

*Opérations de financement d'acquisition d'entreprises
par endettement : Véritable levier de croissance pour
les entreprises Marocaines ?*



Mémoire de fin d'études réalisé par :

- + SENHAJI OMAR
- + BENCHEKROUN ISMAIL

Encadré par : Mr. INASS EL FARISSI

Année universitaire 2008/2009

PLAN

Remerciements

Introduction

~~Partie I : Présentation des opérations de «Buy-Out»~~

Section I : Qu'est ce qui caractérise les opérations de «Buy-Out» ?

I. Définitions et approche historique

1. DÉFINITIONS
2. NAISSANCE ET EVOLUTION DES LBO

II. Typologie des opérations de « Buy-Out »

1. LEVERAGE MANAGEMENT BUY OUT (LMBO/MBO)
2. LEVERAGE MANAGEMENT BUY IN (LMBI/MBI)
3. OPERATIONS HYBRIDES: BIMBO, MEBO, LBU

III. Principes d'un montage LBO

1. L'EFFET DE LEVIER FINANCIER
2. L'EFFET DE LEVIER FISCAL
3. L'EFFET DE LEVIER JURIDIQUE

IV. Principaux acteurs

1. LES INVESTISSEURS EN FONDS PROPRES
2. LES PRETEURS SENIORS ET JUNIORS
3. LES MEZZANERS
4. LE MANAGEMENT DE L'ENTREPRISE

Section II : Justificatifs et facteurs d'échecs et de réussite d'une opération de LBO

I. Justificatifs du recours à une opération LBO

1. LA MODIFICATION DE LA GEOGRAPHIE DU CAPITAL DES ENTREPRISES FAMILIALES

2. STRATEGIE DE DESINVESTISSEMENT DES GRANDS GROUPES

3. UNE TECHNIQUE DE PRIVATISATION

4. UN INSTRUMENT DE SORTIE DE LA BOURSE

II. Facteurs de réussite et risques d'échec

1. LES CONDITIONS DE MISE EN PLACE DE L'OPERATION

2. LES FACTEURS INHERENTS A L'OPERATION DE LBO

3. LE FACTEUR JURIDICO-FISCAL

4. LE FACTEUR FINANCIER

5. FACTEURS PROPRES AU MONTAGE FINANCIER. : ARCHITECTURE ET NIVEAU D'ENDETTEMENT

6. LE FACTEUR MANAGERIAL

~~Partie II : Opérations de LBO au Maroc :~~

Section I : Contraintes et potentiel

I. La requête des fonds propres pour financer la transmission et le développement des entreprises marocaines

1. LA PROBLEMATIQUE DE TRANSMISSION AU MAROC

2. LES LBO POUR LE DEVELOPPEMENT DES PME

II. Une spécialisation croissante des fonds d'investissement au Maroc : un phénomène annonciateur du développement des LBO au Maroc

1. NAISSANCE ET DEVELOPPEMENT DU CAPITAL INVESTISSEMENT AU MAROC

2. TYPES DE CAPITAL INVESTISSEUR

3. ETAT DES LIEUX DE L'INDUSTRIE DU CAPITAL INVESTISSEMENT A FIN 2008

Section II : montage LBO : Opportunités, limites et pistes d'optimisation

I. Un contexte des affaires encourageant

1. UN SECTEUR BANCAIRE EN PLEINE RESTRUCTURATION
2. UN CAPITAL HUMAIN FAVORABLE
3. MOUVEMENT DES GROUPES MAROCAINS VERS LE RECENTRAGE
4. SUPPORT AUX OPERATIONS D'ACQUISITION D'ENTREPRISE

II. Pistes d'optimisation

1. OBJECTIFS ET LIMITES DE L'OPTIMISATION DU MONTAGE JURIDIQUE ET FINANCIER D'UN LBO
2. ALTERNATIVES JURIDIQUES, FINANCIERES ET FISCALES POUR L'OPTIMISATION DES MONTAGE DE LBO

~~Partie III : Examen d'un montage financier LBO~~

I. Les préalables au montage financier

1. *SOURCING DE L'OPERATION*
2. *ANALYSE STRATEGIQUE DE LA CIBLE*
3. *LE DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE*
4. *DIAGNOSTIC FINANCIER DE LA CIBLE*
5. *L'APPROFONDISSEMENT DE L'ANALYSE*
6. *LE CLOSING DU DEAL*

II. Cas pratique

1. *PRESENTATION DE LA SOCIETE CIBLE*
2. *SYNOPTIQUE SECTORIELLE SUR L'ACTIVITE DU TOURISME AU MAROC*
3. *HYPOTHESES DU BUSINESS PLAN*
4. *VALORISATION DE LA SOCIETE CIBLE*
5. *MONTAGE DE L'OPERATION*
 - A. *ARCHITECTURE GLOBALE DE L'OPERATION*
 - B. *DONNEES FINANCIERES DE L'OPERATION*

CONCLUSION

REMERCIEMENTS

On souhaite remercier les personnes suivantes, qui par leur conseil et leur aide nous ont considérablement aidé dans la préparation et la rédaction de ce mémoire de fin des études :

- ✚ M. Inass EL FARISSI : Notre professeur et encadrant ;

- ✚ M. Karim Alaoui Faris : Analyste financier au sein de BMCE Capital Conseil ;

- ✚ M. Mohammed Alaoui : Directeur Général de ATTIJARI-INVEST

INTRODUCTION

« Alors que sa phase d'investissement n'est entamée que depuis un an, North Africa Venture Capital Fund (NAVCF), géré par BMCE Capital invest, filiale de BMCE Bank, a déjà épuisé le tiers de son capital cible de 335 millions de dirhams. En effet, ce fonds précurseur au Maroc des opérations de Leverage Buy Out (rachat d'entreprise avec levier d'endettement) vient de porter son capital à 114 millions de dirhams suite à une nouvelle injection de 53,7 millions de dirhams effectuée par ses actionnaires qui comptent parmi eux de prestigieux institutionnels marocains (RMA Watanya, etc.) et étrangers (la Banque Européenne d'Investissement, la banque française CIC, etc.).

La vie éco 16 novembre 2007

« Le capital investissement semble encore avoir de beaux jours devant lui. La société Mobilia, spécialisée dans la distribution de meubles en kit et d'articles d'intérieur, a fait récemment l'objet d'un LBO (Leveraged Buy Out). Celui-ci consiste en l'acquisition de 100% des actions de Mobilia, via un holding spécialement créé pour l'occasion. Bmce Bank a financé partiellement l'opération, en association avec Capital Invest, qui est, pour rappel, une joint-venture entre BMCE, Siparex et CIC Finance. L'effet de levier a été utilisé, puisque le LBO implique un endettement conséquent. A noter que Capital Invest avait effectué sa première opération LBO en juillet 2007, par l'acquisition majoritaire d'une société dans l'agro-industrie.

Le LBO a bénéficié d'un montage bien ficelé. Il aura permis à l'ensemble des intervenants du projet de tirer profit de la stratégie d'acquisition, qui a été mise en place tout au long de ces dernières années.

Le tour de table de Mobilia a été institutionnalisé, via l'entrée du fonds Capital North Africa Venture (CNAV) dans l'actionnariat. Pour rappel, le fonds CNAV est particulièrement dédié à des opérations minoritaires et des investissements majoritaires dans le cadre de rachat d'actions, effectuées sous forme de LBO. La capacité d'investissement de Capital Invest est de 1 milliard de DH. Elle est représentée par le fonds CNAV ainsi que par Capital Morocco, un autre fonds dédié à des prises de participation minoritaires dans des sociétés à fort potentiel de développement.

L'Economiste 27 juin 2008

Telle est l'actualité qui rythme la sphère financière et le monde des affaires au Maroc.

Depuis la mise en œuvre de l'ajustement structurel, le Royaume du Maroc a connu une double évolution sur :

Le plan économique, à travers la politique d'encouragement des PME ce qui permet :

La mobilisation de l'épargne privée à des fins productives ;

La rationalisation de la production industrielle par la diminution des coûts ;

La lutte contre le chômage, etc.

Le plan juridique à travers :

La réforme du cadre législatif, concernant pour l'essentiel le droit des affaires ;

L'ouverture sur l'extérieur et l'encouragement des investisseurs étrangers.

Ce contexte est favorable au développement des PME, mais se caractérise par l'ouverture sur l'extérieur et expose celles-ci à une vive concurrence. Pour garantir la pérennité de ces PME il est nécessaire (i) d'assurer leur croissance ou (ii) leur transmission dans les meilleures conditions.

Les entreprises peuvent évoluer par croissance interne ou externe. La première implique l'extension des investissements initiaux. Dans le cas de la croissance externe, l'expansion se fait par la recherche de partenariats ou alliances avec d'autres entreprises.

C'est ainsi que le choix entre la croissance interne et la croissance externe amène l'entreprise à choisir entre la création d'entreprises nouvelles et l'acquisition d'entreprises existantes.

Dans les deux cas, l'investissement initial est très élevé. Les coûts d'exploitation par contre, sont plus élevés dans le cas de création d'une entreprise.

Trois raisons sont avancées pour justifier le choix de l'acquisition d'entreprise existante au lieu de créer une nouvelle société :

- Le gain de temps (disposer immédiatement d'un marché, de personnel, etc.) ;

- La réalisation d'économies d'échelle ;

- La réduction des risques liés à l'incertitude caractérisant l'investissement nouveau.

Aussi, le vieillissement de la population des chefs d'entreprise et la conjoncture actuelle qui limite les chances pour une firme d'accroître sa taille critique de façon interne, obligent une croissance externe.

Au Maroc le marché d'acquisition d'entreprise est en pleine évolution : les bouleversement de l'économie, les changements sociaux et la nouvelle perception de l'entreprise sont tous des facteurs favorisant la transmission d'entreprises. L'entreprise perçue comme un patrimoine familial uniquement transmissible, est en train de devenir un produit qui s'achète et se vend.

Dans ce sens nous assistons de plus en plus à des actions telles que (i) la création de services spécialisés en fusions-acquisitions dans les banques traditionnelles, (ii) la constitution de banques d'affaires et (iii) de sociétés de capital investissement.

Le droit marocain régit l'acquisition de fonds de commerce mais pas de contrôle d'une société à l'exception des fusions de sociétés. L'acquisition s'effectue en pratique, de manière plus ou moins complexe, en suivant des modalités juridiques, financières et fiscales spécifiques et très diverses. Nous citons en particulier un exercice récemment né sur le marché marocain à savoir, les opérations de rachat d'entreprise par effet de levier. En effet, cette technique, bien implantée dans l'univers anglo-saxon et bien développée en Europe continentale, a été introduite au Maroc en 2006. Il s'agit là d'une forme de réduction des capitaux propres opérée généralement à l'occasion d'un changement de contrôle.

Un LBO (Leverage Buy Out) peut être défini comme l'achat d'une entreprise saine, financé partiellement par des emprunts, dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique où les dirigeants repreneurs sont associés en partenariat avec des investisseurs financiers spécialisés en vue de réaliser ensemble, une plus-value à moyen terme.

Ce type de transactions peut être étudié sous plusieurs aspects. D'une part, la dimension s'intéressant davantage au système de contrôle et de gouvernance de l'organisation ne doit pas être ignorée. En effet, les LBO sont des mécanismes visant à modifier l'exercice du contrôle et de la prise de décision dans l'entreprise, fondés sur la collaboration intense entre managers et investisseurs. D'autre part, d'un point de vue plus opérationnel, ils impulsent une nouvelle dynamique dans l'entreprise au niveau financier et managérial en améliorant les performances. Tout ceci en partenariat direct avec un acteur central : le capital investisseur.

Les contextes possibles pour un LBO sont variés. Il existe, de plus, différents types d'opérations, notamment selon que les dirigeants repreneurs sont issus de l'intérieur ou de l'extérieur de la société. Le prix et le montant des emprunts d'acquisition (niveau de levier) doivent tenir compte des caractéristiques financières de l'entreprise achetée (« cible »). Dirigeants repreneurs et investisseurs financiers se partagent les rôles lors de la reprise, selon un processus structuré et maîtrisé, puis au cours de la vie de l'opération et ce jusqu'à la revente de l'entreprise à moyen terme (« sortie »).

Au Maroc, le LBO est une méthode encore méconnue du grand public et dont l'intérêt est souvent mal compris par les entrepreneurs. En effet, on compte seulement deux opérations de LBO définitivement closes et quelques unes en pleine gestation.

Néanmoins, le LBO apparaît comme une solution de transmission d'entreprise particulièrement adéquate au contexte de l'économie marocaine, constituée quasi-totalement de PME familiale. Cette conviction submerge les gestionnaires de fonds de capital investissement au Maroc, qui se précipitent pour lever des fonds dédiés à ce genre d'opérations.

Le présent mémoire traitera en premier lieu les principes généraux des opérations à effet de levier puis analysera les facteurs de réussite et d'échec de ces opérations. Enfin, dans le cadre d'investissement spécifique du Royaume du Maroc, nous étudierons les obstacles à la mise en place des opérations de type LBO ainsi que les sources d'optimisation et les alternatives qui existent. Enfin, pour concrétiser les fondements et les facteurs inhérents aux opérations de LBO, nous traiterons en dernière partie un cas pratique d'une opération qui a eu lieu récemment sur une entreprise marocaine.

~~Partie I : Présentation des opérations de «Buy-Out»~~

Section I : Qu'est ce qui caractérise les opérations de «Buy-Out» ?

I) DEFINITIONS ET APPROCHE HISTORIQUE

I.1 Définitions

I.1.1. Définition générale

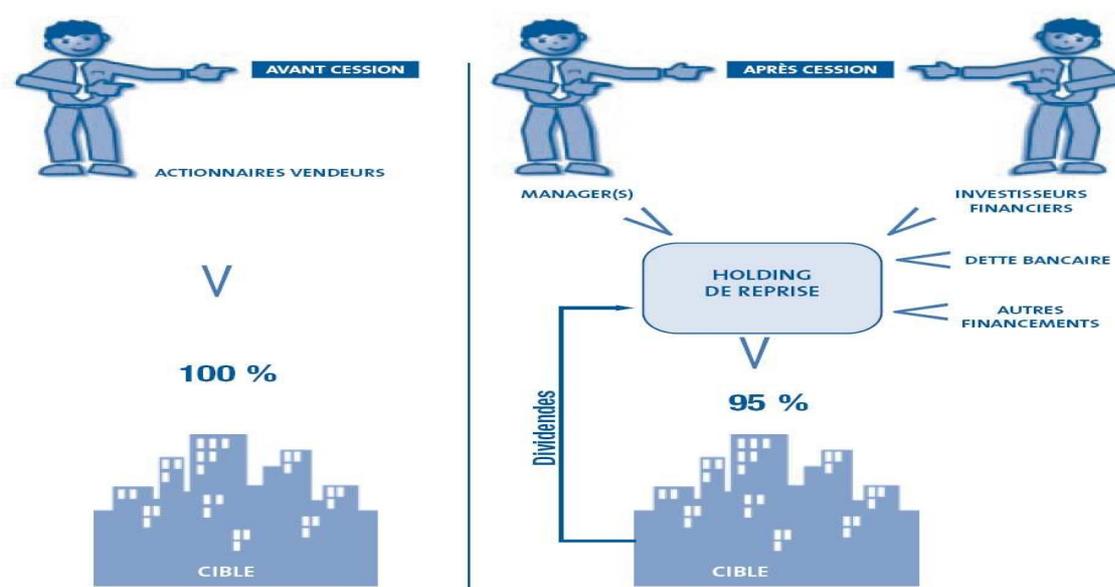
Un LBO est une opération de rachat d'entreprise consistant à financer une part importante du prix d'acquisition par de l'endettement. Une société holding qui s'endette, est spécialement constituée pour acheter une entreprise dite « cible », dont les excédents de trésorerie seront régulièrement remontés au niveau du holding via des dividendes, afin de lui permettre de payer les intérêts de sa dette et de la rembourser.

Le LBO constitue souvent une solution à une succession familiale ou à une cession par un groupe d'une division non stratégique. Elle peut également permettre de sortir une société de la bourse quand celle-ci est mal valorisée ou quand son management et son actionariat ne perçoivent plus l'intérêt de la cotation du fait des importantes contraintes qu'elle fait peser sur la société.

Un LBO est réalisé autour du management actuel ou d'une nouvelle équipe dirigeante et il est financé en capitaux propres par des fonds spécialisés. Le montage repose sur des dettes ayant des priorités différentes de remboursement (dettes senior, junior ou subordonnée, mezzanine) et donc des risques et des rémunérations croissantes. La création de valeur souvent observée à l'occasion d'un LBO ne s'explique pas par l'effet de levier, ni par la déductibilité des frais financiers mais bien davantage par le poids de la dette qui incite fortement les dirigeants à gérer au mieux l'entreprise dont ils deviennent souvent actionnaires à cette occasion. « Pour les dirigeants, c'est le retour au rythme de la classe préparatoire pour quatre à cinq ans » (Verminden- Finance d'entreprises).

Le LBO peut ainsi être défini comme l'achat d'une entreprise, financé partiellement par emprunts, dans le cadre d'un schéma juridique spécifique et fiscalement optimisé où les dirigeants sont associés en partenariat avec des investisseurs professionnels spécialisés.

Schéma général du montage financier



Source : LBO - Guide pratique, AFIC

I.1.2. Définition détaillée

L'achat ...

Une opération de LBO implique en principe un changement du contrôle au niveau de l'entreprise achetée (la cible). Les investisseurs financiers acquièrent la majorité du capital, mais il arrive que les actionnaires vendeurs conservent une participation parfois importante dans le nouveau tour de table. En outre, dans des LBO portant sur des petites sociétés, les investisseurs financiers détiennent souvent une participation qui reste minoritaire aux côtés des dirigeants.

... d'une entreprise saine ...

Le terme LBO est réservé à des opérations d'une certaine taille, portant sur des entreprises industrielles ou commerciales employant de quelques dizaines à plusieurs milliers de personnes, et correspondant à des valeurs d'investissement qui excèdent la solvabilité courante d'investisseurs privés

... financée partiellement par des emprunts ...

Les prêts sont apportés principalement par les banques, qui ont mis en place des équipes spécialisées. Les dossiers de prêts sont traités sur la base d'une analyse économique poussée, visant à maximiser le montant des emprunts par rapport à celui des capitaux propres investis dans l'opération. La structure d'endettement comprend le plus souvent plusieurs tranches, chacune avec des modalités propres de remboursement, ainsi qu'une fraction intermédiaire entre fonds propres et emprunts

... dans le cadre d'un schéma financier, juridique et fiscal spécifique ...

L'achat est réalisé par l'intermédiaire d'une holding de reprise constituée pour les besoins de l'opération, dont l'objet est de porter les titres de la société achetée et des emprunts correspondants. Le remboursement des emprunts est effectué en quelques années, au moyen des dividendes versés par cette société holding.

Les banques prennent en garantie les titres acquis par le holding dont la valeur est très incertaine en cas des difficultés et exercent en contrepartie un contrôle très attentif sur le déroulement de l'opération.

Ce type de montage fait apparaître un effet de levier financier (défini comme le rapport dettes d'acquisition/fonds propres) qui augmente la rentabilité des capitaux investis par les actionnaires.

L'objectif est de faire en sorte que le holding de reprise détienne au moins 95% du capital et des droits de vote de la société achetée, afin de que les frais financiers afférents à la dette d'acquisition soient déductibles du bénéfice imposable de celle-ci, en application du régime de l'intégration fiscale.

...où les dirigeants sont associés à des investisseurs spécialisés ...

Les opérations de LBO sont orchestrées par un ou plusieurs fonds ou sociétés d'investissement, qui interviennent de façon spécialisée sur ce segment d'activité du capital investissement. Sauf dans les opérations de très faible montant, les investisseurs financiers détiennent habituellement la majorité du capital du holding de reprise.

