais l'acquéreur, très méfiant, ne cessait de mettre en question la tenue comptable, ce qui irrita fortement le vendeur, au point de mettre en péril la transaction. Nous avons joué le rôle de « go-between » entre les parties tout au long du processus, et nous avons atténué les émotions, si bien que l'opération a pu être conclue avec succès. A l'issue du processus, tant l'acheteur que le vendeur nous ont fait part de leur reconnaissance, relevant que c'était grâce à nos interventions répétées qu'ils avaient finalement pu sceller la transaction.*

Un conseiller compétent aidera le propriétaire à prendre sa décision avec sang froid, et dans son meilleur intérêt et celui de sa famille.

Organiser la transmission au sein de la famille

Dans ce chapitre, nous supposons qu'un repreneur est trouvé dans l'entourage familial. Une transmission en famille peut a priori sembler plus simple que la vente à un tiers, car elle évite de s'engager dans le processus complexe de sélection d'un repreneur externe, tel que décrit dans le chapitre suivant. Force est toutefois de constater que la transmission en famille est souvent complexe, en raison des émotions en jeu et des problématiques de gouvernance et de gestion des talents internes et externes à la famille. D'après le Family Business Institute, seulement 30 % des entreprises sont transmises en deuxième génération, 12 % en troisième et 3 % en quatrième !



La préparation dans son ensemble

Il est essentiel que le jeune repreneur dispose de la formation technique et de l'expérience professionnelle requises pour trouver sa place au sein de l'entreprise. Les premiers jobs d'été pendant les vacances scolaires peuvent être une bonne prise de contact. Les études techniques et/ou commerciales y ajouteront une dimension académique. Ensuite viennent les premiers pas professionnels qui ne doivent pas nécessairement se faire dans l'entreprise, car y être parachuté de but en blanc peut être contreproductif. Après ses premières expériences « ailleurs », vient la phase où le repreneur peut prouver ses compétences, sa volonté et son sérieux en prenant des responsabilités spécifiques dans l'entreprise.

Lors d'un processus de reprise par un enfant du propriétaire, le rôle des cadres-dirigeants externes à la famille peut s'avérer primordial. Des cadres compétents sont essentiels au bon fonctionnement de la société, grâce à leurs connaissances et implication de longue date, ou simplement parce que l'entreprise familiale est devenue trop grande pour être dirigée par une seule personne. L'alignement des intérêts du repreneur et des cadres dirigeants extérieurs de la famille devient ainsi un facteur essentiel de succès. Il requiert une bonne gouvernance ainsi qu'un système de rémunération motivant pour les cadres basé sur leur performance et leur contribution à la réalisation des objectifs de la famille.

Un seul ou plusieurs héritiers ?

S'il n'y a qu'un seul héritier, les choses sont relativement simples, puisqu'il n'y a pas de questions de partage à traiter. S'il y a plusieurs héritiers, il est évidemment envisageable de partager les actions ou parts sociales du propriétaire parmi tous, mais alors il faut veiller à empêcher la survenance de situations conflictuelles, comme le cas de trois héritiers d'une société dont deux non actifs s'allieraient pour imposer des décisions à l'héritier actif que celui-ci considérerait comme défavorables à la société, telles que la vente d'un site de production dans le but de se payer un dividende.

Si le patrimoine de la famille contient d'autres actifs de valeur, tels que des immeubles ou des portefeuilles de valeurs mobilières, il peut être judicieux de faire une répartition par catégories, c'est-à-dire de donner un maximum de parts au repreneur, et d'autres actifs et un minimum de parts aux autres. Ou alors d'avoir recours à un bon pacte d'actionnaires.

Dans l'optique de faire un partage équilibré entre ses descendants, il est recommandé au propriétaire d'évaluer son entreprise en parallèle aux autres actifs de la famille. Il est aussi légitime de tenir compte du fait que le successeur de l'entreprise se soumet à un risque plus élevé que les descendants qui reprennent des biens qui ne sont pas sujets à une gérance aussi active et intense en temps (p.ex. des biens immobiliers ou un portefeuille géré par un banquier).

Les décisions se compliquent davantage lorsque plusieurs enfants aptes à reprendre l'entreprise en expriment l'intérêt. Dans ce cas, l'entrepreneur peut prévoir la reprise à plusieurs ou le partage de certaines activités séparables, reprises individuellement par les successeurs. L'expérience montre néanmoins qu'une reprise à plusieurs mène souvent à des tensions dans la famille ; ce cas de figure doit donc être géré avec un soin particulier et exige beaucoup de maturité chez les descendants repreneurs.

Les entrepreneurs dont les enfants ont la volonté de reprendre le gouvernail de l'entreprise familiale ont intérêt à préparer la transmission longtemps à l'avance. Ainsi il est important de trouver le plus tôt possible un consensus au sujet du plan de succession en établissant une feuille de route pour planifier les phases et la structuration de la transmission (reprise en nom personnel, via une structure de sociétés, donation à titre gratuit ou à travers un rachat – ceci avec plusieurs buts, y compris d'une optimisation fiscale).

Garder l'entreprise en l'absence d'un successeur direct

S'il n'y a pas de successeur parmi les enfants, ceci n'est pas forcément une raison de la vendre. En effet, il se peut que la deuxième génération produise à nouveau des entrepreneurs intéressés à la reprise. Il est tout à fait possible de rester actionnaire tout en renonçant à jouer un rôle opérationnel actif dans l'entreprise. Certains groupes dans lesquels la famille fondatrice joue encore un rôle important ont procédé de cette manière, se laissant ainsi le loisir de faire appel à un dirigeant externe ou d'impliquer un ou plusieurs membres de la famille au niveau opérationnel.