Toutefois, le projet est généralement conçu de façon à ce que les dirigeants de la cible aient, à leur côté, une part significative du capital du holding de reprise après avoir été associés étroitement au montage de l'opération. La participation des dirigeants, à la fois opérationnel et

capitalistique, est une caractéristique essentielle du LBO, car les emprunts mis en place pour le financement d'acquisition sont basés avant tout sur la crédibilité de l'équipe dirigeante et de son business plan. Les investisseurs financiers mettent en elles les diligences permettant de valider le business plan, mais n'ont pas vocation à prendre en charge la direction opérationnelle entreprise, assimilant en principe leur rôle à celui d'actionnaire de référence et de contrôle.

... en vue de réaliser ensemble une plus-value à moyen terme.

L'objectif prioritaire des investisseurs financiers et des dirigeants associés est de réaliser une plus-value à moyen terme lors de la revente de la cible. S'ils réalisent une très belle performance en ligne supérieure aux objectifs, il est habituel que lors de la sortie, les investisseurs financiers rétrocèdent aux dirigeants associés une fraction de leur " super plus-value " .

Grâce aux LBO, les dirigeants ont la possibilité de se constituer un patrimoine personnel pouvant être très important.

I.2 Naissance et évolution des LBO

Le rachat de l'entreprise par effet de levier s'est développé aux Etats-Unis avant d'apparaître en Europe.

Aux Etats-Unis :

Le développement du buy-out aux États-Unis a connu trois grandes périodes. Cette technique, apparue dans les années 1960, n'a connu un développement significatif que dans les années 1980.

L'expansion de ce marché au début des années 80 s'est appuyée sur la modification du comportement des conglomérats nés dans les années 60 et 70 (effets du recentrage sur le coeur d'activité).

Progressivement, l'essor du buy-out a été l'un des éléments d'une évolution plus globale de la gestion des entreprises américaines, fondée sur l'accroissement de la place des institutions financières dans l'actionnariat des entreprises, et du rôle des actionnaires dans les prises de décision au sein de l'entreprise. A ce titre, ce type d'opération introduit l'actionnaire financier au sein du conseil d'administration de l'entreprise. Le rôle de celle-ci s'affirme dans la satisfaction prioritaire des objectifs des investisseurs qui deviennent le moteur et la finalité de l'existence même de l'entreprise. En effet, s'il peut au premier abord sembler naturel de placer la satisfaction des objectifs financiers au sommet de la pyramide, on doit se rendre à l'évidence que les objectifs à long terme de type éthiques, environnementaux et sociaux, que l'on résume sous l'appellation générique de politique de développement durable, sont devenus, ces dernières années de plus en plus prioritaires. On peut, à ce titre, estimer que le LBO est à l'origine des premières applications de la corporate governance.

La restructuration de l'économie américaine, la croissance du nombre d'investisseurs institutionnels et le développement du marché des obligations à haut rendement ont également favorisé le développement de l'activité qui a ainsi atteint un premier sommet entre la fin des années 80, et le début des années 90. Cette période est marquée par un ralentissement de la croissance et la dégradation de la qualité du marché du buy-out. Un tiers des opérations effectuées entre 1986 et 1990 auraient eu, des difficultés à faire face au remboursement de leur dette.

Cette dégradation prend notamment sa source dans les excès des opérateurs et les nombreuses erreurs de montage, essentiellement surendettement, le levier financier étant poussé à son extrême, mais également dans le retournement de la conjoncture économique mondiale.

Enfin, la crise du marché des obligations à haut rendement au début des années 1990 a également fortement affecté ce type d'opérations qui se sont de nouveau développées et ce, de manière ininterrompue.

En Europe :

Le marché européen du buy-out est né au Royaume-Uni dans les années 1980 avant de connaître une forte expansion à partir de la décennie 1990. Le Royaume-Uni pèse, à lui seul, près de la moitié (49%) du montant des fonds investis en Europe et domine toujours le marché.

Le développement s'est effectué, dans ce pays, selon le même modèle qu'aux États-Unis et dans une chronologie identique à celle de la chronologie américaine :

Forte croissance dans les années 1980, favorisée par une première génération d'opérations de privatisations et de restructurations de conglomerats ;

Récession au début des années 1990 ;

Reprise significative à partir du milieu des années 1990 favorisée par une deuxième génération d'opérations de privatisations. Cette période s'achève en 2001, année qui voit une décline significative du nombre et du volume des opérations, jugée toutefois conjoncturelle par la profession.

Sans nier le poids significatif que ces opérations représentent désormais au niveau européen, on constate qu'en 2000, les montants investis en buy-out en Europe sont demeurés cinq fois moins importants que ceux investis outre-Atlantique.

II) Typologies des opérations de « Buy-out »

II.1 Leverage Management Buy Out (LMBO/MBO)

Le LBO (leverage buy out) est une opération d'acquisition partielle ou totale effectuée à l'aide d'une autre société (effet de levier juridique) et avec un financement constitué essentiellement par de l'endettement dont le remboursement est assuré par la société rachetée (effet de levier financier). Le LMBO est un cas particulier de LBO où l'opération est montée par le personnel de la société rachetée. Deux facteurs sont décisifs dans la réussite d'un LMBO: l'équipe dirigeante et la société cible.

II.2 Leverage Management Buy In (LMBI/MBI)

Les LBO/LMBO résultent, la plupart du temps, d'une vente officielle de l'entreprise cible provoquée par un cas de force majeure, (succession, désinvestissement, reclassement d'actionnariat). Ils sont initialisés de l'intérieur par les cadres de l'entreprise qui connaissent parfaitement les conditions de vente et sont capables d'évaluer la société. En revanche, les LMBI ont plutôt tendance à être initiés par les repreneurs alors que l'entreprise n'est pas forcément à vendre. Ils déposent leur offre sans pouvoir obtenir la certitude que le dirigeant sera effectivement vendeur.

Dans tous les cas, la transaction est réalisée dans un esprit qui préserve la pérennité et l'indépendance de l'entreprise, tout en lui apportant les moyens pour un développement fort et un renforcement de sa position économique et sociale dans son environnement. Mais les nouveaux actionnaires cherchent à maximiser la valeur de l'entreprise, l'accent étant mis principalement sur le cash-flow. C'est pourquoi les LMBI nécessitent un équilibre entre deux éléments: une société cible et une association repreneur/investisseur. Cet équilibre vise à minimiser les risques et à garantir le succès de l'opération.

II.3 Opérations hybrides: BIMBO, MEBO, LBU

Le BIMBO (Buy in management Buy-out) est quant à lui une opération hybride à laquelle participe l'équipe dirigeante en place et des managers extérieurs. Parmi les autres variantes, on peut citer encore les « Management and Employees Buy-out » (MEBO) dans lesquels les managers et employés apportent des fonds propres. Ces opérations, rares voir exceptionnelles, à ce titre, constituent des curiosités exotiques dans le contexte fiscal et financier prévalant en France aujourd'hui.

Le LBU (Leverage Build up) est quant à lui né de la constatation que le seul fait financier ne pouvait à lui seul être créateur de valeur. La croissance externe constitue un moyen d'évolution privilégié de la valeur de la société faisant l'objet du LBO. Par la croissance externe, l'entreprise peut ainsi compléter son offre, prendre pied à l'étranger ou tout simplement accéder à une taille plus intéressante stratégique, ou pour un acquéreur externe ou encore pour la bourse. La difficulté principale réside pour les investisseurs ainsi que pour l'équipe dirigeante de ne pas surpayer leurs acquisitions complémentaires. En toute logique, les acquisitions postérieures à l'acquisition de la première société qui constitue de ce fait le pivot du LBU, doivent se faire sur la base de multiples de capitalisation inférieurs.

III) PRINCIPES D'UN MONTAGE LBO

Du point de vue de la théorie financière, du droit des sociétés et de la législation fiscale, la mise en œuvre d'une opération de LBO repose sur un nombre de concepts réduits dont le maniement est complexe. Le LBO repose en premier lieu sur la mécanique de l'effet de levier financier dont la théorie et la pratique sont aujourd'hui largement répandues. Ce type d'opération utilise également la structure juridique du holding pour générer un effet de levier juridique et fiscal.

Dans la sphère financière, le levier est ce phénomène magique qui permet de multiplier sa mise très au-delà de ses apports. L'acquisition des entreprises par effet de levier s'appuie donc sur une succession de levier (financier, juridique, fiscal et social), le but étant de maximiser le rapport de son résultat par rapport à son investissement.

III.1 L'effet de levier financier

Lors d'un LBO, une société est à l'occasion d'une transaction financée en grande partie par un recours à l'emprunt. Par la suite, l'emprunt est remboursé avec les fonds dégagés par la société acquise, ou par la vente de ses actifs. Le principe différera légèrement suivant le pays où l'opération est pratiquée. En France par exemple, où la loi interdit de rembourser une dette

d'acquisition par appréhension directe des actifs de la cible ou par constitution de garantie reposant sur ces actifs, l'origine des seuls remboursements de la dette d'acquisition ne peut être que les cash-flow de la cible. Le développement récent en France des opérations à effet de levier, nous amène à nous intéresser à la mise en place de ces schémas, ainsi qu'à leur rentabilité. Le surcroît de rentabilité d'une opération à effet de levier est apporté par l'endettement.

L'effet de levier, est formalisé dans la relation suivante :

R_{fp} : rentabilité des fonds propres (rentabilité de l'investissement pour l'acheteur) ;

CtDt : coût de la dette. Il s'agit d'un coût net d'impôt, qui, compte tenu de l'économie d'impôt liée au régime mère - fille ou à l'intégration fiscale, est égal à (1- taux d'IS) x taux moyen de la dette ;

R_a : rentabilité de l'actif, hors frais financiers, ce qui correspond au ratio résultat cible/prix d'acquisition dans un schéma de reprise par holding ;

D/FP : rapport dettes/fonds propres, qui matérialise la part plus ou moins importante du financement de l'acquisition en endettement.

$$R_{fp} = R_a + \frac{D}{FP} \times (R_a - C_t D_t)$$

La rentabilité de l'actif est un phénomène indépendant du montage. Elle dépend du prix payé pour acquérir l'entreprise, du pourcentage de détention et des capacités de distribution de la société cible. Le produit **D/FP x (R_a - CtDt)** représente l'effet de levier du montage,

La rentabilité d'une opération à effet de levier se mesure par le taux de rendement interne (TRI) dégagée par l'opération. Ce TRI est généré par le remboursement de la dette d'acquisition par affectation des free cash-flow de la cible d'une part, et par la réalisation d'une plus-value au moment de la cession de la cible par le ou les investisseurs.

Prenons l'exemple de deux entreprises (X, Y) opérant dans le secteur du tourisme et ayant une rentabilité économique similaire de 14%. Le passif de ces deux sociétés se présente comme suit :

	X	Y
Fonds propres	100 000	50 000
Dettes	-----	50 000
Total du passif	100 000	100 000

On va analyser ci-dessous, l'évolution de la rentabilité financière en fonction de l'évolution du coût de la dette. On prendra respectivement un coût moyen de la dette de 10%.

Coût de la dette	10%	
Sociétés	X	Y
Résultat économique (14% de l'actif)	14000	14000
Frais financiers	0	5000
Résultat imposable	14000	9000
Impôt(30%)	4200	2700
Résultat net	9800	6300
Taux de rentabilité financière	9,80%	12,60%

Ainsi, on remarque que l'entreprise endettée a pu réaliser une rentabilité financière supérieure à l'entreprise non endettée. Pour cette dernière, il s'établit à 9,8% tandis que pour l'entreprise endettée, le ROA (Return On Asset) est de 12,6%. D'où, le gain procuré par l'endettement

III.2 L'effet de levier fiscal

Le levier fiscal résulte des moyens mis en œuvre permettant de minimiser le coût d'opportunité fiscale du montage de LBO, en palliant l'existence simultanée d'un déficit fiscal dans la société holding et d'un résultat imposable dans la cible. Le régime fiscal de groupe ou l'intégration fiscale en est un des moyens, dont l'intérêt est l'amélioration financière de l'opération de LBO par l'économie d'impôt substantielle.

L'option pour le régime d'intégration fiscale est soumise à conditions que parfois certains montages ne peuvent satisfaire. Dans ce cas, l'option pour le régime mère-fille est une des solutions alternatives au levier fiscal, en raison de l'économie d'impôt qu'il en résulte.

La mise en place du régime d'intégration fiscale permet au groupe constitué par la société holding et la société cible de bénéficier, sous réserve de respecter certaines conditions, d'une économie d'impôt en faisant diminuer son assiette fiscale du montant des intérêts de la dette d'acquisition. Le mécanisme repose sur l'imputation sur le résultat bénéficiaire et imposable de la cible, les charges financières du holding liées notamment à l'emprunt contracté pour acquérir la cible, ainsi que les frais de fonctionnement éventuels, engendrant un déficit fiscal au niveau du holding. Les charges financières provenant de la dette d'acquisition viennent donc en déduction, pour le calcul de l'impôt du groupe, du résultat avant impôt de la cible. Le holding acquitte alors l'impôt sur les sociétés du groupe qui sera ainsi réduit.

Ce régime, applicable sur simple option aux sociétés soumises à l'impôt sur les sociétés, est ouvert aux entreprises dont le capital est détenu, directement ou indirectement, à 95% au moins par l'intermédiaire de sociétés appartenant au groupe. La condition de détention à 95% doit être permanente pendant toute la durée du régime. Ce régime, applicable sur option, exercée avant le premier exercice au titre duquel elle s'exerce, est valable pour cinq exercices. Cette option est accompagnée de l'accord formel de la cible. Rappelons que le holding et la

cible doivent avoir toutes deux un exercice comptable avec les mêmes dates d'ouverture et de clôture et d'une durée identique de douze mois.

Pour illustrer ce principe d'effet de levier fiscal, on va prendre l'exemple d'un Groupe Fiscal holding qui représente les caractéristiques suivantes :

Un montant de la Dette de 50 pour une durée de 5 ans

Taux d'acquisition= 10%

Résultat Courant Avant Impôt de la cible = 9

Taux IS= 33 1/3 %

Enfin, 100% du résultat Net de la cible est remonté à la holding sous-forme de dividendes

L'objectif est alors de Calculer en régime Mère-Fille et Régime d'intégration fiscale pour évaluer le gain dégagé :

Régime Mère-Fille :

Dans ce cas, l'IS payé par la fille est estimé à 3 ($9 \times 33 \frac{1}{3} \%$), tandis que la maison mère ne paiera pas d'impôt puisque les dividendes qui remontent de la fille à la holding sont totalement exonérés

Les charges fiscalement déductible sont de 5 ($50 \times 10\%$) = 5 ce qui fait que la recette imposable pour la maison mère est de -5. Donc un impôt de 0. Par conséquent, l'impôt payé par le groupe fiscale mère-fille est de 3

Régime de l'intégration Fiscale :

Dans le cas d'intégration fiscale, la fille paiera un IS théorique de 3 ($9 \times 33 \frac{1}{3} \%$). Les charges fiscalement déductibles estimées à 5 ($50 \times 10\%$). Donc l'assiette imposable est de 4. Ainsi, l'IS payé par le groupe est estimé à 1,33 ($4 \times 33 \frac{1}{3} \%$) ce qui fait une économie d'impôt de 1,67

Différence entre le régime Mère-Fille et Intégration Fiscale :

Nous constatons alors que :

Dans le cas du régime Mère-Fille, on aboutit à un résultat net de : 1

Dans le cas du régime d'intégration fiscale, le résultat net est de : 2,67

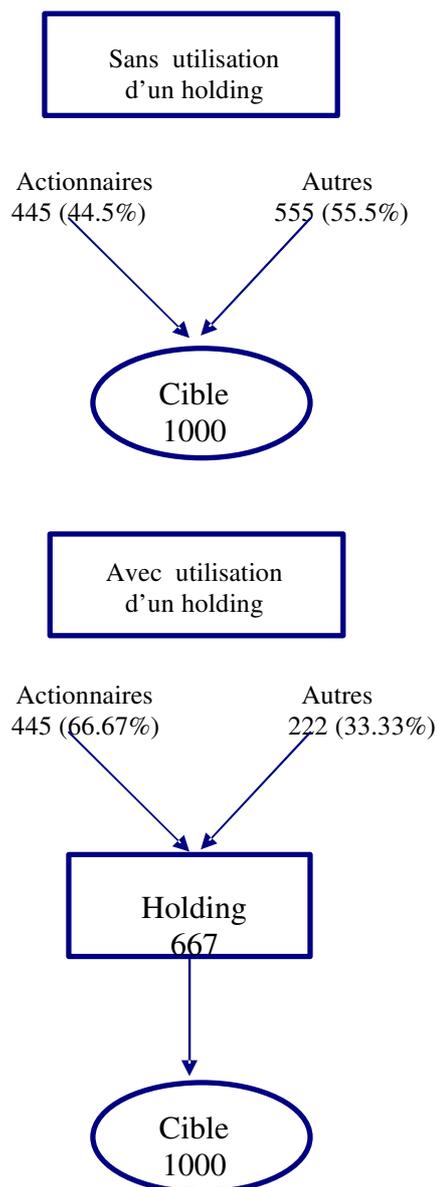
Donc un gain non négligeable de 1,67

D'où l'intérêt d'utiliser ce régime d'intégration fiscale qui dans le cas de remboursement de la dette de façon plus rapide ou de remboursement au même rythme, on peut augmenter les dettes c'est-à-dire s'endetter d'avantage ce qui constitue un atout concurrentiel majeure dans l'acquisition

III.3 L'effet de levier juridique

Le levier juridique consiste à assurer à l'acquéreur le contrôle d'une société sans l'obliger à en détenir la majorité du capital, lui permettant ainsi de limiter son engagement financier. Cet effet de levier est réalisé par la mise en place d'une structure dissociant la géographie du capital de la géographie du pouvoir. Ainsi, ça consiste à démultiplier la puissance de contrôle d'un actionnaire par la mise en place d'une succession de holding, encore appelé holding en cascade.

Prenons l'exemple suivant où l'on cherche à détenir cette fois-ci la majorité absolue (66.67%):



Soit une société anonyme cible, valant 1000; un actionnaire désire en prendre le contrôle (grande majorité 66.67%) avec 445. Si cette opération se réalise directement, l'actionnaire ne détiendra que 44.5% du capital de la cible. Pour atteindre la grande majorité, il pourra utiliser un holding sans même faire appel à l'endettement, comme on l'a démontré dans le schéma ci-dessus.

Le holding qu'il contrôle à 66.67% détient maintenant la grande majorité dans la société cible. L'actionnaire n'a investi que 445, sa participation personnelle est toujours de :

$$66.67\% \times 66.67\% = 44.5\%$$

Sachant qu'avec 445 d'apport en fonds propres, il détient le contrôle d'une société dont la valeur est de 1000, on dira que l'effet de levier juridique est de 1 à 2.2 (1000/445).

IV) PRINCIPAUX ACTEURS D'UNE OPERATION LBO

Le LBO est généralement une opération d'envergure dans laquelle interviennent divers acteurs ayant des objectifs de rendement et de rentabilité différents, mesurables à partir du Taux de Rentabilité Interne (TRI), et plus ou moins averses au risque.

IV.1 Les investisseurs financiers en fonds propres

Avec le développement du marché des LBO, des sociétés de capital investissement ont créé des structures spécialisées dans l'investissement en fonds propres dans des opérations de reprise de sociétés avec effet de levier.

Dans le cadre de ces opérations, ces sociétés ont pour objet de prendre des participations minoritaires ou majoritaires selon leur statut, dans des entreprises, aux côtés des repreneurs. Les modes d'intervention les plus utilisés sont les actions ordinaires (AO) et éventuellement des obligations convertibles (OC).

Le métier des investisseurs financiers : professionnels de l'investissement en capital, consiste à investir des fonds propres dans des entreprises non cotées afin de financer leur création, leur développement, leur rachat. Leur objectif est de réaliser à terme une plus-value par la revente de leur participation. Les structures d'investisseurs financiers les plus souvent rencontrées dans les LBO sont les SCR (société de capital- risque) et les FCPR (Fonds Commun de Placement à Risques), qui regroupent les capitaux confiés par des institutionnels et/ou des personnes privées, et dont la gestion est confiée à une société de gestion chargée d'investir les fonds dans le type de cible choisi.

Certains de ces fonds d'investissement sont rattachés à de grands établissements financiers (banques ou compagnies d'assurances), auquel cas, la levée de fonds est alors plus aisée. Ces établissements participent également par apports de capitaux dans ces structures (allocations de capitaux).

La motivation d'un investisseur en fonds propres est la maximisation du retour sur investissement. Son but est de réaliser une forte plus-value à moyen terme, par la vente des titres qu'il aura acquis. Il va ainsi rechercher le taux de rentabilité interne le plus élevé possible.

IV.2 Les prêteurs séniors

Dans une opération de LBO, le but du repreneur financier est d'acquérir une société par un apport initial de fonds propres limité et par une dette bancaire qui constituera le bras de levier de l'opération. Le système bancaire cherchant à distribuer des crédits, les opérations de LBO constituent donc une opportunité très attractive mais réservée à seulement quelques intervenants du fait de la spécialisation et de l'extrême professionnalisme qu'implique ce type d'opération.

La dette senior se présente sous la forme d'une dette à moyen terme, contractée auprès des banques. Sa durée n'excède généralement pas 7 ans mais peut dans certains cas être conclue partiellement c'est à dire en tranches distinctes pour des durées pouvant aller jusqu'à dix ans. Elle est dite senior dans le sens où elle s'apprécie par la priorité dans son remboursement par rapport aux autres modes de financement (en particulier par rapport à la dette subordonnée).

Les conditions générales de la mise en place de la dette senior sont variables d'une opération à l'autre, mais elles présentent en général : Peu de garanties, un engagement de l'emprunteur à respecter des covenants tels que l'affectation prioritaire des dividendes de la cible au remboursement des intérêts et du principal de la dette

IV.3 Les mezzaners

Il s'agit en fait d'une catégorie de quasi-fonds propres ou de passif, intermédiaire entre les fonds propres et le passif exigible à long terme.

Dans le cadre d'un montage d'une opération de LBO, il existe un certain niveau d'engagement que les banques ne voudront pas dépasser. Ce niveau est délimité par les prévisions de flux financiers distribuables de la cible rachetée.

Ce niveau d'endettement maximum pourra cependant être complété par l'introduction d'un financement mezzanine qui présente l'avantage d'être remboursé après le désintéressement complet des prêteurs seniors en raison de l'existence d'une clause de subordination, et de comporter un droit sur le capital

Les instruments les plus utilisés dans un financement mezzanine sont les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA). D'autres instruments financiers peuvent être employés comme les obligations convertibles en actions (OCA)

On constate d'après ces caractéristiques, que le financement mezzanine comporte des aspects qui s'apparentent à une dette et d'autres aspects qui l'apparentent à des fonds propres ou quasi-fonds propres. Il s'agit bien d'un financement intermédiaire.

En raison de l'existence d'une convention de subordination entre les prêteurs mezzanine et les prêteurs senior, la dette mezzanine n'est remboursée qu'après remboursement intégral de la dette senior. De ce fait, la durée de vie moyenne de ce financement sera plus longue qu'une dette senior (bien souvent, de l'ordre de 8 à 10 ans), les remboursements intervenant généralement sur les deux ou trois dernières années.

Le caractère subordonné de cette dette la rend plus risquée que la dette senior. En contrepartie de ce risque plus élevé, le prêteur mezzanine va exiger une rémunération plus importante que celle obtenue sur la dette senior. S'il est courant qu'un prêteur senior obtienne une marge de 1,5% à 2% au-dessus du coût de ses ressources, les marges accordées sur les financements mezzanine se situent entre 2,5% et 3,5%.

IV.4 Les managers

En charge de la gestion opérationnelle de l'entreprise cible, ces dirigeants sont soit des équipes déjà en place lors de la transaction, soit des managers extérieurs recrutés pour l'occasion par les investisseurs financiers soit un mélange des deux, soit également un dirigeant potentiel, sans ou avec peu de moyens financiers et ayant une cible en vue, qui saisit des investisseurs financiers avec l'intention de s'associer pour la reprise de l'entreprise cible.

Le candidat repreneur idéal a une expérience de direction générale d'au moins 5 ans. Le fait d'avoir été au sein d'un groupe lui permet d'apporter sa dimension managériale : capacité à s'entourer, réflexion stratégique, prévisions réalistes. Il s'agit là de l'effet de levier repreneur susceptible de doper la croissance de l'entreprise. La combinaison d'une expérience de

direction générale et la connaissance du secteur d'activité de l'entreprise étudiée renforce la probabilité de succès.

Sur le plan personnel, les dirigeants, devenus actionnaires, ont, la plupart du temps, investi toute leur épargne et se sont parfois lourdement endettés pour participer financièrement à la reprise. En principe, aucune garantie n'est prise sur les biens personnels des salariés. Cet investissement est exigé par certains financiers qui ainsi, responsabilisent les managers. Leur engagement moral est maximum.

Sur le plan professionnel, ils ont été choisis pour leur qualité de maîtrise de soi et leur aptitude à gérer des situations de crise, à résister à la pression que représente l'endettement de l'opération et enfin à évaluer les besoins futurs de la société. Par ailleurs, l'équipe de direction doit être structurée et ne pas reposer seulement sur les qualités d'un individu.

Les opérations d'acquisition par endettement se faisant de plus en plus nombreuses, il est intéressant d'abord de savoir le motif pour lequel les investisseurs nationaux et étrangers y ont recours. Très prisée par les investisseurs, elles offrent suffisamment de raisons pour se lancer dans une telle opération.

Section II : Justificatifs et facteurs d'échecs et de réussite d'une opération de LBO

Les opérations d'acquisition par endettement se faisant de plus en plus nombreuses, il est intéressant d'abord de savoir le motif pour lequel les investisseurs nationaux et étrangers y ont recours. Très prisée par les investisseurs, elles offrent suffisamment de raisons pour se lancer dans une telle opération.

I. JUSTIFICATIFS DU RECOURS A UNE OPERATION DE LBO

Le recours aux LBO peut s'avérer une solution satisfaisante voire même une nécessité dans plusieurs cas.

I.1 LA MODIFICATION DE LA GEOGRAPHIE DU CAPITAL DES ENTREPRISES FAMILIALES

Compte tenu du rôle moteur joué par les PME/PMI marocaines dans la croissance économique et l'emploi, les questions relatives à leur financement et surtout à leur transmission revêtent une importance toute particulière actuellement. Les transmissions des entreprises familiales (PME/PMI), et qui représentent plus de la moitié des opérations de ce genre, ont trois principales causes :

I.1.1. Règlement d'un problème successoral

Le tissu économique marocain est constitué à hauteur de 98% de PME dont près la moitié ont une structure de l'actionariat familial. Face à cette réalité, plusieurs entreprises familiales connaissent une problématique de transmission.

Les héritiers d'une entreprise familiale exploitée sous forme de société doivent faire face à des sorties de trésorerie parfois importantes, telles que le paiement des droits de succession et éventuellement, le rachat des parts ou actions de ceux qui ne veulent pas rester actionnaires. Or, souvent, ces personnes ne disposent pas des fonds nécessaires et se trouvent confrontées à

un problème de liquidités. Elles doivent alors soit (i) vendre une partie des parts ou des actions reçues, au risque de perdre le contrôle de la société, soit (ii) recourir à l'emprunt, lequel sera remboursé avec le produit des dividendes distribués par la société. Mais si la personne emprunte à titre personnel, elle remboursera l'emprunt avec des sommes qui auront dû supporter l'impôt sur le revenu. L'héritier (ou l'acheteur) va rechercher une formule juridique qui permet:

D'une part de rembourser les emprunts à l'aide de produits qui ne supportent pas de déperdition fiscale ;

D'autre part, éventuellement de réduire les frais financiers des emprunts.

La création d'un holding soumis à l'impôt sur les sociétés permet d'atteindre le premier objectif et parfois, sous certaines conditions, le second. Au holding constitué, sera apporté une fraction des titres de la société et il achètera tout ou partie du solde. Le holding doit pour payer les titres ainsi acquis, soit utiliser les dividendes qui lui seront distribués par la société cible, soit recourir à l'emprunt, dont les échéances seront d'ailleurs acquittées grâce aux dividendes, les deux formules étant d'ailleurs, dans la pratique, souvent combinées.

L'avantage principal du holding, sur le plan financier, est de permettre la transformation d'un capital actions en capital liquidités et cela sans perdre le contrôle de l'entreprise. La création du holding facilite ainsi le rachat des parts et actions de ceux qui ne veulent pas rester dans l'affaire et permet de trouver les fonds nécessaires au paiement des droits de transmission.

I.1.2. La volonté des actionnaires de se retirer

Lorsque les actionnaires majoritaires ont le souhait de concrétiser une plus-value en cédant l'intégralité de leur entreprise, la cession totale s'accompagnant souvent par un départ volontaire de l'ancien dirigeant/fondateur.

Un grand nombre de PME/PMI marocaines se sont créées ou fortement développées sous l'impulsion de leur actionnaire majoritaire dirigeant durant les années 1960-1970. Cette génération d'entrepreneurs marocains arrive aujourd'hui à l'âge de la retraite, et ses dirigeants/ actionnaires qui souhaitent céder leur entreprise, sont tentés par les fonds de LBO comme alternative à la cession au concurrent direct ou à une sortie par la bourse. Cette réaction peut être exacerbée lorsque l'entreprise porte le nom de la famille (Groupe Laraki, Groupe Berrada, etc.), nom qui risque d'être perdu par la cession à un autre industriel.

I.1.3. La volonté d'un désengagement partiel

Il s'agit généralement d'entrepreneurs souhaitant diversifier leur patrimoine. Ils cèdent une partie de leur participation, ce qui leur permet de réaliser une partie de leur patrimoine tout en restant à la tête de leur entreprise. En plus la perspective de vente du reliquat détenu par l'actionnaire dirigeant à moyen terme, rend la cession à un fonds LBO plus attractive à la cession à un industriel.

Il faut préciser que la transmission de PME/PMI qui ne représentait que 38% des cas LBO sur la décennie 1980-1990 a représenté 44,5% environ en 1994 et elle est actuellement à plus de 50% sur toutes les opérations réalisées en Europe. Néanmoins, il convient de considérer que le montant moyen de ces transactions est inférieur à celui des désinvestissements des grands groupes.

I.2 STRATEGIE DE DESINVESTISSEMENT DES GRANDS GROUPES

Les filiales *non core* de grands groupes ont toujours été par nature des cibles privilégiées pour les fonds de LBO. Il est intéressant pour certains grands groupes à céder certaines de leurs filiales pour assurer une liquidité financière (liquidité qui pourra servir ultérieurement pour assurer un plan de développement), voir même pour résoudre des difficultés financières ou des crises de liquidité.

Comme l'atteste l'activité économique récente au Maroc ou en Europe, les LBO constituent un vecteur important de restructuration dans les grands groupes industriels et commerciaux. Ces derniers, trouvent grâce aux LBO des solutions à certains de leurs problèmes :

Suite à des déconvenues financières : (besoin provenant de la maison mère) ou échec industriel ou commercial (échec d'une diversification), le groupe opérera un recentrage en cédant ses actifs non stratégiques ;

Cession d'entreprises non rentables : ou insuffisamment rentables selon les normes définies par la maison mère, ce qui en fait des cibles difficiles ;

Ainsi, peut-on citer parmi les opérations les plus significatives en Europe :

Lafarge : Matéris

Carrefour : Picard

Vivendi Universal : Nexcity, Générale de Santé, VUP

GrandVision : Photo Service

Accor : Courtepaille

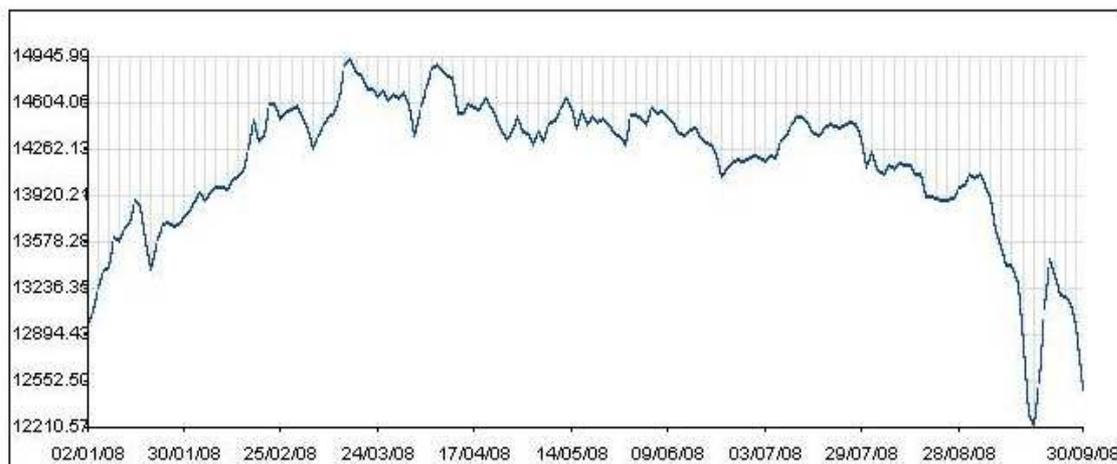
I.3 UN INSTRUMENT DE SORTIE DE LA BOURSE

La contraction et la volatilité actuelle du marché actions rendent beaucoup plus complexe la cession par introduction en bourse, solution souvent partielle, car il est difficile de céder ainsi 100% du capital.

Ce type d'opérations se nourrit des déceptions face aux performances des sociétés cotées, en particulier pour les sociétés de taille petite et moyenne, boudées par les investisseurs. La chute des valorisations boursières est clairement un élément favorisant les LBO.

Actuellement au Maroc, le marché financier marocain connaît une tendance baissière, ce qui rend toute opération d'introduction en bourse particulièrement difficile et devrait davantage pousser les dirigeants à opter plutôt à des opérations de placements privés, type LBO.

L'évolution de l'indice "MASI" du 01/01/2008 au 30/09/2008 :



Source : Bourse des Valeurs de Casablanca

I.4 UNE TECHNIQUE DE PRIVATISATION

Le recours aux LBO peut se justifier également lors des opérations de privatisation, surtout lorsque la valeur de la transaction est très importante pour être financée par des fonds propres. La technique peut également faciliter la reprise d'une entreprise précédemment publique, par ses salariés (MBO). Souvent, les deux techniques sont jumelées lors des opérations de privatisation, où l'on remarque qu'elles font intervenir à la fois des financiers externes ainsi que les salariés de l'entreprise.

Ainsi peut-on signaler en 1993 la reprise de Céramiques et Composites (filiale de Rhône Poulenc) par ses salariés et donc la privatisation de l'activité. En mars 1994, Servair (filiale à 60% d'Air France et à 40% d'Aéroports de Paris) a cédé Saresco (distribution de Duty Free en Aéroport pour 365 millions de francs).

II. FACTEURS DE REUSSITE ET RISQUES D'ECHEC CORRELATIFS DES OPERATIONS A EFFET DE LEVIER

Les entreprises acquises selon un procédé d'effet de levier sont généralement mises en pression de façon importante. Vernimmen définit le LBO comme une diminution de fonds propres de l'entreprise. En effet, monter un LBO revient à détruire les fonds propres ou du moins une partie des fonds propres de l'entreprise cible et à les remplacer par des prêts : c'est donc créer une situation d'endettement sans raison économique fondamentale. La multiplicité des intervenants et l'aggravation du stress que génère le surendettement occasionné par la mise en place de la dette d'acquisition génère des potentialités de conflits d'intérêt qui doivent impérativement être traités dès la genèse de l'opération, et donc, dans le cadre du processus d'acquisition et de mise en place, qui, de fait, constitue essentiellement un processus de négociation.

Au-delà du levier financier, le LBO utilise la totalité des effets de leviers possibles : juridique, fiscal, social. Chaque recherche d'optimisation comporte évidemment un risque de rupture ou «d'excès d'habileté». La plupart des études et des articles mettent systématiquement en avant ce type de risque. Sans vouloir aucunement les minimiser ou les réduire à des risques accessoires, nous aurons tendance à estimer que ces risques ne sont réellement préoccupants

que dans la mesure où ils génèrent des risques financiers qui se rajoutent au risque économique.

La notion de réussite ou d'échecs des opérations se mesure traditionnellement par la mesure du TRI. Cette appréciation doit faire l'objet d'une mesure en fonction de l'acteur qui intervient dans l'opération à son niveau. Nous constaterons alors que le niveau de risque, c'est-à-dire l'espérance de succès ou de revers est bien également hiérarchisé tant en ce qui concerne sa probabilité d'occurrence qu'en ce qui concerne son niveau d'exposition. Si le sort d'une opération est largement réglé au moment de sa mise en place, c'est-à-dire de sa négociation, il apparaît que la capacité des intervenants à détecter et assumer une crise conditionne leur capacité à conduire une négociation intelligente et efficace. La crise révèle effectivement les divergences d'intérêt au grand jour. Il peut s'avérer parfois plus délicat de rapprocher les intérêts d'acteurs qui tentent de sauver ce qu'ils peuvent, d'acteurs qui initient une opération et sont dans un état d'esprit de répartition de gains potentiels. En ce sens, on peut dire que les montages à effet de levier constituent des catalyseurs et des « laboratoires de culture » des conflits d'agence.

II.1 LES CONDITIONS DE MISE EN PLACE DE L'OPERATION

II.1.1. L'environnement économique

Il est de coutume de penser que les LBO connaissent un risque accru en période de basse conjoncture et inversement. La corrélation entre les données macro-économiques et la bonne ou la mauvaise tenue des opérations n'apparaît pas si évidente que cela. En revanche, le LBO influence directement la conduite de la politique d'investissement ainsi que la gestion opérationnelle des sociétés reprises.

II.1.2. L'impact du facteur industriel sur la politique d'investissements et la gestion des sociétés acquises

L'acquisition de l'entreprise par effet de levier est un important générateur de stress à tous les niveaux de la firme. La réduction des fonds propres opérée par la nature même du montage tend à focaliser l'optimisation de l'ensemble des ressources vers le remboursement de la dette d'acquisition. En ce sens donc, ce type de montage provoque généralement une rupture positive dans la structure de l'organisation et dans les relations contractuelles de la firme entre dirigeants et apporteurs de ressources.

Il est généralement admis que les firmes reprises en LBO, paradoxalement, « surperforment » leurs consœurs non reprises et donc non endettées. De nombreuses études ont démontré cet état de fait aux Etats-Unis. Les études empiriques réalisées en France par **Desbrieres** et **Schatt** montrent que la situation est inverse. On constate en effet qu'après l'opération, les investissements réalisés par les firmes reprises en LBO sont plus importants que ceux réalisés par les sociétés du même secteur d'activité. En effet, la plupart des opérations en France et au Maroc sont le fait de transmissions familiales tandis qu'aux Etats-Unis, l'essentiel provient des restructurations des groupes.

Le comportement d'investissements des groupes familiaux en voie de cession est naturellement plus malthusien que dans le cas des filiales ou divisions de groupes. Il semblerait donc, au regard des statistiques que les firmes indépendantes ont un taux de vieillissement de leurs actifs d'exploitation supérieur à celui des sociétés détachées de groupe. Au-delà de l'effet de rattrapage induit par le comportement des cédants antérieurement à la reprise, l'ensemble des caractéristiques des sociétés reprises se détériore du fait de la

destruction des réseaux strictement attachés à l'histoire et à la personnalité du chef d'entreprise, de la modification des relations interpersonnelles au sein de la firme elle-même.