EXEMPLE Citons le cas d'une famille d'industriels renommée qui ne pousse jamais activement ses descendants à rejoindre l'entreprise. Si un enfant déclare un intérêt, la famille s'en réjouit bien évidemment, mais se limite à lui donner la priorité à qualification égale. La famille a fait d'excellentes expériences en recrutant des spécialistes en dehors de ses cercles et affirme qu'il vaut mieux procéder ainsi plutôt que d'orienter ses descendants dans une voie qui ne leur convient pas, ou qui ne respecterait pas l'objectif d'optimisation à long terme de la valeur de l'entreprise.

EXEMPLE Une autre famille a mis en place une charte détaillée afin d'éviter que trop de descendants (dont certains le cas échéant à la recherche d'une « planque ») ne se retrouvent dans le groupe. Cette famille place la bonne conduite des affaires au centre de ses préoccupations, et prend la position que celle-ci requiert les meilleures compétences disponibles sur le marché de l'emploi. C'est pourquoi les membres de la famille doivent répondre à des critères de sélection variés pour être admissibles, tels que la réussite d'études universitaires et l'appui d'une partie significative des actionnaires. Cette philosophie contribue à souder l'actionariat tout en exigeant un effort mesurable des candidats de la famille souhaitant rejoindre le groupe. Par ailleurs, elle annonce clairement la couleur à l'ensemble du personnel que la famille se défend tout népotisme, tout favoritisme envers les siens.

Organiser la vente à un tiers

Comme nous l'avons vu en début du livre, la vente à un tiers peut signifier une vente à des employés, des clients ou fournisseurs, ou bien à un acteur financier ou du secteur de l'entreprise.

Il s'agit de la forme de transmission qui en principe maximise le revenu en faveur du propriétaire, mais elle exige la mise en place et le respect d'un processus rigoureux.



Vente à des employés

En pratique, la reprise individuelle par un seul membre du management est souvent réservée aux petites entreprises, dont le fondateur a eu la vision de former un ou plusieurs managers aptes à la reprise. En effet, il ne faut pas sous-estimer ni la charge financière, ni la difficulté de financer une acquisition d'une taille importante, qui requiert souvent une reprise collective par plusieurs managers. De telles reprises par le personnel sont appelées MBO (*management buy-out*). Il s'agit d'acquisitions dont le financement se fait en grande partie à travers une dette contractée par l'entreprise. Si elle a des avantages tels que l'implication et la fidélisation du management ainsi que le respect d'une discipline financière, il ne faut pas négliger l'impact du poids de la dette sur l'entreprise et son développement. Elle implique également l'engagement d'une ou de plusieurs banques, et ne sera pas toujours possible en fonction de la conjoncture financière. Il faut savoir que les banques, déjà avant la crise financière de 2008, étaient réticentes à financer ce genre d'opération. Elles sont devenues encore beaucoup plus restrictives après la crise financière et la crise des liquidités qui les a profondément affectées.

En pratique, on constate parfois un optimisme démesuré de repreneurs, qui sont persuadés que leur connaissance du métier et leur enthousiasme suffiront à convaincre les banques. Or celles-ci demandent, en plus de compétences managériales solides, un business plan professionnel montrant la capacité de remboursement même dans des conditions adverses, et exigent par ailleurs le plus souvent des garanties personnelles de la part des repreneurs.

EXEMPLE *Prudence... un jour, nous avons été confrontés au problème d'un propriétaire qui a progressivement cédé son entreprise à son dauphin. Tout se passait très bien, jusqu'au jour où il lui a cédé une tranche faisant passer la part du dauphin dans le capital de 45% à 51%. Tout d'un coup majoritaire, celui-ci imposa sa façon de faire et évinça le fondateur de son affaire, qui malgré un procès en justice, dut se résigner à perdre la totalité du contrôle de son entreprise.*

Vente à des clients ou à des fournisseurs

Nous sommes ici dans une logique d'intégration verticale, qui amène soit les clients à acquérir le producteur des biens qu'ils achètent, soit les fournisseurs à intégrer le client qui achète les biens qu'ils produisent. Il existe plusieurs raisons qui expliquent qu'un client souhaite reprendre un fournisseur. Il peut s'agir d'une volonté de réduire ses coûts et d'augmenter ses marges, ou bien de s'approprier un savoir-faire précis. Parfois le client est contraint d'initier la reprise, par peur de voir disparaître un fournisseur-clé, soit par manque de repreneurs, soit parce que l'un de ses concurrents risque de le racheter et s'accaparer sa production.

Vente à un acteur du même secteur

Des concurrents peuvent être intéressés par une intégration horizontale, qui leur permet d'augmenter leur part de marché, ou de

faire disparaître un concurrent, tout en prenant de court d'autres acteurs qui pourraient devenir des concurrents plus dangereux. Par ailleurs, on observe à ce propos souvent des acteurs étrangers qui souhaitent pénétrer un nouveau marché et qui sont à la recherche d'acteurs locaux pouvant leur faire gagner du temps dans leur expansion régionale ou internationale.

Il n'est pas rare que des repreneurs financiers, tels que des fonds de private equity, s'intéressent à des entreprises dans le cadre de stratégies « buy and build ». Comme le nom le suggère, ces acteurs ont défini un secteur comme stratégique et ont déjà fait l'une ou l'autre acquisition. Ils feront une série d'acquisitions supplémentaires pour créer un réseau international, augmenter et diversifier les revenus, bénéficier d'économies d'échelle, etc.