Ces conclusions illustrent particulièrement le fait que le profit d'un LBO se fait, avant tout, en direction des vendeurs, et ce, d'autant plus que l'opération cédée est indépendante et à actionnariat familial. Nous serions tentés dans une première approche de faire un parallèle entre cette caractéristique et la multiplication des opérations de petite taille, où les cédants restent au capital de l'entreprise acquise. On peut, dans ce cas, escompter une réussite supérieure dans la mesure où l'opération fait l'économie des transferts de capital immatériel humain tout en bénéficiant de l'effet d'accélération propre au stress généré par l'endettement, celui-ci conduisant à la traque et à l'extermination des poches de sous-crédation de valeur.

II.2 LES FACTEURS INHERENTS A L'OPERATION

II.2.1. La réussite de la négociation, facteur déterminant de la suite du LBO

Lors d'une transaction de LBO, il n'y a pas une mais plusieurs négociations, parfois successives, le plus souvent en parallèle. La transaction implique au moins quatre acteurs distincts, les objectifs de chacun étant différents :

Le vendeur, qui recherche l'optimisation du prix dans des conditions de garantie minimales ;

L'acheteur et ses banquiers qui négocient les termes du financement et les conditions du partenariat ;

Le management de la cible qui doit s'assurer des conditions de son intéressement et du niveau de contrôle de la part de l'investisseur financier, tout en participant activement à l'ensemble des négociations, et ;

Les concurrents de l'acheteur.

La vente peut être structurée autour soit d'une enchère ouverte (« open bid »), soit d'une enchère sélective (« closed bid »), ou encore au gré à gré. Chaque option offre des avantages et des inconvénients, mais les conditions de la réussite de la négociation sont : une forte implication du management, un business plan fiable et un processus sur-mesure et non standardisé.

Le management de l'entreprise peut se trouver en porte-à-faux avec l'actionnaire historique, c'est-à-dire le vendeur s'il n'est pas consulté dans le processus.

La négociation a généralement lieu en trois étapes, souvent menées en parallèle :

La première étape consiste bien entendu à ce que le vendeur soit convaincu par les propositions du fonds. La connaissance du secteur par le fonds est primordiale, ainsi que sa notoriété, et la confiance qu'il est en mesure d'inspirer généralement aux vendeurs. Dans une phase ultérieure, les propositions visant à intégrer le vendeur dans la nouvelle opération constituent souvent des gages de crédibilité et de continuité ;

La deuxième étape consiste à séduire et à convaincre le management. L'investissement peut, en effet, être comparé à un mariage d'une durée d'au moins cinq ans. Il est donc fondamental que les investisseurs financiers et le management se retrouvent autour d'un même projet industriel garantissant l'autonomie du management dans la conduite du plan d'action pour le réaliser ;

La finalité de toute négociation de ce type revient à décourager les concurrents industriels et financiers. C'est là qu'intervient le savoir-faire et le tour de main du fonds d'investissement qui devra être en mesure de construire certaines solutions innovantes

facilitant le bouclage de l'opération, tant sur le plan du financement que sur le plan de la conduite du projet industriel, et parfois des clauses de sortie particulièrement attractives pour les managers.

Un point très fort et souvent argumenté par les financiers est celui qui consiste, par rapport aux cessions industrielles, à se rapprocher au plus des intérêts du management, dans le sens où celui-ci est souvent un actionnaire sortant majoritaire. Il lui est alors proposé de réaliser et de garder l'essentiel du montant de la cession, en réinvestissant une toute petite partie dans le montage, lui permettant de jouer l'effet de cliquet en désensibilisant son risque patrimonial, et en lui permettant de gagner également au second tour en étant associé aux objectifs des investisseurs financiers.

II.3 LE FACTEUR JURIDICO-FISCAL

Les opérations de LBO ne doivent pas leur réussite qu'au seul levier financier. Lors de la mise en place de la structure d'acquisition de la cible, le facteur juridico-fiscal peut s'avérer particulièrement important puisqu'il peut contraindre ou limiter l'optimisation du montage de certaines opérations.

II.3.1. Les enjeux : un facteur d'optimisation financière du LBO

L'objet d'un LBO est de financer l'acquisition de la cible, essentiellement au moyen des dividendes versés par celle-ci en franchise d'impôt dans le cadre du régime mère fille, ou grâce à la déduction fiscale des frais financiers du holding liés à la dette d'acquisition, imputables sur le bénéfice de la cible dans le cadre du régime d'intégration fiscale. Ces deux principaux régimes fiscaux, applicables alternativement aux opérations de LBO, permettent de minimiser le coût d'opportunité fiscal du montage de l'opération par le gain d'impôt qu'ils procurent. Lorsque les conditions pour bénéficier le régime de groupe ne peuvent être réunies, le recours à la fusion de la cible et du holding permet de contourner les contraintes posées par le régime d'intégration fiscale en terme de seuil de participation, de neutralisation des transactions internes ou de réintégration des charges financières. La fusion contribue à l'optimisation financière des montages de LBO en permettant au repreneur de financer l'acquisition, non pas au moyen des bénéfices libérés d'impôts, mais en accédant directement à l'ensemble des ressources financières de la société cible, indépendamment même de la réalisation des profits distribuables. La fusion entre la cible et le holding permet l'affectation de la totalité des *cash-flows* disponibles de la cible, au lieu de son seul bénéfice distribuable, à la rémunération et au remboursement des emprunts souscrits par le holding de contrôle. La fusion permet donc au montage de LBO d'assumer un niveau d'endettement plus élevé et avantage le plan de financement en supprimant le décalage moyen d'un an entre la distribution du dividende et la réalisation du *cash-flow*. La fusion règle avantageusement les problèmes inhérents à l'existence de déficits fiscaux du holding car elle peut permettre, par exemple de garantir le prêt d'acquisition par les actifs de la nouvelle entité ou d'utiliser la trésorerie de la nouvelle entité pour remboursement du prêt senior. Cette solution, largement répandue dans les pays anglo-saxons, n'est pas exempte de risques juridiques en France, notamment lorsque cette technique est appliquée aussitôt après le montage du rachat.

II.3.2. Une optimisation financière limitée par les risques

Du fait qu'elle pose un certain nombre de problèmes vis-à-vis des actionnaires minoritaires et autres obligataires ou détenteurs de dividendes prioritaires, la fusion entre la cible et le holding est une opération risquée, tenant essentiellement au fait qu'elle a lieu avant le remboursement complet de la dette contractée par le holding.

Afin de favoriser la convergence des intérêts des minoritaires de la cible avec des majoritaires, les auteurs (A. Couret et D. Martin) ont préconisé d'inverser le sens de la fusion. La fusion à l'envers du holding par la cible n'en demeure pas moins risquée dans la mesure où l'opération qui consiste pour une société prospère à absorber une société endettée peut tomber sous le coup de l'acte anormal de gestion sanctionné par la loi, notamment si elle contrevient à l'article L. 225-216 du Code de commerce ou si elle est guidée davantage par l'intérêt des actionnaires majoritaires que par l'intérêt des sociétés elles-mêmes. A priori judicieux, le montage peut devenir aussi suspect sous le coup de l'abus de droit si la réalité de l'opération vise à atteindre un but économique. L'opération deviendra alors inopposable au fisc qui sera fondé à réintégrer les charges financières initialement déduites par la société holding.

De plus, ce type de fusion peut être assimilé à une modification de l'objet social ou comme une distribution d'actifs frappant la solution d'une fiscalité dissuasive et risquant de réduire fortement le TRI, et de le rendre éventuellement négatif ou d'empêcher l'organisation de la circulation des flux au sein du montage

Au-delà des risques juridiques et fiscaux du montage, des risques de nature financière pèsent également sur l'opération, dans la mesure où, d'une part, s'il existe des actionnaires minoritaires dans le capital de la cible, le rapport d'échange lors de la fusion risque de diluer fortement le niveau de participation des leaders du LBO, actionnaires majoritaires du holding, et d'autre part, les prêteurs, créanciers d'une cible dont l'actif supporte un risque économique et financier plus élevé, peuvent, en voyant leurs intérêts compromis par l'opération, demander un remboursement immédiat de leurs créances ou exiger de nouvelles garanties.

La maîtrise de la problématique fiscale ne peut donc être ignorée et il serait fort préjudiciable à tout montage d'opération LBO d'aborder cet aspect de façon ni rigoureuse, ni professionnelle. Elle ne doit pas non plus être exagérée et si le contentieux est rare, c'est bien parce que la performance des avocats conseils et la sensibilisation des équipes de LBO permettent d'éviter l'essentiel des problèmes susceptibles d'être posés dès la genèse de l'opération. Elle ne doit cependant pas faire oublier que la réussite d'un LBO dépend, avant tout, des conditions financières de celui-ci. Les montages cherchant à utiliser un levier essentiellement fiscal ont fait l'objet d'aménagements légaux limitant leur utilisation. « L'amendement de Charasse » est un exemple de cette limitation réglementaire. Mais, comme nous le verrons, l'intérêt financier prime toujours et une construction fiscalement peu optimisée est toujours souhaitable si celle-ci permet la mise en oeuvre d'une solution financièrement plus performante.

II.4 LE FACTEUR FINANCIER

Les risques majeurs se situent au niveau des conditions financières de base du montage de reprise, à savoir: le prix de la transaction et l'effet de levier d'endettement. D'où la difficulté, voire l'impossibilité, de boucler un LMBO/LMBI lorsqu'il y a surenchère au niveau de la transaction, par exemple lorsqu'il y a concurrence avec un investisseur prêt à y mettre le prix. Le principal reproche fait aux opérations à effet de levier, est qu'elles affaiblissent l'entreprise rachetée et ne la préparent pas à affronter le marché une fois sortie du LBO puisque toutes les ressources sont allouées au paiement de la dette. Sans vouloir généraliser, on admettra que cette réflexion est en partie fautive. Les quelques exemples d'échecs de LBO connus ne sont pas dus à un affaiblissement de l'entreprise lié à son surendettement. En effet, les principales causes d'échec sont des causes de survalorisation, de mauvaise appréciation de l'évolution du marché et de la position de l'entreprise. Celle-ci doit, de façon impérative, tenir compte de deux composantes : le service de la dette et les investissements pour la mise à jour de l'outil industriel et l'accroissement de la capacité de production. Cette contrainte posée, il peut

sembler évident d'approcher la valorisation de la cible de l'opération par la méthode des DCF (Discounted Cash-flow ou flux de trésorerie nets actualisés). L'approche de la valorisation des cibles doit cependant être distinguée selon que l'entreprise fait l'objet d'une cotation boursière ou non. Il convient donc d'examiner la validité des principales méthodes usitées en opérant une distinction selon le statut de cotation de la cible.

II.4.1. Valeur et méthodes de détermination du prix de la cible

Etape incontournable du processus d'acquisition, la valorisation d'une société est une opération complexe en raison de la pluralité des éléments qui entrent en compte. La valorisation d'une société va au-delà des pures considérations financières que représentent ses bilans et comptes de résultat. Les comptes prévisionnels, la potentialité du marché, le profil de l'équipe, la phase de développement de l'entreprise, les entraves au développement, les barrières à l'entrée du marché, les facteurs clés de succès, sont autant de facteurs plus qualitatifs que quantitatifs qui influencent de façon non négligeable la valorisation finale de la société.

On peut ainsi parler de pluralité de techniques de valorisation, dans la mesure où deux sociétés ayant pourtant un profil très proche, ne bénéficieront jamais de la même évaluation. Les professionnels utilisent cependant un certain nombre de méthodes et modèles que l'on retrouvera de façon plus ou moins prépondérante dans toute évaluation d'entreprise. Ainsi, les difficultés dans la problématique de valorisation d'entreprises résident moins dans l'application de la méthode mais dans le choix de celle-ci, dans la mesure où chaque méthode est adaptée à un certain profil d'entreprises. Ainsi la détermination de la valeur de l'entreprise ne doit pas résulter de sa capacité à supporter des charges financières mais d'une analyse stratégique : c'est le plan de financement de la société cible qui doit conditionner celui du holding et non l'inverse.

Il est donc important que la valeur d'une affaire soit compatible avec le financement de son acquisition. Il ne faut cependant pas oublier que le montage et la détermination des niveaux de dettes et de fonds propres requis ne constituent pas des fondements de la valeur mais en sont les conséquences. La valeur d'une entreprise ne dépend pas de l'appétence des banques ou de la capacité d'un investisseur à mettre à disposition une part plus ou moins importante de ses fonds propres. L'inversion du raisonnement est toujours source de graves erreurs, tant dans le sens de la majoration, que dans celui de la minoration de la valeur de la cible. Ce travers constitue évidemment un obstacle à la réussite de l'opération, d'autant plus que le biais du raisonnement peut tout simplement faire avorter la négociation du prix.

II.4.2. Objectifs de la valorisation et les deux principales approches

Valoriser une société c'est calculer la valeur financière d'une entreprise en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société. L'objectif de la valorisation n'est pas unidimensionnel et la technique de valorisation privilégiée par l'analyste évaluateur différera suivant les objectifs assignés à la mission d'évaluation. On distingue, en effet, la valorisation de type « patrimoniale » commanditée par le chef d'entreprise pour évaluer son patrimoine à un instant T, de la valorisation d'une cible en vue d'une opération de fusion-acquisition ; ou encore de la valorisation d'une entreprise cotée dans le cadre d'une opération de marché.

En dépit de cette pluralité d'objectifs, une constante se dégage. Quelle que soit la phase de développement, le secteur, le potentiel de croissance de la société, la valorisation doit permettre d'évaluer financièrement la somme que devrait verser une personne physique ou

morale pour acquérir 100% du capital de la société. C'est après, une fois réalisée la valorisation de 100% du capital, que l'on ajustera le prix en fonction de l'objectif et des modalités (acquisition d'un bloc de titres offrant une minorité de blocage, cession de parts représentant la majorité des droits de vote, etc.). Il y aurait donc une valeur ou plutôt une zone de valeur objective mais plusieurs prix possibles. C'est en ce sens que les moyennes de méthodes de valorisation constituent des hérésies, consacrant la mauvaise adéquation des méthodes retenues, toutes les méthodes choisies devant être appropriées et converger vers une zone de valeur centrale (qui n'est pas la moyenne arithmétique des méthodes).

Dans la pratique, on distingue deux principales approches, qui permettent d'évaluer une société. Chaque approche est plus ou moins utilisée par les professionnels et plus ou moins influente sur la valorisation finale en fonction du secteur et de la taille de la société. On distingue l'approche actuarielle, qui valorise la société à partir de sa capacité à générer des flux de revenus récurrents (*cash-flows*, dividendes, etc.), et l'approche comparative, qui valorise une société à partir de données sur des sociétés présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, données financières de concurrents, etc.).

i) Approches actuarielles intrinsèques.

On parle d'approche intrinsèque par opposition aux approches analogiques. Les approches intrinsèques s'attachent aux fondamentaux de l'entreprise indépendamment de la valorisation des entreprises cotées qui pourraient être comparables. Les approches intrinsèques sont également appelées approches dynamiques dans la mesure où elles reposent sur des anticipations et des prévisions. Il s'agit de déterminer la valeur de l'entreprise en fonction de la rentabilité et des flux qu'elle est susceptible de générer dans l'avenir.

On distingue les approches intrinsèques fondées sur l'actualisation des flux économiques (DCF ou *discounted cash-flow*) et les méthodes d'évaluation intrinsèques fondées sur l'actualisation des profits économiques (EVA/MVA- *Economic value added & Market value added*). Ces méthodes se sont aujourd'hui complètement généralisées et sont universellement employées par l'ensemble des acteurs de « l'industrie du levier ». Les résultats de ces évaluations sont néanmoins très souvent sujets à caution du fait des conditions de leur mise en œuvre et de la superficialité des analyses qui les sous tendent.

Les premières sources d'erreurs apparaissent lors de la phase de construction du plan d'affaires prévisionnel. Ceux-ci s'avèrent généralement trop optimistes. Les erreurs dans l'élaboration du business plan se traduisent généralement par une absence de cohérence entre les perspectives de développement de l'activité de l'entreprise et les perspectives de développement du secteur lui-même ou entre la croissance du chiffre d'affaires et le montant des investissements nécessaires à la constitution de l'actif économique.

Le taux d'actualisation doit également être cohérent avec la nature des flux pris en compte dans la démarche de valorisation de la cible. En effet, les flux de fonds, dans la mesure où ils sont destinés à rémunérer l'ensemble des pourvoyeurs de fonds seront actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés. En revanche, un calcul tenant uniquement compte du résultat net c'est à dire un flux uniquement destiné à la rémunération de l'actionnaire devra être actualisé quant à lui au coût d'exigence de rentabilité de l'actionnaire. La détermination aléatoire du taux d'actualisation et des modalités de calcul de la valeur terminale font également partie des erreurs et approximations couramment rencontrées.

ii) Approches comparables

Ces approches sont utilisées en complément des approches fondées sur les flux futurs. On peut distinguer deux catégories d'approches analogiques. La première se fonde sur l'affectation à l'entreprise à évaluer des ratios de valorisation ou multiples observés pour des sociétés comparables cotées. La seconde s'appuie sur des transactions récentes intervenues dans le même secteur que celui où opère l'entreprise. La principale difficulté de ces approches réside dans l'établissement d'un échantillon d'entreprises comparables qui soit à la fois pertinent et significatif. On notera que les valeurs obtenues par la mise en œuvre de ces méthodes sont des valeurs correspondant au point de vue minoritaire, c'est à dire qu'elles n'intègrent pas de prime de contrôle.

Cette approche sera la plupart du temps largement compensée par la liquidité attachée à la notion même de cotation boursière. Il n'existe pas de règle ou d'étude ayant strictement formalisé cette approche. On peut estimer que la prime de contrôle implique une sous cote d'ordre de 20 à 40%, tandis que l'illiquidité du titre non coté implique quant à lui une surcote d'au moins 30%. Dans tous les cas, l'application des sur-côtes et des sous-cotes ne peut être effectuée que dans le cadre d'une analyse fine et argumentée sur la taille de l'entreprise et son positionnement au sein de son secteur d'activité. Bien entendu, les multiples ne peuvent être calculés que sur les seules valeurs historiques mais doivent également faire l'objet d'une évaluation prospective.

Des plans d'affaires trop favorables, aux taux d'actualisation généralement trop faibles ou aux multiples trop élevés qui ne tiennent que rarement compte des décotes de liquidité, on est amené à constater que ces approximations conduisent à généralement surévaluer les entreprises non cotées. On notera également qu'à la différence des entreprises cotées, les non cotés sont souvent avares d'informations (stratégiques, financières ou concurrentielles). Cette relative pauvreté de l'information ne concourt pas à faciliter l'approche des différents intervenants de ce type d'opérations.

L'approche évaluative est généralement menée par le vendeur, plus rarement par l'acheteur qui tenu par des impératifs de temps dans le cadre d'une procédure de mise aux enchères ne pourra pas toujours mener toutes les diligences souhaitables. Les banques et autres intervenants s'en remettent ainsi de façon relativement récurrente à une approche standardisée se rapprochant plus souvent de l'approche score que d'une analyse financière réellement pertinente. La réforme du ratio de solvabilité initié par le processus de **Bâle II** ne milite pas dans une approche moins systémique de la problématique.

En résumé, un LBO devrait être d'autant plus sécurisé que la maturité de la cible lui confère une perspective d'évolution limitée (que ce soit sur le plan de son activité ou des technologies employées et développées) ; Il est alors dans ce cas handicapé du point de vue de sa notation et risquerait dans ce cas d'être plus consommateur de fonds propres qu'une affaire à croissance rapide (mais équilibrée bien entendu).

L'erreur sur l'estimation de la valeur de la cible constitue un des principaux facteurs d'échecs des opérations de fusions et acquisition, notamment dans le cadre des LBO. La logique voudrait que l'on détermine la valeur et qu'en fonction du résultat de cette évaluation on mette en place les catégories de fonds respectifs nécessaires (fonds propres, quasi-fonds propres, relais et dette bancaire). Dans la réalité, la valeur s'avère être une conséquence des contraintes financières du montage de l'opération. Le nombre d'intervenants est effectivement nombreux et tend à complexifier le mode d'approche de la valeur et la formation du prix de la cible.

II.5 FACTEURS PROPRES AU MONTAGE FINANCIER, ARCHITECTURE ET NIVEAU D'ENDETTEMENT.

II.5.1. La dette mezzanine comme facteur de réussite du montage

L'utilisation de ce type de financement trouve son origine dans le fait qu'une opération de LBO se heurte fréquemment à deux groupes d'intérêts contradictoires. D'un côté ceux des investisseurs en fonds propres qui cherchent à maximiser la rentabilité de leurs apports en utilisant un effet de levier maximal. De l'autre, ceux des prêteurs dont la principale préoccupation réside dans le remboursement de leurs concours.

Les prêteurs mezzanine ou mezzaners sont par définition subordonnés aux banquiers seniors. La subordination se vérifie en premier lieu au titre des paiements, tant en capital qu'en intérêts car les mezzaners ne peuvent être payés et remboursés qu'après le désintéressement des banquiers seniors. La subordination est ensuite caractérisée par des garanties de second rang, les garanties accordées au groupe cible étant consenties en priorité au groupe cible. C'est cette caractéristique qui juridiquement leur confère le statut de quasi-fonds propres et de quasi-dette sur le plan financier.

Si comme dans la majorité des cas, ce n'est qu'au véhicule d'acquisition que les banquiers seniors et les mezzaners versent les sommes prêtées, la subordination de la dette repose uniquement sur les techniques de subordination conventionnelles.

Ces techniques sont variées. Elles peuvent faire appel au régime de la stipulation pour autrui, aux conventions sur le rang et, plus généralement, à la liberté des conventions avec des clauses de « turn over » ou de « claw back » aux termes desquelles les mezzaners s'engagent à verser aux banquiers seniors toutes les sommes perçues par eux tant que les banquiers seniors n'auront pas été totalement remboursés, que ce soit en capital ou en intérêts.

Dans certains cas, la subordination conventionnelle est renforcée par une subordination structurelle, c'est à dire l'introduction d'un échelon supplémentaire entre les mezzaners et les holdings d'acquisition (newco). Dans ce cas de figure, les banquiers seniors continuent de prêter à la newco tandis que les mezzaners prêtent, eux, à une société ad hoc dite « top company » ou « Topco » qui détient la totalité du véhicule d'acquisition. En cas défaut les mezzaners ne peuvent exercer de recours que contre la « Topco » qui à son tour ne dispose que des droits d'actionnaires contre la « newco ». La subordination structurelle éloigne donc encore d'avantage les droits des mezzaners des actifs de la cible.

Le modèle anglo-saxon de la dette mezzanine a été aisément transposé en droit français grâce aux techniques de subordination conventionnelle. La France souffre néanmoins d'un handicap par rapport à l'environnement anglo-saxon où il est plus aisé de mettre en place des garanties sur les cibles au profit des mezzaners.

L'intérêt majeur de ce type de financement réside dans le fait qu'il permet de concilier des intérêts divergents (un conflit d'agence au sens de la théorie financière) entre les acteurs du financement du LBO. En effet, par son caractère subordonné, la présence d'une « mezzanine » tend à sécuriser l'issue du remboursement de l'ensemble des tranches de la dette senior. Par son aspect peu dilutif, ce type de financement n'affecte que marginalement la rentabilité des capitaux engagés par les investisseurs.

L'existence d'une dette mezzanine constitue donc un élément de souplesse et de sécurité qui tend à constituer une garantie à la réussite des opérations. Ce type de financement ne peut cependant être réservé qu'aux opérations les plus significatives en terme de montant.

II.5.2. Répartition du niveau des dettes et des fonds propres

Dans le cas d'un LMBO, les repreneurs-managers ne disposent que de ressources limitées. Ainsi le capital du holding est souvent d'autant plus faible que la participation des managers est importante. L'intervention d'un investisseur professionnel a souvent pour effet de diluer immédiatement et radicalement toute intervention du management. Pour pallier cette difficulté on pratique une dissociation entre le capital et le pouvoir en émettant des actions sans droit de vote que seuls souscrivent les investisseurs financiers. Il est en effet, primordial que les managers détiennent la majorité des droits de vote pour la direction de la société cible, c'est pourquoi ils se font consentir des actions à droits de vote double. Cet aspect est surtout imputable aux plus petites opérations ou la volonté de reprise et de maîtrise d'œuvre de la part du management est la plus affirmée.

Les financiers orientent leur intervention en vue d'atteindre un effet de levier financier maximum. Cette rentabilité est naturellement d'autant plus importante que la dotation en capital du holding est limitée. Cet effet de levier est néanmoins conditionné par la capacité bénéficiaire de la cible. Pour un banquier, un LBO constitue donc un financement d'acquisition de sociétés dans lequel la charge de la dette d'acquisition repose principalement sur la profitabilité dégagée par la cible via des remontées de dividendes.

La bonne fin d'un LBO/LMBO, tant pour les investisseurs que pour les prêteurs et les managers dépend donc du respect de l'équilibre entre trois éléments :

- Le prix d'acquisition de la cible ;

- La capacité de remboursement de la cible ;

- Le montant des fonds propres apportés par les repreneurs et les financiers, compte tenu des ressources des uns et des exigences de rentabilité des autres.

Le financement de l'acquisition va se faire au moyen des dividendes versés pendant trois à dix ans. Il convient donc d'équilibrer l'opération entre les fonds propres et les fonds d'emprunt. Plus ces derniers seront importants, plus les remboursements seront élevés obligeant de ce fait la société rachetée à verser des dividendes substantiels pendant plusieurs années.

Il est donc important de prévoir de n'affecter aux dividendes de la société rachetée qu'une fraction de ces profits pour éviter, d'une part de ne pouvoir faire face aux remboursements du holding dans les années difficiles et d'autre part, de vider la société rachetée de toute substance. On estime, que la distribution ne doit pas excéder 50% des profits de la société rachetée.

Cependant, il convient de noter qu'il s'agit encore d'un problème à examiner lors de chaque opération ; en effet, il est certain que les besoins de financement sont fort différents suivant les secteurs d'activité ; on peut ainsi estimer que ce ratio de 50% n'est pas envisageable dans le cas, par exemple, d'une société de haute technologie nécessitant la mise en œuvre d'un programme d'investissement lourd et continu ; on risque dans de tels cas de se retrouver face à une situation particulièrement dangereuse :

- Soit l'entreprise rachetée n'effectue pas les investissements nécessaires à son développement économique ultérieur et ce, afin de servir le maximum de dividendes à sa société holding ; dans cette hypothèse il y aura un risque de voir péricliter à terme la société rachetée ;

- Soit l'entreprise rachetée effectue les investissements nécessaires mais, dans ce cas, le risque de ne pas pouvoir mener à bien l'opération de rachat se profile : ses bénéfices étant amenuisés, la société holding bénéficiera de moins de dividendes et les remboursements seront moindres.

En revanche, plus les fonds d'emprunt sont importants par rapport aux capitaux propres, plus la rentabilité de l'opération sera élevée grâce à l'effet de levier.

II.5.3. Répartition dette et quasi-dette.

i) Une dette mezzanine pour faciliter et sécuriser les deals.

Le financement bancaire du LBO est l'objet d'une « hiérarchisation » notamment pour les deals les plus importants initiés dans le cadre d'opérations faisant intervenir des fonds d'investissement professionnels. La répartition de la dette se répartit entre la dette classique, dite « dette senior » d'une part, la dette subordonnée dite « dette mezzanine » d'autre part. La dette mezzanine est parfois qualifiée de quasi-fonds propres. Elle sécurise la dette mais par les caractéristiques qui lui sont propres réduit le TRI des fonds propres. La dette senior revêt des caractéristiques qui tendent à la rapprocher de la dette classique d'acquisition d'actifs.

Généralement accordée par des banques commerciales, de plus en plus spécialisées quand il s'agit d'opérations d'envergure internationale ou tout au moins européenne. La marge dépasse rarement 1,5 ou 2 points par rapport au taux court terme de référence¹.

Le financement mezzanine est appréhendé comme un financement complémentaire ayant pour but de consolider la structure et l'équilibre du deal certaines banques l'assimilent au fonds propres (celles-ci font alors la distinction entre les « fonds propres durs » et les « fonds propres et quasi-fonds propres »). Elle est subordonnée, donc remboursable, après remboursement intégral du capital et des intérêts de la dette senior. Les intérêts perçus sont capitalisés. Les investisseurs en mezzanine ou mezzaners encourent un risque plus important que les autres prêteurs. Ils exigent naturellement une rentabilité plus forte. Les spreads peuvent atteindre 5 à 10 points par rapport au taux du marché. Il est par ailleurs adjoint à la mezzanine un « equity kicker », c'est à dire une rémunération additionnelle et conditionnelle sous forme de plus-value sur capital disponible à la fin du remboursement. Cette plus-value est le plus souvent assurée par l'exercice d'OBSA au terme du financement. Cette technique est souvent jugée satisfaisante car peu dilutive, elle conditionne le niveau de rémunération à des conditions prédéterminées d'atteinte de niveau de performance et en ce sens constitue donc un facteur de sécurisation et de réussite du montage dans son ensemble, même si les taux en vigueur peuvent apparemment être estimés prohibitifs au premier abord.

La dette mezzanine peut également constituer un facteur d'amélioration de la rentabilité des fonds propres et donc du TRI des investisseurs car elle permet de plus faiblement doter le holding d'acquisition en fonds propres. Une opération capitalisée à 40 et un endettement de 100 aura une rentabilité moins forte qu'un deal où le holding est capitalisé à 20 et accompagnée d'une mezzanine de 20 et d'une dette de 60. L'effet de levier est plus fort dans le deuxième cas, cependant comme nous l'avons vu plus haut, l'exploitation la société cible n'est pas altérée d'un excès de ponction de ses *cash-flow* libres dans la mesure où elle ne fait que capitaliser les intérêts de la mezzanine.

II.6 LE FACTEUR MANAGÉRIAL

La réussite du LBO suppose l'établissement d'une convergence d'intérêts entre les investisseurs financiers et le management de la cible. Une communauté d'intérêt réelle et

¹ En France et en Europe, la plupart des dettes seniors sont délivrées sur base Euribor, les covenants de l'acte de prêt contraignant souvent les emprunteurs à souscrire une couverture de taux de 50 à 75% du montant de la dette, pour une durée de 3 à 6 ans.

pérenne ne peut raisonnablement être affirmée que dans le cadre d'un Co-investissement de l'ensemble des parties. Il faut savoir motiver, impliquer mais également sanctionner un management qui du fait des caractéristiques propres aux sociétés éligibles aux opérations de levier n'est généralement pas accoutumé à être mis sous pression sur des périodes relativement longues. Le problème ne se pose bien entendu pas dans les mêmes termes suivant la nature des opérations, c'est ainsi que la réaction du management ne pourra être identique suivant que l'on traite d'un LBO, d'un LBI ou d'un BIMBO et encore moins d'un MEBO.

II.6.1. Fondements théoriques de l'implication du management

Lorsque le dirigeant est le détenteur de la majorité voir de l'intégralité des actions de la société, celui ci assume l'intégralité des conséquences de ses actions et décisions, que celles ci soient bénéfiques ou non pour la société. C'est généralement le cas des PME familiales. Dans le cas de sociétés où l'équipe dirigeante est distincte de l'actionnariat, on observe alors une tendance du management à détourner à son profit une partie des excédents de la société sous forme d'avantages divers

Enfin et surtout, les firmes arrivées à maturité génèrent des flux de trésorerie abondants qu'elles ne savent pas investir dans des conditions de risque / rentabilité équivalente à l'activité qui les a généré. On pourrait penser que cette situation se prête à une augmentation de la part de dividende versée aux actionnaires. Dans la réalité, on observe une rétention des *cash-flows* générés, conduisant à la génération de véritables « trésors de guerre » non motivés par des perspectives d'investissement rentables. Le management répugne à mieux rémunérer les actionnaires. Tout se passe comme si le management se constituait une assurance envers les accidents industriels et autres retournements conjoncturels. L'abondance de ressources génère au mieux une politique laxiste et au pire à des essais de diversification de la firme en dehors du métier qu'elle maîtrise. C'est ce qu'on appelle le coût d'agence des fonds propres, puisqu'il caractérise la différence de valeur entre deux sociétés exerçant la même activité mais dont la rigueur de gestion des managers est divergente.

Les possibilités dont dispose un actionnariat très dispersé pour maîtriser ce genre de dérive sont limitées. Le coût d'agence des fonds propres peut être réduit en substituant de la dette à une partie des fonds propres.

Cette substitution s'opère de manière particulièrement nette dans le cadre des opérations de LBO dont les sociétés éligibles ont des caractéristiques tendant à leur conférer des coûts d'agences importants (activité mature, trésorerie accumulée importante, occasions d'investissement rares).

II.6.2. Enjeux et problématiques

Parallèlement aux conditions propres à l'opération (garanties, prix, modalités financières et covenants bancaires) est initiée une négociation propre au management en vue de l'établissement d'un «management package ». Le «management package » consiste en un ensemble contractuel définissant :

- Les modalités d'investissement du management ;
- Le statut du management ;
- Les principes de corporate gouvernance qui régiront l'action des dirigeants de la société cible.

Une des principales difficultés de ce type de négociation réside dans le timing et l'échéancement des diverses opérations. Il est effectivement difficile d'envisager la conduite d'une négociation relative au « management package » tandis que les négociations avec les vendeurs ne sont pas totalement achevées (prix, dispositions financières, etc.).

Le premier enjeu de la négociation réside dans la fraction du capital allouée au management. Cela suppose donc de définir la quotité et le niveau d'investissement requis par le management. Il est généralement admis une norme moyenne d'une année de pleine rémunération. L'objectif final doit être la constitution d'un niveau d'implication de chacune des parties qui soit suffisamment significatif pour effectivement lier ou tout au moins faire converger leurs intérêts. On imaginera aisément qu'il ne peut être aucunement dans l'intérêt d'un investisseur financier, et par extension des autres prêteurs et financeurs que le management qui constitue le moteur de l'opération ne puisse être en mesure d'exprimer la totalité de ses ressources en vue de maximiser la valeur de la cible tout en assurant le financement de la dette holding, ce qui revient strictement au même. Il est d'usage de penser que les risques du projet sont mieux appréciés et partagés lorsque les managers investissent également dans l'opération de LBO. Il n'est pas tant question d'astreindre les dirigeants à des exigences d'investissement élevées de type de nantissement personnel, mais selon la pratique générale, un nantissement de 6 à 24 mois de salaire pour un manager salarié et la participation du plus grand nombre de salariés à la réussite du LBO, via un plan d'épargne entreprise.

II.6.3. Outils et principes de négociation

De la même manière que l'investisseur financier est avant tout motivé par la maximisation de l'effet de levier dont il peut bénéficier, la motivation du management, est optimisée par l'association de sa participation à un effet de levier qui lui est propre. Un des dispositifs les plus fréquemment utilisés est l'« equity kicker ». Il s'agit d'un mécanisme de déclenchement par pallier en fonction de la réalisation de certaines conditions. Ce mécanisme, en cas de sur performance est relatif pour le management. Il peut évidemment être combiné à un mécanisme dilutif en cas de sous performance, c'est à dire de non atteinte des objectifs assignés au management. La performance du management est mesurée en fonction de la performance interne de l'activité ou de la valorisation atteinte par la société. Le risque de ce type de procédé de motivation est l'hyper focalisation du management sur les problématiques de court terme. On peut alors introduire une série de clauses dites de « catch up » dont le but est d'apprécier des performances lissées permettant de mesurer les conséquences des décisions managériales sur des périodes excédent un seul exercice.

~~Partie II : Opérations de LBO au Maroc~~

L'approche historique du développement des LBO dans les économies développées nous permet de déceler les circonstances économiques, sociales et juridiques dans lesquelles est apparu le marché des LBO. Ainsi, à travers l'analyse du marché des LBO en France par exemple on peut mettre le point sur certains déterminants qui sont derrière le développement des acquisitions à effet de levier dans ce pays.

Dans un travail de recherche effectué par Virgine PHAM (ingénieur financier) et Frédéric GARCIA (juriste), les deux praticiens ont mis en exergue deux principaux facteurs expliquant le décollage des LBO en France dans les années 80 :

Le vieillissement de la population des chefs d'entreprises dans une économie caractérisée, à l'époque, par une très forte présence des entreprises familiales. Face à cette problématique les opérations LBO ont évoluées comme une solution pour assurer la transmission des PME afin de garantir leur pérennité d'autant plus que le vieillissement s'accompagne souvent d'une fragilisation de ces entreprises.

Des fonds en quête de nouvelles débouchées d'investissement.

Dans le contexte actuel, où les marchés financiers sont en essor et se mondialisent et que l'économie mondiale est caractérisée par la disponibilité de liquidités très importantes, l'innovation financière, permettant de canaliser les liquidités vers les agents ayant des besoins financiers, est à son apogée. On assiste donc depuis les années 80 à une multiplication des solutions d'investissement et de financement. De surcroît, les LBO en particulier et le capital investissement en général, représentent naturellement une opportunité intéressante pour les investisseurs financiers qui désirent effectuer des placements ayant une certaine rentabilité (très forte dans le cas des LBO). Cependant, d'autres pistes d'investissement peuvent offrir une forte rentabilité à ces investisseurs et notamment l'investissement en bourse qui représente également une opportunité fructueuse.

Dans leur quête de débouchés d'investissement, les fonds d'investissements doivent effectuer donc un ou plusieurs choix entre ces différentes pistes selon leurs exigences en matière de rentabilité et leur aversion aux risques et la plus ou moins maîtrise qu'ils peuvent exercer sur ces risques. Ainsi, les investisseurs dans des fonds de LBO ne seront pas exposés au risque systématique d'un marché boursier, mais supporteront par contre un risque financier pesant sur la cible beaucoup plus important que le risque que supporterait a priori un investisseur en bourse dans une société que l'on suppose beaucoup moins endettée pour qu'il décide d'acheter ses actions. Toutefois, puisqu'il s'agit généralement de participations majoritaires, l'investisseur en LBO aura le contrôle de la gestion de la société dans laquelle il a investi et viellera donc directement sur ses intérêts.

Inversement, un investisseur en bourse aura, contrairement à un investisseur en fonds de LBO, l'habilité à liquider plus facilement ses actions, dans de meilleures conditions, puisqu'il se trouve dans un marché organisé et non sur un marché de gré à gré qu'est le marché des LBO. Il a aussi la facilité de diversifier plus rapidement son portefeuille afin de se prémunir contre le risque spécifique de son investissement. Le marché boursier est en effet naturellement plus liquide que le marché des LBO qui généralement constituent des placements à long terme (5 à 7 ans).

Dans cette réalité innovante des marchés financiers, les LBO constituent l'une des solutions les plus préconisées par des investisseurs financiers spécialisés qui maîtrisant le concept et son ingénierie financière et juridique. Ces derniers arrivant à convaincre d'autres par les plus-values qu'ils réalisent dans les opérations LBO qu'ils montent, ont créé un certain effet

« moutonnier » dans la sphère de la finance, provoquant ainsi la création d'autres fonds d'investissement destinés au montage des opérations LBO.