EXEMPLE *Nous avons ainsi pu vendre une société pour plusieurs millions d'euros alors qu'elle était déficitaire, à la fois en termes de résultat net qu'en termes de résultat d'exploitation (EBITDA). Cette transaction était appuyée par le besoin fondamental de l'acquéreur de trouver une société de ce profil dans un marché européen. L'avantage du Luxembourg d'être situé aux frontières de trois pays permettait à l'acquéreur d'attaquer quatre pays avec sa nouvelle plateforme! Les synergies perçues étaient telles qu'il était prêt à mettre un prix qui, pour un acquéreur normal, aurait tout simplement été impossible à justifier. Ceci montre le poids d'arguments stratégiques pour un acquéreur qui cherche une perle rare. Pour ce même projet, nous avons fait une analyse extrêmement vaste d'acquéreurs potentiels. Nous ne nous sommes pas limités à l'Europe mais au monde entier, et l'acquéreur final était basé dans un continent lointain !*

Maximiser les chances de cibler des candidats prometteurs

Sur base de notre expérience, et comme l'illustre d'ailleurs notre exemple ci-dessus, la meilleure approche est d'organiser un processus structuré impliquant plusieurs acteurs, ce qui permet de comparer plusieurs propositions. Dans ce processus, il faudra trouver le bon équilibre entre maximiser le nombre de contreparties (pour avoir plus de choix dans les interlocuteurs et augmenter la probabilité que le bon s'y trouve) et minimiser le risque de fuite (car plus on a de gens impliqués, plus on augmente aussi le risque que l'un d'entre eux ne respecte pas la confidentialité). La transmission d'une entreprise est un acte intime que de nombreux propriétaires souhaitent garder confidentiel le plus longtemps possible. Ils redoutent la réaction des clients, des fournisseurs, des employés ou des banquiers. Ces craintes sont souvent surestimées, comme le montre cet exemple:

EXEMPLE *Lors de la cession de leur entreprise à un tiers, les propriétaires d'âge avancé étaient extrêmement inquiets des réactions du personnel, lorsque cette cession serait annoncée. Ils firent appel à nous afin d'établir une stratégie de communication comprenant à la fois un discours devant les employés ainsi qu'un communiqué écrit reprenant les principaux éléments de l'opération. Il est rapidement apparu que leurs préoccupations étaient sans fondement : après l'annonce, les employés demandèrent aux propriétaires pourquoi ils avaient mis tant de temps à prendre cette décision et ils leur dirent qu'ils espéraient cette nouvelle depuis longtemps, s'inquiétant pour leur propre avenir. Vous imaginerez facilement le soulagement des propriétaires !*

Déceler les intérêts primaires

Parallèlement à l'identification des repreneurs potentiels, on prépare le « teaser », un document synthétique d'une ou deux pages qui explique dans les grandes lignes l'activité de l'entreprise, en fournissant quelques chiffres-clés et d'autres informations utiles, telles que la raison de la vente. A l'issue de ces deux étapes parallèles, il y a habituellement une ou plusieurs réunions entre le conseiller et le propriétaire pour que celui-ci puisse éliminer des interlocuteurs avec lesquels il ne veut en aucun cas traiter. Ceci peut se produire lorsqu'il craint un manque de confidentialité ou une utilisation abusive des informations mises à disposition. Lors de ces réunions, le teaser est également validé, le cas échéant adapté. Ensuite, le consultant envoie le teaser aux candidats retenus.

Le teaser ne dévoile pas l'identité de l'entreprise et, en principe, ne permet pas de conclure sur son identité. Ceci est un exercice délicat puisque l'on veut donner suffisamment d'informations pour susciter l'intérêt, mais lorsque l'on en donne trop, l'entreprise peut vite être identifiée, surtout si elle est active dans une niche. Un bon conseiller peut toutefois aider à réduire le risque d'une identification immédiate.

Le teaser est accompagné d'un accord de confidentialité que les candidats doivent signer s'ils veulent recevoir plus d'informations, dont l'identité de la société mise en vente. Ici, le consultant doit arbitrer entre des accords de confidentialité à l'américaine, très détaillés, et des accords moins contraignants, qui peuvent être compris et acceptés par un plus grand nombre de contreparties. En pratique, plus on se situe dans le segment des PME, plus ces accords ont tendance à être succincts, alors qu'ils deviennent plus contraignants lorsque la taille de l'entreprise augmente. Il peut également y avoir des différences de contenu, selon que l'on se situe par exemple dans le secteur industriel ou dans le secteur financier, qui requiert souvent une confidentialité plus grande.

Suite à la réception du teaser, les contreparties disposent en règle générale de deux semaines pour déclarer un intérêt de principe. A la date butoir, le conseiller revoit son client pour parcourir avec lui les réponses reçues.

Il est important pour un vendeur d'être soigneux dans son approche dès le départ, et de bien préparer le teaser, comme le montre l'exemple d'une scission d'activité d'une entreprise.

EXEMPLE *L'entreprise avait décidé de scinder une branche d'activité mais avait du mal à en fournir des chiffres cohérents. Lorsque les acquéreurs potentiels sont entrés en phase de due diligence, nous avons constaté que même le chiffre d'affaires, un grandeur basique, était surestimé. Ceci mit les acquéreurs potentiels dans une position de force, et ils se sont vite retranchés derrière l'argument que le vendeur avait habillé trop bien la mariée et que maintenant ils étaient obligés de revoir à la baisse non seulement le montant de leur offre, mais aussi le nombre d'employés qu'ils seraient prêts à reprendre. Etant donné la complexité du*

droit du travail en matière de transfert d'activité (résultant de la transposition en droit national de la directive européenne TUPE - Transfer of Undertaking - Protection of Employment Regulation), ceci a soulevé des questions d'ordre juridique fondamentales chez le client, et a failli mettre en péril toute la transaction.

Confirmer l'intérêt

Lorsque les déclarations d'intérêt sont reçues et que les signatures des accords de confidentialité sont validées, les contreparties reçoivent un prospectus d'information (« Information Memorandum »). Ce document révélera l'identité de l'entreprise et sera beaucoup plus détaillé que le teaser : en règle générale, il comptera entre 20 et 80 pages décrivant la société dans son ensemble.

Les prospectus d'information sont diffusés avec un délai de réponse de l'ordre de 3 à 4 semaines. Il vaut mieux éviter des envois de prospectus avant les vacances longues, notamment en été, et il faut, pour le calcul des délais de réponse, prendre en compte les périodes de congés moyennes telles que Noël et Pâques. Avec l'envoi du prospectus, on sollicite une nouvelle prise de position des parties potentiellement intéressées, dans laquelle ils doivent indiquer la valeur qu'ils sont prêts à payer pour l'entreprise, et un certain nombre d'autres informations. Par exemple, le vendeur s'intéressera au financement de l'opération : est-ce que le repreneur dispose de suffisamment de moyens propres pour effectuer l'opération, ou doit-il emprunter ? Le deuxième cas étant évidemment plus risqué pour le vendeur, puisque le financement pourrait être difficile à obtenir. Une autre information souvent demandée concerne les opérations, le personnel et la marque : le repreneur prévoit-il d'absorber toute la structure en changeant son nom de marque ? Le repreneur est-il prêt à reprendre l'ensemble des effectifs ou n'en souhaite-t-il qu'une partie ? Finalement, on demande souvent quelles sont les étapes restantes à franchir pour conclure l'opération : le repreneur doit-il encore obtenir l'accord de son conseil d'administration ou décide-t-il tout seul ? Le repreneur veut-il conduire une « due diligence » exhaustive ou plus limitée ?

La phase de « due diligence »

Lorsque les réponses des candidats sont obtenues, un deuxième tri se fait. Tout d'abord, il est probable qu'un grand nombre de parties initialement intéressées ne souhaitent pas donner suite. Un certain nombre d'interlocuteurs auront tout simplement été intéressés à en apprendre un peu plus sur la société. A charge du propriétaire et du conseiller de filtrer le mieux possible les candidats sans véritable intérêt à la source, dès le début du processus, en arbitrant au mieux contre le risque d'exclure un acteur qui aurait été prêt à reprendre l'entreprise. Il est probable que le propriétaire alloue des pondérations aux questions posées telles que le prix proposé ou des informations qualitatives. Nous recommandons, dans la mesure du possible, de poursuivre les négociations avec deux à trois interlocuteurs. En effet, il ne faut jamais se mettre à la merci d'un seul interlocuteur, qui serait à ce moment-là en position de force et pourrait abuser de la situation. Il faut savoir que même si cette partie en exclusivité de fait ne saura pas qu'elle est seule, elle le sentira néanmoins lors des négociations. Un vendeur est toujours plus fort lorsqu'il a un interlocuteur réel comme alternative. Et un processus avec plus de trois candidats s'avérera difficile à partir de maintenant, en raison du « management time » requis.

Admettons donc pour l'exemple qu'à la suite du tri des réponses il reste trois candidats dans la course. Ces contreparties auront accès à des informations encore plus détaillées, telles que les états financiers détaillés, les contrats d'emploi (rendus anonymes pour la cause), les liasses fiscales, la pyramide des âges du personnel et ainsi de suite. Ils auront également l'opportunité de rencontrer le propriétaire et le cas échéant le management, qui en principe aura entre-temps été mis au courant. C'est ce qu'on appelle la « due diligence », terme désignant l'ensemble des vérifications qu'un acheteur avisé sera amené à réaliser. C'est comme lorsque l'on achète une voiture d'occasion : on vérifie l'état général, le kilométrage, les carnets d'entretien, etc. Plus la transaction est importante, plus ce processus sera détaillé. Les acheteurs se font souvent assister par des experts (comptables, avocats, fiscalistes, etc.) dans cette partie de l'opération. Pour se préparer à cette étape, les propriétaires sont bien avisés de lire la section « Passer la main - mais dans quel état » en début de cette publication. Mieux ils se seront préparés, plus ils impressionneront les candidats et leurs conseillers, et ceci se reflétera positivement dans le prix final de l'opération.

Il est utile d'éliminer tous les candidats qui n'ont pas un intérêt réel à conclure l'opération avant cette phase, car c'est maintenant qu'on commence à dévoiler beaucoup d'informations : en partageant les marges détaillées par produit, l'ensemble des chiffres-clés, les relations précises avec les clients, le propriétaire s'expose au risque d'espionnage industriel qui est une réalité, comme l'illustre l'exemple qui suit.