Le LBO au Maroc, contrairement à l'Europe et aux Etats-unis, n'est pas encore arrivée à la phase de marché. On recense en effet seulement cinq opérations initiées par le gestionnaire de fonds d'investissement « **Capital Invest** », leader dans le domaine au Maroc. Toutefois, plusieurs raisons poussent à penser que le potentiel des transmissions d'entreprises par effet de levier au Maroc est grand.

Les soubassements d'un marché de LBO marocain existent et indique un avenir prometteur pour ce type d'opérations. En effet, les conditions nécessaires au développement d'un marché de LBO sont présentes :

- Une demande grandissante de fonds propres, non seulement pour faire face à la problématique de transmission, mais aussi, dans certains cas, pour accompagner le développement des entreprises reprises ;
- Une offre de capitaux qui se structure autour des fonds d'investissements intéressés par le potentiel des entreprises marocaines;
- Un contexte des affaires encourageant le recours à l'effet de levier.

SECTION I : CONTRAINTES ET POTENTIEL

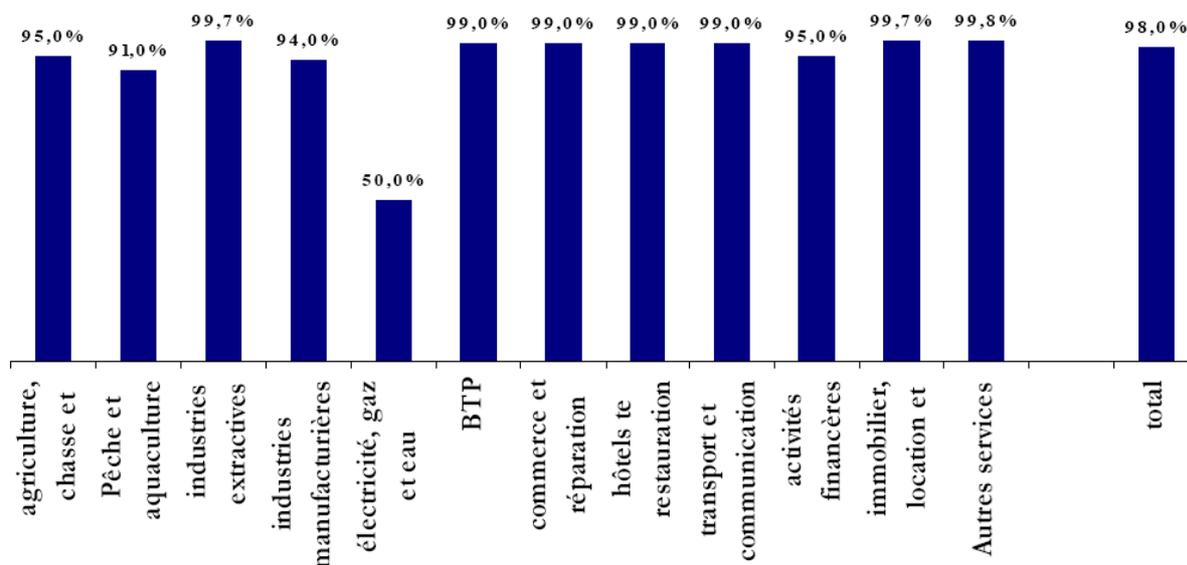
I. LA REQUETE DES FONDS PROPRES POUR FINANCER LA TRANSMISSION ET LE DEVELOPPEMENT DES ENTREPRISES MAROCAINES

I.1 La problématique de transmission au maroc

Au Maroc, les besoins de fonds propres sont clairement identifiés pour faire face à la même problématique de transmission qui a été identifiée en France dans le travail de recherche cité ci-dessus.

En effet, le tissu économique marocain est constitué à hauteur de 98% de PME (figure ci-dessous) dont quasiment la moitié ont une structure actionnariale familiale. Face à cette réalité, plusieurs entreprises appartenant à cette catégorie connaissent une problématique de transmission.

Poids des PME dans l'économie marocaine par secteur d'activité



Arrivant à l'âge de retraite, un actionnaire majoritaire dans une PME familiale qui ne trouve pas de relève dans sa descendance, trouvera dans le LBO, dans la mesure où il a su développer l'entreprise pour la rendre financièrement solide, la meilleure alternative à cession en bon et du forme à un concurrent direct. En effet, dans une économie fortement constituée de PME, celles-ci ont souvent tendance à se regrouper dans des syndicats par secteur (l'AMITH pour les professionnels du textile au Maroc par exemple) où se rencontrent les concurrents directs de ce secteur. De ce fait, le dirigeant-actionnaire d'une PME n'entrevoit la cession de sa société qu'au travers de ses concurrents ou autres confrères qu'il côtoie au sein des instances syndicales de son secteur.

Conscients de l'opportunité que présente la problématique de transmission au Maroc, les gestionnaires de fonds de capital-investissement au Maroc, engagent sérieusement une veille stratégique dans plusieurs secteurs présentant un potentiel de croissance intéressant, pour déceler les possibilités de récupérer des affaires d'une actionnaire majoritaire désirant se retirer.

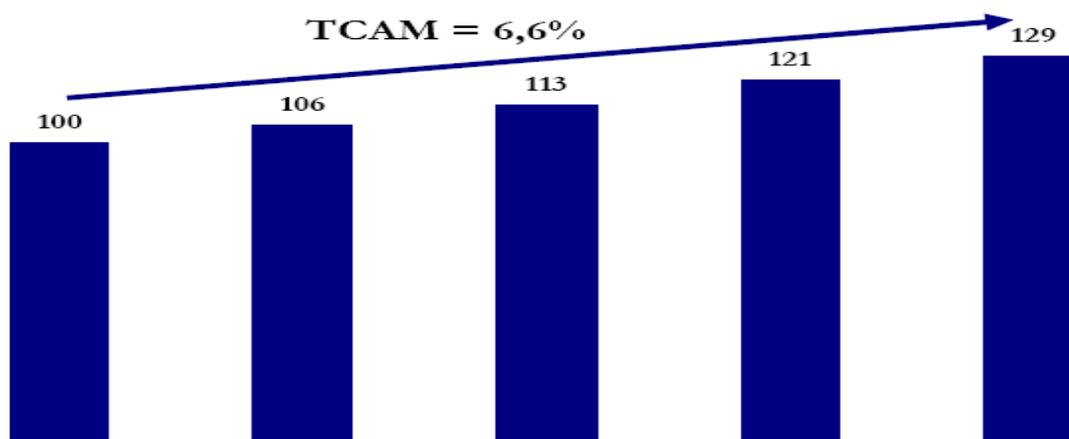
I.2 Les LBO pour le développement des PME

I.2.1. Le LBO peut-il être un vecteur de croissance pour la cible ?

Difficile de croire qu'une opération d'acquisition ayant des motivations purement financières, soit en fait un véritable vecteur de croissance pour l'entreprise reprise sur plusieurs volets : commercial, social, technique. Pourtant, d'après une étude faite par l'Association Française des Investisseurs en Capital, les sociétés françaises faisant l'objet d'un LBO ont une croissance largement supérieure à celle de l'économie.

Ainsi, d'après l'étude, sur les quatre premières années d'un LBO, le chiffre d'affaires de entreprises interrogées a crû de près de 30% contre 16% pour le reste de l'économie.

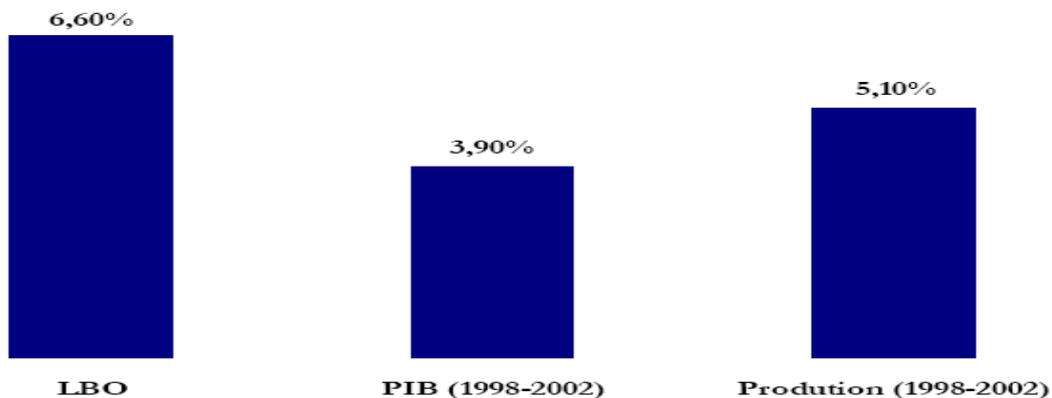
Croissance annuelle post-LBO des chiffres d'affaires cumulés (indice 100 en année n) :



Source : L'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC)

En outre, près des deux tiers des entreprises revendiquent une croissance plus rapide, voire leur survie, grâce au LBO.

Comparaison de la croissance annuelle moyenne des entreprises sous LBO et d'indicateurs macro-économique :

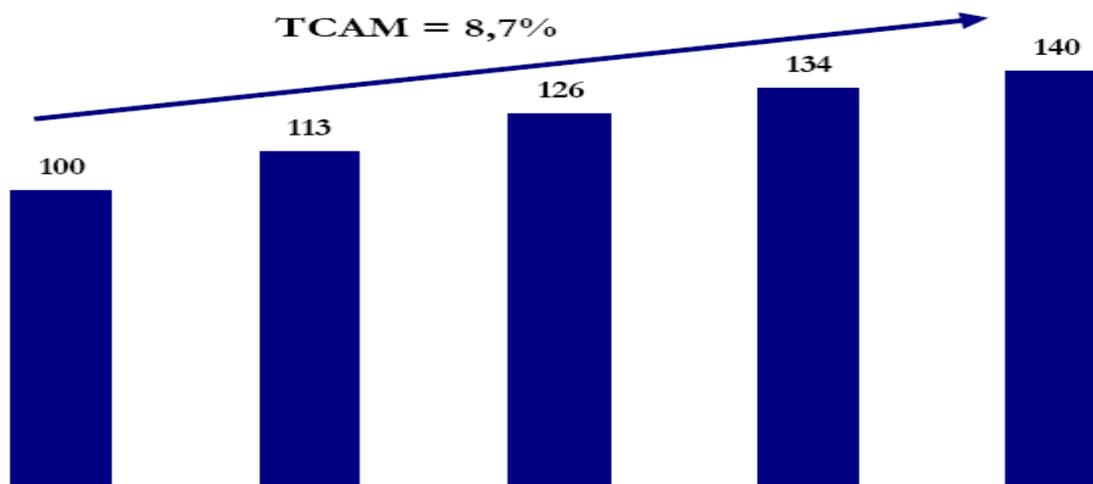


Source : L'Association Française des Investisseur en Capital (AFIC)

Un calibrage adéquat de la dette a permis aux entreprises sous LBO de ne pas obérer leur capacité à investir, mais également, dans de nombreux cas, leur a redonné des moyens financiers et une liberté d'action qui n'existaient pas sous l'actionnariat précédent.

Les sociétés faisant l'objet d'un LBO sont fortement créatrices d'emplois puisque les effectifs salariés de l'échantillon ont augmenté en moyenne de près de 9% par an, soit une croissance environ quatre fois plus rapide que celle de l'ensemble des entreprises.

Croissance annuelle post-LBO des effectifs (indice 100 en année n)



Source : L'Association Française des Investisseur en Capital (AFIC)

Plus de 80% des dirigeants considèrent leurs relations avec les investisseurs financiers comme excellentes. L'apport des investisseurs est notamment recherché pour les questions de financement, d'organisation financière, de stratégie et les opérations de croissance externe. Le LBO est une aventure que de nombreux dirigeants sont heureux d'avoir connue, malgré les difficultés. Ils sont prêts à recommencer dans le cadre de LBO secondaires.

I.2.2 Le LBO pour le développement des entreprises marocaines

Constituée à 99% de petites et moyennes entreprises, l'économie marocaine est une économie en phase de développement de son cycle de vie.

L'effort gouvernemental pour soutenir ce développement n'est certes pas suffisant. Le Maroc compte, en effet, sur le secteur privée, avec tout son potentiel capitalistique et professionnel, pour tirer la croissance vers le haut et être en mesure d'entrer en compétition avec des économies plus développées, défi de l'ouverture des frontières dans la quelle s'est inscrit le Maroc.

Le capital-investissement a son rôle à jouer pour relever ce challenge. Que ce soit par le biais du capital-risque, du capital-développement ou bien du capital-transmission (LBO), les investisseurs en capital au Maroc, s'associe à l'unanimité à cette cause et affirment qu'ils sont favorables pour une approche « Hands on » pour accompagner le développement économique et social des entreprises marocaines.

Le développement des LBO au Maroc devrait donc prendre en considération les spécificités de ce pays. La plupart des secteurs économiques au Maroc sont en phase de développement et ont besoin d'investissements pour stimuler la mise à niveau, le transfert de la technologie, la prospection commerciale et l'adhésion sociale des employés à la logique de concurrence. Autant de facteurs qu'il ne faut pas négliger quand on va mettre en place un LBO au Maroc.

II. UNE SPECIALISATION CROISSANTE DES FONDS D'INVESTISSEMENT AU MAROC : UN PHENOMENE ANNONCIATEUR DU DEVELOPPEMENT DES LBO AU MAROC

II.1 NAISSANCE ET DEVELOPPEMENT DU CAPITAL INVESTISSEMENT AU MAROC

L'activité de capital investissement n'en est qu'à ses débuts au Maroc. La première société de gestion de Fonds d'investissement (MOUSSAHAMA) a été créée en 1993, par différents intervenants du monde financier -dont Le Groupe Banque Populaire-. Depuis 1999, les sociétés de capital investissement se sont multipliées et on en dénombre aujourd'hui plus d'une quarantaine. Ces professionnels se sont réunis en 2000 autour d'une association : L'AMIC (Association Marocaine des Capital Risqueurs).

A noter que tous ces fonds investissent essentiellement dans des sociétés existant déjà et voulant se développer. Ils ont donc principalement des activités de capital développement, l'activité de capital risque restant vraiment marginale.

Il a été dit et répété que le développement économique des pays émergents passait par le développement des PME/PMI. Leur représentation au Maroc est une entreprise familiale, introvertie, sous-capitalisée, très peu transparente...

Aujourd'hui, avec les différents défis auxquels elle doit faire face aussi bien au niveau national qu'international (la nouvelle loi bancaire, la nouvelle loi fiscale, le démantèlement douanier, etc.), la PME marocaine doit se mettre à niveau. Pour le financement, sa création ou son développement, le capital investissement qui n'a ni la vocation ni la prétention d'offrir un produit de substitution au financement classique vient en tant que complément de l'activité bancaire classique. C'est un produit complémentaire qui permet de disposer de structures bilancielles plus équilibrées afin de rendre éventuellement les projets bancables

II.2 TYPES DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Au Maroc, Le capital investissement est une dénomination assez large englobant plusieurs activités dont le capital risque fait partie : le terme « capital investissement » recouvre le financement en capital de l'entreprise à différents stades de son existence. Ainsi les firmes de « private equity » interviennent à toutes les étapes de la vie d'une entreprise.

i) Le seed capital

L'investisseur entre dans le capital de l'entreprise pendant la phase préparatoire du business plan et la définition du produit. Cet investissement va permettre à l'entrepreneur d'avoir les fonds nécessaires pour couvrir les frais qu'il devra engager pendant cette période. Les sommes qui entrent en jeu restent limitées. Les investisseurs sont le plus souvent des « business angels » ou encore des personnes appartenant à l'entourage des créateurs (c'est le « Love Saving » ou épargne affective, de proximité).

ii) Le capital risque

Une fois que le projet d'entreprise est bien ficelé et que l'équipe de fondateurs est au complet, arrive le moment de la levée de fonds. Les créateurs vont alors rencontrer les capital-investisseurs pour leur demander de participer à « leur tour de table » et trouver ainsi les fonds nécessaires pour le démarrage de leur projet. Le capital risque, destiné au financement de l'innovation, est principalement concentré sur les start-up et les entreprises dites de la « nouvelle économie ». Il a connu un essor fulgurant au moment de la bulle Internet, et actuellement c'est l'activité qui souffre le plus de la situation économique toujours pâissante en raison de son caractère hautement risqué et aléatoire.

Au Maroc, les sociétés de gestion des fonds de capital investissement ne considèrent pas le capital risque comme leur cheval de bataille mais interviennent plutôt à d'autres moments de la vie de l'entreprise.

iii) Le capital développement

L'investissement va financer des entreprises qui existent déjà depuis quelques années. Le capital investi a pour objectif de renforcer la part des fonds propres de la PME et de lui permettre de mettre en place des projets de croissance ambitieux. Cela se traduit le plus souvent par une augmentation de capital.

iv) Le capital transmission

L'investisseur intervient à une phase où l'entreprise est arrivée à sa vitesse de croisière. Le capital transmission correspond à la cession des actionnaires -souvent les créateurs- de leurs parts dans l'entreprise.

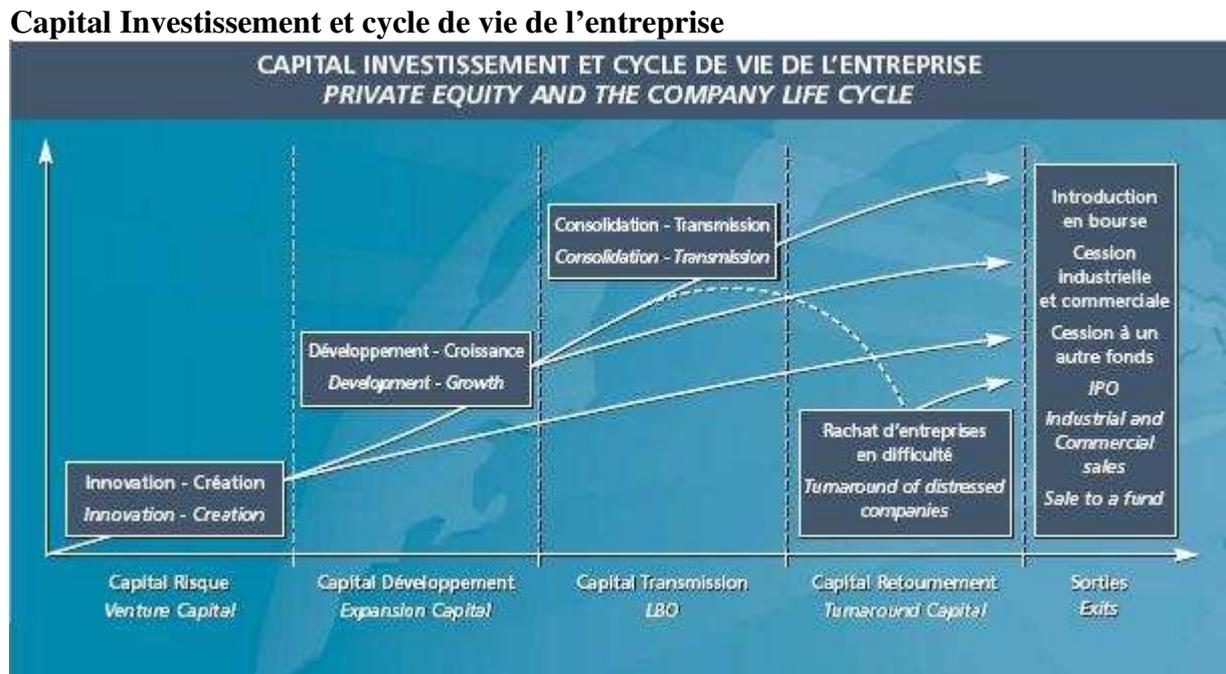
Plusieurs montages financiers à effet de levier sont alors envisageables ; Le LBO -ou leverage buy-out- est le rachat des actions d'une entreprise financé par une très large part d'endettement. Concrètement, une Holding est créée, qui s'endette pour acheter la cible. La Holding paiera les intérêts de la dette et remboursera celle-ci grâce aux dividendes provenant de la société rachetée. Les entreprises issues d'un LBO ont ainsi une forte culture de « *cash-flow* », Mieux les promoteurs de ce type d'investissement sont prêts à montrer que les entreprises en LBO sont créatrices d'emplois. Lorsque les dirigeants participent au rachat, on parle de MBO - management buy-out.

v) « Le Turnaround »

Littéralement, c'est le retournement - ou reprise d'entreprises en difficulté (mais non en défaillance). Dans ce cas, la reprise de la société par les fonds se réalise le plus souvent sous forme de MBO

(Management buy out) ou MBI (Management buy in). Dans le premier cas, le fonds s'associe avec les dirigeants actuels pour créer une Holding qui va racheter l'entreprise cible. Dans le second, le fonds s'occupe aussi de constituer une équipe de dirigeants pour reprendre la société cible. Souvent, ces opérations sont financées par effet de levier, en injectant une part importante de dette dans la holding de reprise.

Le schéma suivant illustre ces différents types de capital investisseur intervenant dans la vie de l'entreprise selon son cycle de vie:



II.3 ETAT DES LIEUX DE L'INDUSTRIE DU CAPITAL INVESTISSEMENT A FIN 2008

Depuis près de deux ans, le capital-investissement connaît au Maroc un engouement certain au point de se hisser incontestablement au rang du métier financier parmi les plus dynamiques, après le démarrage poussif du début des années 90. La montée de cette forme de financement de l'économie est accompagnée d'une spécialisation et d'une sophistication indéniables et ce, dans la foulée du lancement de fonds dits de «seconde génération». Plusieurs faits et indicateurs attestent de cette évolution. Le nombre de fonds en activité connaît une croissance effrénée au point d'atteindre la barre des 40, contre moins de 20 il y a encore deux ans.

Cette prolifération s'est accompagnée de la montée en puissance de certains bras armés de grands groupes financiers (BMCE Investment et Attijari Invest) qui gèrent plusieurs fonds spécialisés par nature d'intervention (capital-risque, capital transmission, etc.) ou par secteurs (infrastructures, immobilier et tourisme, agroalimentaire, etc.). Mais, plus édifiante encore est la progression exponentielle des volumes globaux levés annuellement qui dépassent, désormais, structurellement la barre du milliard de dirhams.

Pour 2008, les spécialistes ont misé sur plus de deux milliards de dirhams alors que sur la période allant de 2000 à 2004, la moyenne annuelle des levées était inférieure à 200 millions de dirhams. Cet agrégat devrait donc atteindre 0,3% du PIB, ce qui s'approche de la moyenne européenne de 2008 située à 0,65%.

Ci-dessous une liste exhaustive de l'ensemble des fonds d'investissement intervenant sur le marché marocain durant l'année 2008 :

FONDS	Date de création	Taille cible (en MDH)	Intervention		Société gestionnaire	Phase actuelle
			Nature	Secteur		
Capital Morocco	2000	280	Toutes	Généraliste	Capital Invest (Gpe BMCE)	Désinvestissement
Actif Capital I	2005	300	Toutes	Immo non résidentiel	Actif Invest (Gpe BMCE)	Investissement
Capital North Africa Venture Fund	2006	335	Dév / LBO ⁽¹⁾	Généraliste	Capital Invest (Gpe BMCE)	Investissement
Maghreb Siahia Fund	2007	2 000	Toutes	Tourisme	Actif Invest (Gpe BMCE)	Investissement
Fonds d'infrastructure	2007	1 000	Toutes	Infrastructure	Gpe BMCE	Création imminente
Accès Capital Atlantique Maroc	2002	180	Toutes	Généraliste	ACA SA (Gpe CDG)	Désinvestissement
Sindibad	2004	48	Amorçage	Généraliste	ACA SA (Gpe CDG)	Investissement
Capmezzanine Maroc	2007	500	Mezzanine	Généraliste (essentiellement en LBO)	ACA SA (Gpe CDG)	Investissement
Madaef SA	2007	1 500	Toutes	Tourisme	Miriad Management (Gpe CDG)	Investissement
Attijari Capital Risque	1999	200	Toutes	Généraliste	Attijari Invest (Gpe Attijari)	Désinvestissement
Agram Invest	2006	200	Toutes	Agroalimentaire	Agram Gest ⁽²⁾ (Attijari - Unigrains)	Investissement
Fonds Igrane (Région Souss)	2006	200	Toutes	Généraliste (essentiellement en LBO)	Attijari - BCP	Investissement
Moroccan Infrastructure Fund	2007	1 000	Toutes	Infrastructure	MIM ⁽³⁾ (Attijari - EMP Africa)	Investissement
H Partners	2007	2 500	Toutes	Tourisme	Attijari Invest (Gpe Attijari)	Investissement
Moussahama I	1992	140	Toutes	Généraliste	Chaabi Moussahama	Désinvestissement
Moussahama II	2007	200	Toutes	Généraliste	Chaabi Moussahama	Création imminente
Fonds d'Investissement de l'Oriental	2006	300	Toutes	Généraliste	Firogest (présidée par la BCP)	Investissement
Altermed Maghreb	2007	230	Dév / LBO ⁽¹⁾	Généraliste	Viveris Istithmar (Viveris - BCP)	Investissement
Olea Capital	2007	600	Plantation	Oléicole	OCSCE ⁽³⁾ (Gpe SG)	Investissement
SGAM AI 5 Kantara Morocco	2007	350	Toutes	Généraliste	SGAM AI Maroc (Gpe SG)	Investissement
Fonds immobilier (en création)	2008	1500	Toutes	Immobilier d'entreprise	SGAM AI Maroc (Gpe SG)	Création imminente
Foncière (en création)	2008		Toutes	Immobilier diversifié	SGAM AI Maroc (Gpe SG)	Création imminente
Fonds TARGA (Région Souss)	2006	30	Toutes	Produits du terroir	Groupe Crédit Agricole	Investissement
Ardim Fund	2007	1 100	Toutes	Immobilier	Ardim SA (Gpe Deutsche Bank)	Investissement
AM Invest Morocco	2006	500	Toutes	Généraliste	Atlamed SA	Investissement
Upline Technologies	2000	50	Toutes	Technologies de l'info	Upline IT Management	Désinvestissement
Dayam	2007	50	Amorçage	Généraliste	Groupe Saham	Investissement
Fonds DARIF	2006	100	Toutes	Tourisme	Groupe CFG	Investissement
CFG Développement	2000	200	Toutes	Généraliste	CFG Capital	Désinvestissement
Asma Invest (société d'investissement)	1992	400	Toutes	Généraliste	Asma Invest	Invest / Désinvest
Faisal Finance (société d'investissement)	1997	50	Toutes	Généraliste	Faisal Finance	Invest / Désinvest
Mozon Investment	2007	180	Toutes	Généraliste	Venture Capital Bank	Investissement
Principalement au Maroc						
Maghreb Private Equity Fund I	2000	250	Toutes	Généraliste	Maroc Invest	Désinvestissement
Maghreb Private Equity Fund II	2006	620	Toutes	Généraliste	Maroc Invest	Investissement
Accessoirement au Maroc						
Afric Invest	2004	400	Toutes	Généraliste	Maroc Invest (pour la poche dédiée au Maroc)	Investissement
Meridia Capital	2007	1 700	Toutes	Immob & Tourisme	Meridia Capital Partners	Investissement

(1) Leverage Buy Out - Rachat d'entreprise par levier d'endettement.
(2) Morocco Infrastructure Management
(3) Olea Capital Société Centrale d'Exploitation

Source : La vie éco du 09 novembre 08

SECTION II MONTAGE LBO : OPPORTUNITES, LIMITES ET PISTES D'OPTIMISATION

I. Un contexte des affaires encourageant

I.1 UN SECTEUR BANCAIRE EN PLEINE RESTRUCTURATION

Le début de sensibilisation des banques marocaines à l'intérêt du segment LBO constitue un véritable vecteur de développement pour ce type d'opérations. Ainsi, le développement des nouveaux métiers de la banques, et notamment le financement structuré, marque l'évolution

du secteur bancaire au Maroc vers une culture de financement de projet, qui n'était pas très répandue vu l'aversion élevée au risque des banques marocaines. Certaines banques, et notamment BMCE Bank et BMCI, ont intégré dans leur offre de financements structurés pour une variante spécialisée pour le financement des acquisitions par effet de levier.

De plus, la constitution encours au Maroc de fonds de garantie internationaux projetant d'inclure les opérations LBO dans leurs périmètres d'intervention et le montage en cours d'un fonds Mezzanine pouvant compléter la dette senior, constituent également des facteurs qui stimuleront la multiplication des LBO au Maroc.

Par ailleurs, les taux d'intérêt n'ont jamais atteints un niveau aussi bas au Maroc. Renforçant ainsi l'opportunité financière d'une opération LBO pour les investisseurs.

I.2 UN CAPITAL HUMAIN FAVORABLE

L'existence de managers pour l'accompagnement de la reprise par effet de levier est entrainé de se concrétiser. En effet, une nouvelle génération d'entrepreneurs non familiaux, souvent formés dans les meilleurs écoles de gestion et d'ingénieurs, cherchent désormais à prendre leur indépendance et sont prêts à courir le risque d'accéder au rang d'actionnaires dans les entreprises qu'ils dirigent, pourvu que généralement sans fortune préalable, ils soient accompagnés par des investisseurs financiers actifs, aptes à concevoir avec eux des stratégies offensives de développement.

I.3 MOUVEMENT DES GROUPES MAROCAINS VERS LE RECENTRAGE

Ce facteur, même s'il paraît a priori loin de faire la spécificité d'une économie en voie de développement, créera beaucoup d'opportunités de reprise de cibles par LBO.

En effet, l'ouverture accrue de l'économie marocaine à des marchés étrangers très concurrentiels, poussera beaucoup de groupes industriels à céder leurs activités jugées non stratégiques et nécessitent beaucoup d'investissements afin de faire face à la menace extérieure. Les fonds de LBO vont naturellement être intéressés par ces opportunités.

I.4 SUPPORT AUX OPERATIONS D'ACQUISITION D'ENTREPRISE

Le droit des affaires au Maroc est au niveau des législations internationales en la matière suite à la réforme opérée dernièrement. Ainsi, l'arsenal juridique dont dispose le Maroc est satisfaisant à plusieurs égards. En matière d'acquisition, de cession d'entreprise, les règles juridiques, nécessaires pour la protection des parties à ses opérations et des tiers existent. De même que les outils juridiques utiles à ses opérations sont prévus par la législation actuelle. Ainsi, certaines valeurs mobilières ont été créées afin de protéger le futur acquéreur. Ils constituent des instruments qui permettent le contrôle du capital. Par là, elles sont génératrices d'un effet de levier juridique et financier.

i) Certificats d'investissements

Ces certificats d'investissement permettent à la société émettrice de développer ses fonds propres en recourant à des financements extérieurs sans porter atteinte à la stabilité du pouvoir. Les conditions d'émission sont régies par les articles 282 à 291 de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes.

En effet, les statuts peuvent prévoir la création d'actions à dividende prioritaire sans droit de vote qui n'est permise qu'aux sociétés ayant réalisé des bénéfices distribuables au cours des deux derniers exercices (article 259 alinéa 2). Ces actions ne peuvent représenter plus du quart du montant du capital social (art. 261 alinéa 2).

ii) Obligations convertibles en actions (OCA)

L'objectif de l'émission d'OCA est de permettre au prêteur de transformer, s'il le désire, son prêt en capital. La technique, permet au prêteur, si les résultats de l'entreprise sont bons, de souscrire au capital. Les instruments permettant la transformation de prêt en capital sont nombreux, même si les techniques peuvent se regrouper essentiellement autour de deux grands pôles :

Les techniques basées sur la transformation (transformations des obligations en actions) ;

Les techniques à base de bons.

Au Maroc, seules les OCA sont prévues par la loi sur la SA. Ainsi seules les techniques basées sur la transformation sont valables. En effet, les prêts accordés à la société vont bien souvent prendre la forme d'obligation. Il ne pourra s'agir que d'obligations convertibles en actions.

L'intérêt pour la société est qu'elle pourra emprunter à un taux plus faible qu'elle ne l'aurait fait si elle avait emprunté sur le marché obligataire classique

Les OC sont régies par les articles 316 à 325 de la loi n° 17-95 et l'émission d'OC est soumise aux conditions suivantes :

Libération totale du capital;

2 années d'existence;

Clôture de 2 exercices successifs et états de synthèse dûment approuvés par les actionnaires.

iii) Actions à droit de vote double

L'attribution de droits de vote double favorise la concentration du pouvoir entre les mains d'actionnaires coalisés. Cette technique est utile pour se protéger contre les tentatives de prise de contrôle.

Ils peuvent être attribués aux actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis 2 ans au moins au nom du même actionnaire (art. 257 alinéa 2 de la loi sur la S.A).

II. PISTES D'OPTIMISATION

II.1 OBJECTIFS ET LIMITES DU MONTAGE JURIDIQUE ET FINANCIER D'UN LBO

Une opération d'acquisition met en relation trois intervenants principaux (l'entreprise elle-même, l'acquéreur et le vendeur) dont les objectifs sont divergents et parfois même contradictoires :

L'entreprise elle-même qui est animée par un souci de pérennité ;

Le cédant, qui cherche à obtenir le meilleur prix et à bénéficier de la plus grande sécurité pour l'encaissement du prix ;

L'acquéreur, dont l'objectif est de conclure l'affaire au moindre coût et en optimisant les choix juridiques fiscaux et financiers.

La réalisation de l'opération impose la conciliation de ces divergences au sein d'un cadre commun que constitue le montage juridico-financier de l'opération. Le choix dudit montage devrait résulter d'une démarche d'optimisation rigoureuse, tenant compte des objectifs de chacun des protagonistes et des critères suivants :

Le mode de financement de l'acquisition ;

Les caractéristiques de l'entreprise cible : forme juridique, appartenance ou non à un groupe de sociétés, composition de son patrimoine et existence d'incertitudes sur les engagements ou risques nés du passé ;

Le coût fiscal de l'opération : impôts à payer (immédiats, latents ou conditionnels).

Pour optimiser la réalisation de l'opération et rendre le montage le plus favorable à l'acquéreur, plusieurs possibilités sont offertes sur les plans juridique, fiscal et financier (outils de l'ingénierie financière). Cependant, Il existe différentes limites à l'optimisation des montages (contraintes imposées par le cédant ou liées à l'absence de transparence financière).

II.2 ALTERNATIVES JURIDIQUES, FINANCIERES ET FISCALES POUR L'OPTIMISATION DES MONTAGE DE LBO

L'optimisation juridique et financière dans le cas d'une opération de buy-out, consistera principalement à la recherche de l'accroissement de l'effet juridique permis par l'utilisation de la société holding.

Ceci est possible par le choix de la forme juridique ainsi que l'utilisation des clauses statutaires et extrastatutaires, notamment l'introduction dans les statuts de la société de clauses faisant bénéficier les dirigeants impliqués dans le financement par fonds propres et dans l'organisation du contrôle d'entreprises.

II.2.1 Choix de la forme juridique de la holding : cas de création du holding avec participation d'investisseurs extérieurs

En cas d'ouverture du capital, le holding de contrôle est en principe une société de capitaux. Ainsi, le holding peut prendre la forme d'une SA, d'une SCA, voire d'une SA simplifiée (si les actionnaires sont dotés de la personnalité morale).

Ces formes de sociétés ont l'avantage de permettre :

La limitation de la responsabilité des investisseurs extérieurs et la libre cessibilité de leurs droits sociaux ;

Le paiement de droits d'enregistrement limités en cas de revente des actions ;

La possibilité d'émettre des certificats d'investissements.

II.2.2 Alternatives au régime d'intégration fiscale

L'effet de levier juridique et financier créée par un montage LBO ne peut être optimisé fiscalement que dans la mesure où les intérêts emprunteurs (supportés par le holding) peuvent être déduits des résultats avant impôts de la société, qui servent à leur financement. Tel n'est pas le cas lorsque le holding assure le remboursement de la dette d'emprunts grâce aux dividendes ayant, par définition, supporté l'impôt sur les sociétés au niveau de la société distributrice.

II.2.3 Conséquences financières de l'absence d'imputation des intérêts d'emprunt

Les dividendes distribués par la société cible au holding pour le service de la dette d'emprunt ne sont pas imposables à l'impôt sur les sociétés. En fait, ils bénéficient d'un abattement de 100%

La société holding ne disposant pas, par hypothèse, d'autres revenus que les dividendes reçus en exonération de l'impôt sur les sociétés, la charge des intérêts d'emprunt va en conséquence générer des déficits fiscaux que la société holding risque de perdre à leur échéance de quatre ans (déficits liés à l'exploitation).

Cette conséquence peut être partiellement limitée en « activant » le holding, c'est-à-dire en lui faisant générer des résultats imposables par le développement d'une activité de gestion.

Si l'on ignore cette dernière solution, dont la portée est limitée, on notera donc que le holding est dans l'impossibilité d'imputer la charge d'intérêt d'emprunt sur les revenus servant à son financement, lorsqu'il finance cette charge d'emprunt par les dividendes de la cible. Le coût réel de la dette s'en trouve donc pas diminuer. La capacité de remboursement de la dette est réduite en conséquence.

II.2.4 Les techniques d'optimisation fiscale

L'imputation effective des intérêts d'emprunts est rendue possible par le recours à certaines techniques juridiques et fiscales qui permettent une consolidation des résultats du holding et la société cible. En effet, ceci est possible en procédant à la fusion du holding et de la société cible.

La fusion de la société holding et de la cible est le dénouement normal d'une opération de type LBO lorsque tous les emprunts ont été remboursés par le holding, la fusion de celui-ci avec la société cible en cours d'opération, voir même dans un délai très court après le bouclage juridique et financier du montage présente de nombreux avantages.

La fusion de la société holding et de la société cible permet :

L'imputation directe des intérêts dus par la société holding à raison de l'emprunt qu'elle a contracté pour financer la prise de contrôle sur le bénéfice imposable de la société cible : l'acquisition est ainsi directement financée par l'économie d'impôt correspondante.

L'appropriation immédiate de la trésorerie de la société cible évitant la contrainte du décalage de trésorerie qui résulte de la distribution de dividendes ;

La constitution de garanties d'emprunt sur les actifs de la cible.

Il découle de ce qui précède que la fusion entre la société holding et la société cible est une solution efficace pour optimiser financièrement la prise de contrôle sociétaire dans le cadre d'un montage LBO. Cependant, l'opération de fusion est confrontée à certaines limites financières et juridiques. Cependant, cette fusion n'est pas sans inconvénients à la fois sur le plan juridique que financier. Ainsi :

i) Les limites juridiques

La fusion entre la société holding et la société contrôlée n'est tout d'abord envisageable que si elle n'est pas susceptible d'entraîner un changement dans le contrôle de la société issue de la fusion au profit des associés minoritaires de la société acquise, s'il en existe.

En effet, la société holding a une valeur généralement très faible, celle des fonds propres dont elle a été dotée lors de sa constitution ; son actif, constitué par la valeur des titres de la société acquise, est grevé du passif de la dette d'emprunt qui est, en général, très élevé.

Dans l'hypothèse d'une fusion, les termes financiers de l'échange de titres peuvent avoir pour conséquence de donner aux associés minoritaires de la société acquise, sinon le contrôle de la société issue de la fusion, du moins une influence politique notable pour contrarier les intérêts des repreneurs.