EXEMPLE *Un client âgé de plus de 70 ans nous sollicite dans le cadre de la vente de son entreprise. Il nous expliqua qu'il avait déjà identifié le repreneur en la personne d'un partenaire industriel de longue date. Nous avons attiré son attention sur le fait qu'un vendeur a souvent intérêt à discuter avec plus d'une contrepartie, afin d'augmenter ses chances de réaliser une transaction à des conditions satisfaisantes. Le client nous répondit qu'il était sans crainte, car il faisait pleinement confiance à son interlocuteur. Mais il est très vite apparu que le repreneur pressenti n'avait en fait que l'intention d'analyser le business de notre client, dans l'optique de s'établir sur son marché. En effet, une fois son analyse terminée, il informa notre client qu'il souhaitait réduire de façon significative le prix proposé, prétextant avec une parfaite mauvaise foi qu'il avait considéré certains postes du passif du bilan comme des fonds propres lorsqu'il avait déterminé son offre initiale. Et de conclure qu'il était contraint de baisser son offre, car il venait de comprendre que ces postes constituaient de réels passifs effectivement dus à un tiers. Notre client avait perdu un temps précieux, tout en livrant des secrets de sa profession à un partenaire qui était sur le point de devenir son concurrent. Comme il n'était plus jeune, il ne lui restait plus beaucoup de marge de manoeuvre pour trouver un autre repreneur.*

Finaliser la vente

Au bout de la phase de due diligence, on demande aux candidats de faire une offre définitive qui les engage. Cette offre doit contenir de façon ferme tous les éléments requis auparavant. Sur base de ces éléments, le propriétaire pourra prendre une décision. Il n'hésitera pas à négocier avec l'ensemble des parties dans la course pour optimiser les conditions de sa vente.

EXEMPLE *Les Anglais disent « A nearby penny is worth a distant dollar », ou « un tiens vaut mieux que deux tu l'auras ». Nous avons trouvé un acquéreur pour la société d'un client, mais le client n'était pas satisfait des termes proposés. A un moment, il nous a contactés pour nous informer qu'il avait lui-même trouvé un autre acquéreur. Il s'agissait d'un entrepreneur connu qu'il considérait comme son ami, et dont la société venait d'être rachetée par un grand groupe étranger qui lui avait donné mandat de trouver de nouvelles sociétés à acquérir pour développer la présence du groupe dans le marché local. Notre client nous a donc demandé de couper tout contact avec la contrepartie dont il n'appréciait pas les termes de l'offre. Nous étions d'accord avec lui que cette offre n'était pas optimale, et nous nous sommes donc concentrés sur la nouvelle proposition. Au bout de plusieurs semaines de travail et de négociation, nous avons finalement l'opportunité de rencontrer un décideur de la maison mère. Au cours de la réunion, il est vite apparu que l'actionnaire n'était absolument pas prêt à payer le prix que l'ami entrepreneur avait fait miroiter à notre client. Au bout de cette réunion, la conclusion était qu'il n'y aurait pas de transaction avec cette contrepartie. Et la première contrepartie n'était plus d'accord de poursuivre les négociations. Chaque opération a sa propre dynamique.*

Le juste prix ?

Cette question est évidemment fondamentale. Il est légitime que le vendeur soit dûment rémunéré pour la valeur qu'il a créée ; la cession doit également lui procurer suffisamment de moyens pour partir en retraite avec le confort nécessaire, en subvenant à un train de vie en ligne avec ses standards.

Les approches d'évaluation d'entreprises se situent sur un spectre large. D'un côté il y a ceux qui pensent que la valeur résultera tout simplement d'une discussion autour d'un bon verre ou d'un bon repas, en ayant recours, dans le meilleur des cas, à des formules archaïques et inappropriées. De l'autre côté du spectre se situent des financiers chevronnés, qui essaient de déterminer la valeur en appliquant des méthodes complexes. Mais ce ne sera pas un calcul arithmétique, qu'il soit simple ou complexe, qui fournira la valeur juste et parfaitement exacte d'une entreprise. En réalité, ce sera l'équilibre entre l'offre et la demande qui déterminera son prix. Le monde qui nous entoure est dynamique et change en permanence. Et surtout, dans le monde réel il y a une multitude d'acquéreurs potentiels, tous motivés par leur situation propre de payer un certain prix qui diffère de l'un à l'autre, et ces facteurs ne peuvent tout simplement pas être captés par des formules. Et si la loi de l'offre et de la demande va finalement déterminer le prix de cession, il est tout aussi évident qu'une approche théorique pure augmente le risque de léser l'une des parties, soit l'acheteur, soit le vendeur.

Notre expérience nous amène à proposer une approche mixte combinant les méthodes quantitatives (selon une ou plusieurs des méthodes couramment utilisées) comme base de négociation communiquée uniquement au vendeur, qui mettra en concurrence plusieurs acheteurs potentiels. Ainsi le vendeur sera assuré que le prix prendra en compte les principaux éléments déterminants de la valeur de son entreprise, tout en bénéficiant de l'effet « concurrence » et du prix du marché qui s'en dégagera.

EXEMPLE *En discutant d'évaluation avec un propriétaire adepte de la détermination de la valeur « autour d'un verre » et refusant toute approche scientifique, nous lui avons annoncé une fourchette de valeurs que nous considérons réaliste, mais qui lui paraissait trop basse. Il faisait valoir le potentiel d'innovation, son réseau personnel, etc. Bien sûr ceci sont en principe de bons arguments, mais dans ce cas précis ils étaient tous rattachés à sa personne, et lui voulait se retirer des affaires. De surcroît, le bilan de la société était faible en substance, puisque les bénéfices avaient été régulièrement distribués. Mécontent, il est allé voir une grande société d'audit qui lui a fait miroiter une valeur bien supérieure. Mais ceci sont des méthodes d'agent immobilier de bas étage : annoncer une valeur élevée pour récupérer un mandat, et on verra ensuite – on trouvera toujours des explications pourquoi la transaction n'aura pas pu se faire : le marché s'est retourné, un acheteur pressenti a fini par acheter une autre société, etc. Le prospect l'a appris à ses dépens dans l'opération, et il a eu l'honnêteté de l'admettre ultérieurement, en faisant part de ses regrets.*



Un article de la prestigieuse *Harvard Business Review* commente d'une façon insolite l'écart entre les attentes de prix des acheteurs par rapport à celles des vendeurs. Selon une expérience conduite par Promothesh Chatterjee de l'Université du Kansas, les participants invités à vendre leur « coffee mug » (tasse de café) exigeaient en moyenne 2,2x le montant que les autres participants étaient prêts à payer. D'après les chercheurs, nous nous associons avec nos biens, et nous considérons inconsciemment le fait d'en être séparés comme une menace. C'est la raison pour laquelle nous pouvons avoir tendance à demander plus d'argent pour renoncer à un objet (ou une entreprise) qui nous appartient que d'autres sont prêts à payer pour l'acquérir.

Mais il faut être réaliste : l'acheteur doit pouvoir récupérer sa mise dans un délai raisonnable pour lequel il n'existe pas de formule scientifique, mais qui se situe souvent entre quatre et huit ans. Ceci veut dire que les bénéfices distribuables doivent permettre de rembourser le montant payé endéans cette période.

Par ailleurs, la négociation de l'opération doit se voir dans sa globalité, car bien que la valeur monétaire de l'entreprise soit un aspect important du prix, le vendeur veut bien souvent inclure des éléments plus qualitatifs. Ainsi la plupart des entrepreneurs cédant leur société s'attachent à la survie de la marque et à la conservation du bien-être de leur personnel. Parfois, le prix de cession sera inférieur au maximum proposé en contrepartie de l'assurance de conserver les employés ou le lieu du siège social. Ces assurances peuvent aussi jouer sur les modalités du paiement de la transaction, qui peut se faire de manière immédiate ou étalée.

Nous expliquons différentes techniques d'évaluation dans le prochain chapitre.

Techniques d'évaluation d'entreprise

« Price is what you pay, value is what you get » - cette distinction fondamentale entre le prix payé lors de la transaction et la valeur intrinsèque d'une activité se formule le mieux en anglais. Elle est attribuée à Warren Buffet, le célèbre investisseur américain.

Il est en effet très fréquent que les deux diffèrent, et cette différence peut être considérable. En tout état de cause il est judicieux, tant du côté de l'acheteur que de celui du vendeur, de procéder à une évaluation de la société concernée. Après, on peut en tant qu'acheteur payer un peu plus, ou en tant que vendeur accepter un paiement moindre, mais on sait de combien on s'est écarté de la base, et on sait mesurer le sacrifice qu'on fait en échange d'une transaction que l'on a souhaité faire.



Lorsque des clients nous demandent une évaluation, nous appliquons en règle général un ensemble de méthodes, à savoir l'actif net réévalué, la méthode des multiples et la méthode des cash flows ou dividendes actualisés.

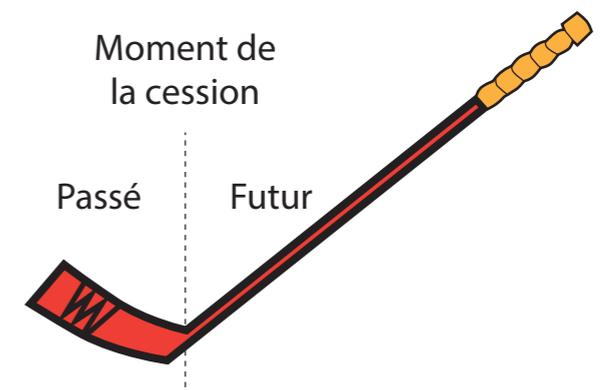
L'actif net réévalué

Cette méthode est la plus simple. Elle se fonde sur la valeur comptable des fonds propres de l'entreprise qui, idéalement, aura fait l'objet d'un audit en bonne et due forme par un réviseur agréé. Cependant, l'expérience montre que même des sociétés auditées peuvent contenir des « cadavres dans les placards ». En effet, si un dirigeant est frauduleux et garde tout simplement des factures d'un fournisseur dans son tiroir plutôt que de les mettre au bilan, l'auditeur aura du mal à en prendre connaissance, et finira le cas échéant par surestimer les fonds propres. Un audit n'est donc pas une garantie absolue. Néanmoins, cette approche fournit le plus souvent une première indication de la valeur-plancher. Il est tout à fait approprié de prendre en compte les plus-values latentes qui ne sont pas comptabilisées, mais qui constituent toutefois des éléments de valeur. Ceci sans oublier de déduire la charge fiscale venant grever les plus-values latentes. De telles plus-values sont fréquemment observées en présence d'immeubles acquis il y a longtemps, qui figurent au bilan au coût historique comme le stipulent les règles comptables, sauf quand celles-ci suivent les principes de « Fair Value », comme c'est le cas, par exemple, pour les normes IFRS¹. En réintégrant la plus-value latente diminuée de l'impact fiscal, nous obtenons une valeur plancher plus équitable, à laquelle il faudra encore rajouter la valeur du fonds de commerce. Or celle-ci pose un problème plus délicat. Le fonds de commerce mesure le potentiel de générer des bénéfices futurs grâce à la réputation de l'entreprise, ses clients, ses projets, sa marque. Mais plutôt que d'estimer ce « goodwill » par des méthodes archaïques, il vaut mieux procéder à une approche « free cash flows » décrite ci-après.

Les free cash flows

Dans cette méthode, on établit d'abord un business plan pluriannuel avant de calculer les dividendes que l'activité pourra générer au profit de son propriétaire.

Ici commence à nouveau tout un art. En tant que professionnels, nous sommes souvent confrontés à des business plans trop optimistes, qui projettent un futur rayonnant, alors que le passé ne montre que des résultats en baisse. C'est comme si on voulait suggérer que tout ira mieux dès la reprise de l'activité par le successeur. Ces business plans sont souvent qualifiés de « hockey stick », telle une crosse de hockey dont la palette incurvée représente le passé en baisse, alors que le bâton long représente le futur glorieux. Lorsque nous conseillons des clients, nous attachons beaucoup d'importance à des business plans



¹ Les *International Financial Reporting Standards* (IFRS) sont des normes comptables élaborées au sein du Bureau des standards comptables internationaux visant à harmoniser la présentation et nomenclature de l'information financière des entreprises. Plus particulièrement destinées aux grandes entreprises et aux entreprises cotées, elles peuvent être adoptées par n'importe quelle entreprise.

réalistes. Lorsque nous conseillons des repreneurs et que nous sommes en face d'un business plan trop optimiste, nous appliquons immédiatement des décotes. Il n'est pas question que nos clients paient pour des bénéfices qui seront le fruit de leur propre mérite.

Les dividendes ainsi estimés sont ensuite actualisés à un taux ajusté du risque, dont la détermination demande à la fois des connaissances théoriques, de l'expérience pratique et un recours à des informations de marché.

Finalement, on ajuste la valeur ainsi déterminée des liquidités excédentaires et d'éventuels actifs à caractère « non-opérationnel », c'est-à-dire des actifs de valeur dont la société pourrait se séparer sans que ceci n'ait d'impact sur les dividendes précités.

Les multiples

Ensuite, il y a les méthodes des multiples, qui correspondent à une approche « one size fits all ». Supposons qu'une entreprise comparable à l'entreprise proposée pour une transmission vaille 10x son bénéfice net, ce prix étant basé sur une transaction récente ou sur une valeur en bourse.

La méthode des multiples stipule alors que l'entreprise proposée à la transmission vaut son bénéfice net fois le multiple de 10. Le caractère « one size fits all » vient donc du fait que l'on applique des multiples d'autres sociétés (qui ne sont jamais comparables à 100%) à la société-cible.

Aussi, lorsque l'on vend une PME, on ne peut que très difficilement appliquer un multiple d'une grande société cotée en bourse, car l'action cotée en bourse est une action minoritaire, alors que l'opération de cession porte souvent sur la majorité, voire l'intégralité du capital, justifiant une prime de contrôle. En revanche, les actions cotées en bourse sont liquides, c'est-à-dire échangeables sans délai, alors que des actions de sociétés non cotées demandent en principe une décote pour compenser le manque de liquidité.

Par ailleurs, il faut appliquer cette méthode sur les bons paramètres de base : certains souhaitent utiliser, par exemple, comme base le chiffre d'affaires. Or celui-ci ne renseigne pas sur les coûts qui viennent le réduire pour dégager le bénéfice net. Imaginons deux sociétés réalisant chacune un chiffre d'affaires de EUR 10.000.000, dont l'une dispose d'une organisation interne très efficace et produit par exemple un bénéfice net de EUR 3.000.000, alors que l'autre est beaucoup moins bien organisée et ne génère qu'un bénéfice de EUR 1.000.000. Il est évident que la valeur de la seconde est largement inférieure à celle de la première, alors que la méthode de calcul appliquée sans autre questionnement aurait suggéré une valeur identique.

Les multiples les plus appropriés sont ceux qui se fondent sur le résultat avant amortissement et charges financières (EBITDA - Earnings Before Interest and Taxes). On observe souvent des multiples entre 6 et 8 avant prise en compte du cash et de la dette finan-

cière. Nous remarquons fréquemment que ces méthodes sont mal appliquées, puisque de nombreux acteurs utilisent les multiples précités sans tenir compte ni du cash ni de la dette. Or une société qui a un EBITDA de EUR 2.000.000 et qui a une réserve en cash de EUR 1.000.000 vaut beaucoup plus qu'une société qui a le même EBITDA et qui, au lieu d'avoir du cash excédentaire, a une dette financière de quelques millions (et donc d'une position cash négative).

EXEMPLE *Imaginons une société dont l'EBITDA s'élève à € 1 million. La société a par ailleurs des liquidités de €200.000 et une dette financière de €500.000. Une analyse de sociétés cotées montre que le multiple EV/EBITDA du secteur varie entre 7,0 et 8,0. Dès lors, la valeur estimée avant ajustements de taille, de liquidité et de contrôle se situe entre €6,7 et 7,7 millions. Ces montants s'obtiennent en multipliant l'EBITDA par les multiples observés, puis d'ajouter les liquidités et de retrancher la dette financière.*

Quand les opinions diffèrent : Prix variable vs. Prix fixe

Il arrive régulièrement que les opinions sur le prix de transaction diffèrent entre le vendeur et l'acheteur. L'acheteur pense que le prix discuté est trop élevé, alors que le vendeur est persuadé que l'activité et le potentiel de sa société le justifient. Lorsque l'intérêt de l'acheteur est suffisamment fort et que c'est uniquement le prix qui empêche la transaction, plutôt que de déclarer forfait et d'abandonner, nous recommandons d'opter pour un prix variable.

La méthodologie est simple : si le business plan du vendeur se réalise, alors l'acheteur doit payer le prix demandé, le cas échéant augmenté d'une petite prime. En revanche, si les prévisions ne se réalisent pas, alors la société est cédée à un prix inférieur aux attentes du vendeur.

Il est évident que ce schéma fonctionne le mieux si le vendeur conserve un droit de regard, et même une implication directe sur la conduite des affaires. Ceci est d'ailleurs assez fréquent, puisque l'acheteur demande souvent que le vendeur reste présent pour gérer la transition.

En pratique, on fixe un prix de base qui est payé en tout état de cause et qui s'élève par exemple à 50 % de l'attente du vendeur. Si les prévisions se réalisent, il est possible, selon des schémas différents, de payer annuellement ou à la fin de la période (qui dépasse rarement les 3 ans) le solde de l'opération.

Impacts fiscaux

« In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes. »

Benjamin Franklin

S'il est impossible d'éviter l'imposition, il est possible de l'optimiser, à condition de prendre ses dispositions à l'avance. Dans ce chapitre, nous donnons un petit aperçu du traitement fiscal de la cession d'une entreprise, en précisant toutefois que tout schéma d'optimisation fiscale nécessitera de faire appel à un spécialiste qui pourra définir la structure la plus adaptée selon le régime fiscal de la société et la situation spécifique de l'entrepreneur.



Imaginons que le cédant détienne depuis de nombreuses années plus de 10 % du capital social d'une société familiale. Supposons par ailleurs qu'il s'agisse d'une société anonyme ou à responsabilité limitée. C'est le profil-type d'une société mise en vente ou faisant l'objet d'une transmission en famille.

Les indications fournies ci-dessous sont purement indicatives. Quel que soit le pays de résidence fiscale de l'entrepreneur, il faudra prendre conseil auprès de spécialistes.

Transmission d'entreprise dans le cadre d'une vente (« transmission à titre onéreux »)

Indépendamment du pourcentage cédé, les plus-values réalisées sur les actions, parts sociales et autres parts donnant droit à une quote-part du bénéfice sont en principe imposables de la façon suivante :

Base imposable : Le prix de la transaction, diminué des frais de l'opération ainsi que du coût d'acquisition.

Tarif d'imposition : Le demi-taux global, tel qu'illustré dans l'exemple théorique ci-dessous.

EXEMPLE *Supposons un revenu imposable de €10.050.000, constitué d'un revenu ordinaire de €50.000 et du revenu net de la vente d'une société de €10.000.000. Admettons pour l'exemple que l'impôt correspondant à €10.500.000 s'élève à €4.000.000 d'après le barème en vigueur. Alors le taux global s'élève à $€4.000.000 / €10.050.000 = 38 \%$, et le demi-taux global s'élève à $38 \% / 2 = 19 \%$. L'impôt grevant le revenu de la vente s'établit dès lors à $€10.000.000 \times 19 \% = €1.900.000$.*

En déviant légèrement de notre exemple, aucun impôt ne serait dû si la participation était inférieure à 10 %. Un tel cas pourrait par exemple se présenter si l'entreprise appartenait à une famille de plus de 10 actionnaires.

Aussi, un actionnaire non-résident ne serait pas imposé sur sa vente, sauf s'il a résidé au Grand-Duché de Luxembourg pendant 15 ans au moins et qu'il a quitté le pays depuis moins de 5 ans au moment de la cession, sous réserve des conventions fiscales applicables.

Transmission dans le cadre d'une donation de succession (« transmission à titre gratuit »)

Dans ce cas de figure, le cédant ne fait pas de plus-value et n'est donc pas imposé. En revanche, le repreneur sera éventuellement imposé lors de la cession ultérieure de ses parts. La plus-value sera alors imposable d'après la valeur et la date auxquelles le cédant les avait initialement acquises.

Autres points à considérer pour réduire la charge fiscale

Au-delà des exemples fournis ci-dessus, il est possible d'optimiser l'imposition à la cession en veillant aux points suivants, dans la mesure où ils s'appliquent à l'entreprise concernée :

Propriété intellectuelle : les revenus nets provenant de l'exploitation des brevets, marques, dessins et modèles, droits d'auteur sur les logiciels ou noms de domaine acquis ou créés après le 31 décembre 2007 peuvent bénéficier d'une exonération d'impôt de 80 %. Cette exonération peut également s'appliquer à la valeur estimée de la réalisation d'un revenu issu de la propriété intellectuelle, si cette dernière a été créée à l'usage de la société. Les plus-values réalisées lors de la cession de la propriété intellectuelle bénéficient également de ce régime fiscal, ce qui devrait inciter toute entreprise à fort caractère de recherche et de propriété intellectuelle d'avoir recours à cet instrument. Cependant, un changement du cadre légal est en cours à la date de publication de ce guide ; il ne faut donc pas tarder pour évaluer les possibilités d'optimisation.

Immeubles : surtout dans le cas d'entreprises familiales créées dans l'après-guerre, on constate régulièrement que des immeubles et terrains acquis à l'époque se retrouvent au bilan à des montants symboliques. En effet, les entreprises familiales comptabilisent en règle générale sous la norme Lux-GAAP, qui ne prévoit pas de réévaluation à la valeur de marché, alors que celle-ci peut être très significativement supérieure. Il est dès lors recommandable de sortir les immeubles du bilan le plus tôt possible, ce qui réduit non seulement l'imposition à la vente, mais aussi élargit en règle générale le cercle d'acheteurs, tout en permettant au vendeur de percevoir des revenus locatifs récurrents à l'issue de la cession.



Value Associates S.A.
Conseil économique
Bureaux: 19, rue Aldringen, L-1118 Luxembourg
www.value.lu

Pour conclure

L'objectif de ce guide pratique aura été atteint s'il a permis au lecteur de se familiariser avec les aspects tant psychologiques que rationnels de la transmission d'entreprises.

Qu'il soit assuré que, confronté aujourd'hui ou demain à la question, les conseillers de Value Associates se tiennent à sa disposition pour lui apporter tout leur soutien professionnel qu'il nécessite pour réussir son projet.

Value Associates est basée au Luxembourg et intervient principalement en Europe, mais aussi sur d'autres continents, dans des transactions portant sur des sociétés dont l'EBITDA se situe entre € 0,75 et 25 millions.

Notre site Internet www.value.lu indique les différentes façons de prendre contact.