Sur le plan juridique, la fusion comporte deux risques majeurs à savoir :

La constitution d'un abus de majorité. En effet, les actionnaires minoritaires peuvent faire valoir que l'intérêt de la cible a été lésé par la fusion ;

La constitution d'un abus de pouvoir, dans le cas où il est invoqué que les administrateurs ont agi dans un sens qu'ils savaient contraire à l'intérêt de la société servant leurs fins personnelles ou favorisant une autre société dans laquelle ils étaient intéressés directement ou indirectement.

ii) Les limites financières

Sur le plan financier, la fusion n'est pas sans inconvénients car elle peut fragiliser la structure financière de la société issue de la fusion en grevant le passif du bilan de cette société de la dette d'emprunt contractée par le holding. Cette aggravation de la structure du passif se traduit par une détérioration du ratio (endettement/fonds propres) susceptible d'entraîner une perte de crédibilité financière de la société vis-à-vis de ses partenaires externes (fournisseurs, banques, etc.).

~~Partie III : Examen d'un montage financier LBO~~

I. LES PREALABLES AU MONTAGE

Il est nécessaire de comprendre le processus général selon lequel se déroule une opération LBO, à commencer du *sourcing* jusqu'à la signature des contrats.

I.1 SOURCING DE L'OPERATION

D'un point de vue pratique, plusieurs événements peuvent être à la source d'une opération du type LBO :

L'approche directe : (*mailing, phoning*, salons, forums d'investissement, etc.) ;

Le réseau de relations : (dirigeants d'entreprises, banquiers, etc.) ;

Les situations spéciales : (conflit entre actionnaires, difficultés de la maison-mère, identification d'un dirigeant repreneur extérieur, etc.) ;

Les apporteurs d'affaires professionnels : (banques d'affaires, boutiques M&A spécialisées, etc.).

I.2 ANALYSE STRATEGIQUE DE LA CIBLE

Quelque soit la source de l'opération, l'acquéreur ou les futurs repreneurs devront réaliser une analyse préalable de l'opération. Cette analyse a pour objectif de cerner l'activité de l'entreprise, le secteur dans lequel elle évolue ainsi que les leviers de développement stratégiques.

Afin de réaliser un diagnostic stratégique relatif à une société, plusieurs outils existent tels que les matrices SWAT. Il s'agit de fonder le diagnostic stratégique sur la différenciation entre ce qui est interne à l'entreprise et ce qui relève de son environnement :

Éléments internes	Éléments extérieurs
Strengths	Opportunities
Weaknesses	Threatens

I.2.1 Les éléments internes à l'entreprise

Il s'agit d'opposer les forces et les faiblesses de l'entreprise. A titre d'exemple, les forces de l'entreprise peuvent être sa renommée, ses compétences techniques ou technologiques, son/ses produit(s), le management, etc.

Ces faiblesses seront, par exemple, une main d'œuvre vieillissante ou mal formée, des problèmes de qualité de production, sa gestion, un outil de production vieillissant, etc.

Cette phase de l'analyse doit prendre en compte l'évolution de l'entreprise. Pour recueillir ces informations, l'idéal est de pouvoir rencontrer les dirigeants de la société mais également une partie de son personnel afin de sonder le climat social au sein de l'entreprise.

I.2.2 Les éléments extérieurs

Il s'agit de déterminer les potentialités dont dispose l'entreprise sur son marché et les handicaps qui pourraient l'empêcher de croître. Cette phase de l'analyse repose sur l'étude du secteur d'activité de l'entreprise mais aussi sur tous les acteurs susceptibles d'y jouer un rôle.

Ceux ci peuvent appartenir à des catégories différentes:

Pouvoirs publics: rôle de l'état, organismes régulateurs du secteur, etc.

Privés: entreprises concurrentes, partenaires potentiels, etc.

Economiques: quelles sont les contraintes qui pèsent sur le secteur, de quelles aides l'entreprise peut elle bénéficier, etc.

Culturels: y a t-il des barrières culturelles dans ce secteur d'activité, comment l'entreprise doit-elle recruter, etc.

Cette partie de l'analyse peut être réalisée à l'aide d'études portant sur le secteur d'activité de l'entreprise. Les dirigeants de l'entreprise concernée peuvent également apporter des réponses à certaines de ces questions.

I.3 LE DIAGNOSTIC STRATÉGIQUE

Le diagnostic stratégique a deux objectifs:

Comprendre comment a évolué l'entreprise et repérer ses forces et ses faiblesses ;

Se forger une idée sur l'environnement dans lequel évolue l'entreprise, et cerner les menaces et les opportunités à moyen et long terme.

Pour ce faire, il faut déterminer, entre autre, les compétences clés que la société étudiée a mis en place ou qu'elle devra mettre en place pour s'imposer sur son marché ainsi que ces avantages compétitifs. C'est l'analyse interne à l'entreprise qui permet de déterminer ces compétences clés, indispensables à l'entreprise pour créer de la valeur et se différencier de ses concurrents.

Si les conclusions de l'analyse stratégique s'avèrent satisfaisantes aux yeux des investisseurs potentiels, ces derniers passeront à une autre étape de l'analyse, qui concerne le diagnostic financier de l'entreprise cible.

I.4 DIAGNOSTIC FINANCIER DE LA CIBLE

Le diagnostic financier constitue un volet important du diagnostic d'ensemble de l'entreprise. Son objet est de faire le point sur la situation financière de l'entreprise en mettant en évidence ses forces et ses faiblesses. Mais il faut tout de même admettre que l'analyse des états financiers de l'entreprise ne prend tout son sens que s'il est tenu compte de l'environnement dans lequel elle évolue, et des caractéristiques managériales qui lui sont propres.

L'intérêt de l'analyse et du diagnostic financier découle du fait, qu'ils permettent de comprendre l'évolution passée des indicateurs financiers de l'entreprise; et de juger son potentiel de développement futur. Dès lors, l'analyse et le diagnostic financiers seront centrés, soit sur l'étude de l'équilibre financier et de la solvabilité de l'entreprise sur la base de son bilan, soit sur l'analyse des performances industrielles, commerciales et de productivité sur la base du compte de résultats et de ses soldes intermédiaires de gestion.

En parallèle à cette analyse préalable, « l'appétit » des banquiers et des mezzaneurs est sondé pour calibrer le levier potentiel de l'opération. A l'issue de cette phase, le fonds d'investissement décide de remettre ou non une lettre d'intérêt indicative au vendeur ou à

l'intermédiaire en charge de la vente. Sur la base de cette lettre, le vendeur sélectionne un nombre restreint de candidats (4 à 6) qui accéderont à une phase complémentaire d'analyse qui est beaucoup plus poussée.

I.5 L'APPROFONDISSEMENT DE L'ANALYSE

Cette phase d'approfondissement de l'analyse, peut être scindée en quatre étapes fondamentales et complémentaires.

I.5.1 La data-room

Lors de cette étape, le vendeur met à la disposition des acquéreurs potentiels, pendant 3 à 5 jours, un ensemble d'informations clefs de l'entreprise :

- Contrats commerciaux, déclarations fiscales, etc. ;
- Contrats de travail, tableaux de bord, comptes sociaux, etc. ;
- Etudes de marché, litiges en cours, baux commerciaux, etc. ;
- Liste des brevets, contrats fournisseurs, etc. ;
- Détail du business plan, etc.

L'investisseur financier est souvent associé lors de cette phase par des auditeurs professionnels et/ou par des experts sectoriels (expert industriel en charge de l'évaluation de l'outil de production, expert marketing pour étudier le positionnement stratégique de l'entreprise, etc.)

I.5.2 La « management presentation »

Les principaux managers de l'entreprise présentent pendant une 1/2 journée le fonctionnement de celle-ci et de son/ses marché(s) aux investisseurs potentiels. Cette présentation permet à ces derniers de juger (partiellement) de la qualité du management et de faire réagir les dirigeants sur les enjeux majeurs de leur métier ou de leur marché.

Les questions particulières soulevées au cours du diagnostic stratégique et financier, ou bien après constitution de la *data-room*; peuvent être exposées au management afin qu'il apporte les éclaircissements nécessaires.

I.5.3 Les visites de sites

Durant cette phase, les investisseurs potentiels sont censés avoir une idée plus aboutie sur le projet, et afin de la compléter, ils seront notamment amenés à visiter un ou plusieurs sites de production de l'entreprise avec plusieurs objectifs dont les principaux sont :

- Mieux comprendre le fonctionnement et l'organisation de l'entreprise ;
- Juger de l'état de vétusté des matériels, des bâtiments et des stocks ;
- Analyser le degré de productivité et de technicité ;
- Mesurer le niveau de l'activité.

I.5.4 La recherche d'informations

Une recherche d'informations auprès de sources externes à l'entreprise s'avère primordiale et ce, dans l'objectif d'effectuer des recoupements d'informations et de valider les conclusions de l'analyse. Cette recherche peut prendre plusieurs formes :

Sites internet, presse spécialisée, bibliothèques ;
Syndicats professionnels, ministères, salons professionnels ;
Associations sectorielles, groupements professionnels ;
Etudes de marchés réalisées par des entités indépendantes (Chambre de commerce) ;
Etudes de brokers, rapports annuels de concurrents ;
Interviews : clients, fournisseurs, experts sectoriels.

I.5.5 L'engagement réciproque des parties

La phase d'analyse approfondie débouche sur la rédaction d'une lettre d'offre (généralement avec l'accord de financement des banques et mezzaneurs) sous conditions d'audits. Celle-ci a pour objectif de permettre au vendeur de sélectionner 1 (ou 2) candidat(s) pour la phase finale. Cette lettre doit être la plus détaillée possible et précise généralement les points suivants :

- L'identité du ou des acquéreurs ;
- Le périmètre d'acquisition ;
- Le prix de la transaction retenue ;
- Les hypothèses sous-jacentes à l'élaboration de ce prix ;
- Les modalités de paiement du prix ;
- Les modalités de financement de l'acquisition ;
- Les conditions suspensives ;
- La stratégie envisagée par le ou les acquéreurs ;
- Le devenir du management actuel et le package qui leur est proposé ;
- Les principaux termes envisagés pour la garantie d'actif et de passif ;
- La date de fin de validité de l'offre ;
- Les personnes à contacter.

Si un accord est trouvé entre les 2 parties, le vendeur octroie une phase d'exclusivité à l'acquéreur potentiel pour une période donnée (2 à 3 mois). Une phase d'audits approfondis et complémentaires peut alors démarrer. L'acquéreur mandate des experts pour le conforter dans son analyse :

- Audit de marché / stratégique / organisation ;
- Audit industriel ;
- Audit comptable et financier ;
- Audit juridique, fiscal et social ;
- Audit assurances ;
- Audit environnement ;
- Expertise immobilière, le cas échéant, etc.

Parallèlement, l'acquéreur mène ses propres investigations (rencontre des managers de l'entreprise, discussion du business plan, interviews de clients, de fournisseurs, d'experts du marché, etc.), met en place les financements externes et négocie les documents juridiques. Les aspects concernant la mise en place du financement font l'objet d'une analyse spécifique. La mise en place et la négociation du package au management revêt également une importance fondamentale.

I.6 LE CLOSING DU DEAL

A l'issue des 2-3 mois d'audits approfondis et en supposant que les conclusions de ceux-ci confirment les premières analyses des investisseurs potentiels, s'ouvre une période de 2-3 semaines pour préparer le closing de l'opération :

- Création de la NewCo ;
- Convocations et tenue des différentes AG et Conseil ;
- Démissions et nominations, le cas échéant ;
- Réalisations des augmentations de capital ;
- Levée des conditions suspensives bancaires ;
- Virements bancaires ;
- Remise des ordres de mouvements.

On conclut donc que la négociation d'une opération LBO s'étale sur une longue durée, et comporte une imbrication d'éléments stratégiques, financiers et juridiques.

II. EVALUATION D'UN LBO (SOCIETE CITY TOUR)

II.1 PRESENTATION DE LA SOCIETE

Créée en 2000, la société City Tour est spécialisée dans l'exploitation des circuits touristiques à Tanger. Monsieur M. BERRADA, homme d'affaire avéré, détient 100% du capital de la société City Tour. Pour des raisons familiales, Monsieur BERRADA, décide de céder une partie de ses parts dans le capital de la société. Plusieurs investisseurs ont manifesté leur intérêt pour prendre part de cette opération compte tenu des performances économiques de l'entreprise durant ses premières années ainsi que les opportunités majeures que présente ce secteur d'activité.

II.1.1 Présentation de l'activité de la société City Tour :

La société City Tour offre deux types de circuits touristiques par autocars :

Un circuit dédié aux principaux monuments historiques et patrimoniaux de la ville de Tanger: **Circuit A** ;

Un circuit faisant le tour des principaux quartiers de la ville, y compris la ville ancienne : **Circuit B**.

Chacun des deux circuits est desservi par un autocar (**Autocar A** et **Autocar B**) du type Volvo aménagé spécialement pour offrir aux passager une vue panoramique plein air de la ville.

Le tableau suivant présente les principaux chiffres clés de la société City Tour décrivant son activité durant l'exercice 2008 :

Indicateur	Chiffres clés (2008)
Nombre de clients transportés au 31/12/2008	
Circuit A	34 560 passagers
Circuit B	25 920 passagers
Prix Circuit A au 31/12/2008	
	120 dh
Prix circuit B au 31/12/2008	
	150 dh
CA Circuit A au 31/12/2008	
	4 147,2 kdh
CA Circuit B au 31/12/2008	
	3 888,0 kdh
Longueur du Circuit A	
	20 km
Longueur du Circuit B	
	30 km
Nombre de places de l'autocar A	
	40 places
Nombre de places de l'autocar B	
	40 places
Taux d'occupation moyen pour l'autocar A au 31/12/2008 ²	
	60%
Taux d'occupation moyen pour l'autocar B au 31/12/2008	
	60%
Nombre cumulé de jours d'activité à fin 2008 ³	
	180 jours
Dette financière au 31/12/2008	
	1 800,0 kdh
Trésorerie nette au 31/12/2008	
	824,1 kdh
Capitaux propres au 31/12/2008	
	4 545,9 kdh
Capital social (valeur nominale d'une action de 50 dh)	
	2 000,0 kdh

II.1.2 Perspectives sectorielles :

Le secteur touristique devrait entamer une période de régression sur les trois prochaines années en raison de l'impact de la crise mondiale qui produit un ralentissement des entrées touristiques. Ceci se traduira par une décélération de l'activité de la société. Eu égard à cette situation, et pour contrer les effets néfastes sur ce secteur, le gouvernement prévoit

² Le taux d'occupation d'un autocar est calculé en divisant le nombre annuel de passagers transportés, par la « pleine » capacité totale (correspondant au Nombre de places par véhicule x Nombre de circuits réalisés pendant n jours d'activité)

³ Temps cumulé pendant lequel les autocars sont en service.

d'encourager le tourisme national à travers la mise en place de quelques mesures de soutien notamment le renforcement de la promotion de l'image du pays à l'étranger

II.1.3 Politique de développement :

Afin de compenser un éventuel ralentissement de son volume d'affaires réalisé auprès des touristes étrangers, la société prévoit de diversifier son portefeuille clientèle en se positionnant sur les deux autres segments suivants :

Les hommes d'affaires étrangers transitant par la métropole : ils représentent à fin 2008, 30% de l'ensemble des visiteurs de la ville et ne disposent pas de temps suffisant pendant leurs séjours pour visiter la ville et ses principaux attraits culturels et urbanistiques ;

Les touristes nationaux, dont la demande affiche une croissance considérable sur les 5 dernières années et devrait poursuivre sa progression en raison de la politique d'encouragement adoptée par l'Etat.

II.2 SYNOPTIQUE SECTORIEL SUR L'ACTIVITE DU TOURISME A TANGER

Le nombre de touristes visitant le Maroc a connu durant les dernières années une croissance exponentielle soutenue par la stratégie mise en place par le gouvernement marocain visant à atteindre 10 millions de touristes en 2010. Compte tenu des performances réalisées durant l'année écoulée, le moins que l'on puisse dire, c'est qu'à l'approche de la vision 2010, on présage les augures les plus optimistes. Surtout, qu'en dépit de la crise financière, le nombre d'arrivés a progressé de 3,8% durant les 4 premiers mois de l'année 2009.

Cela étant signalé, il y a fort à parier que l'enclenchement des autres piliers de la vision 2010 produirait des effets autrement plus positifs. Les différents chantiers de construction de nouveaux hôtels, la création de fonds d'investissements touristiques, la mise en service des nouvelles stations balnéaires, la mise en place de projets structurants d'infrastructure (autoroutes, liaisons ferroviaires...) et l'institutionnalisation des filières de formation professionnelle joueront pleinement dans cette propension tout à la fois porteuse et prometteuse. Car il s'agit avant et après tout d'améliorer et de pérenniser la contribution du secteur touristique au PIB et à l'emploi.

A ceci s'ajoute que le Souverain a encouragé le ministère et la Fédération du tourisme «à ouvrir, d'ores et déjà, le chantier de la Vision 2020» en demandant «à ce que les études poussées et les choix d'aménagement du territoire qui en résulteront, ainsi que le débat entre les différents intervenants soient achevés d'ici 2009». Autrement dit le nouvel objectif est de conclure, en 2010, un nouveau contrat-programme Vision 2020 pour le tourisme marocain. Le ton a ainsi été donné car il ne s'agit, à présent, plus de se complaire en chiffres et en réalisations, en répétant à qui veut l'entendre que les 10 millions de touristes seront probablement atteints en 2010.

La société City Tour jouit de son emplacement stratégique à Tanger, la capitale du nord, qui à l'image du mouvement de croissance du tourisme marocain décrit précédemment, bénéficie d'une multitude d'atouts lui permettant d'offrir une mine d'attraction des touristes et notamment les cas échéant des hommes d'affaires principale cible de la société. Ces opportunités se présentent comme suit :

- Proximité des marchés émetteurs,
- Diversité et richesse des potentialités naturelles, culturelles et historiques ;
- Passage transitaire pour les Marocains Résidents à l'Etranger;
- Présence de grandes multinationales (tourisme d'affaire) ;
- Un arrière pays rural à valeur écologique (Eco-tourisme) ;
- Une amélioration continue du produit touristique régional;
- Projets d'aménagement balnéaire de qualité : Cap Spartel, Ghandouri, Le Lac, Dolphin Resort Ras Laflouka, etc ;
- Mise en valeur du patrimoine, mise à niveau de l'ancienne Médina (Rénovation des anciennes bâtisses) ;
- Mise en place du fonds Renovotel dédié à la rénovation des unités hôtelières existantes ;
- Conversion du Port de Tanger en port de plaisance et de croisière.

Monsieur BERRDA, compte tirer pleinement profit de opportunités de la ville puis il envisage lancer une campagne publicitaire afin d'assurer une pénétration progressive des deux segments cibles.

II.3 HYPOTHÈSES DE BUSINESS PLAN

A travers la diversification de son portefeuille clientèle, la société prévoit d'augmenter son volume d'activité pour atteindre progressivement un taux d'occupation de 92,5% à horizon 2013 comme le montre le tableau suivant :

	2009	2010	2011	2012	2013
Taux d'occupation ciblé	62,0%	67,5%	72,5%	82,5%	92,5%

Réf : Tableau 1

Un positionnement sur les segments des hommes d'affaires étrangers et des touristes locaux permettrait également d'augmenter le nombre cumulé de jours d'activité pour inclure progressivement (i) les différentes fêtes nationales et religieuses (près de 15 jours cumulés) qui enregistrent une croissance des entrées touristiques nationales, ainsi que (ii) les jours de l'années qui connaissent un afflux important des hommes d'affaires (près de 45 jours cumulés).⁴

Le tableau suivant décline la progression prévue du nombre de jours d'activité selon les estimations de la société :

⁴ Pendant les vacances scolaires estivales, la métropole ne représente pas la destination favorite des touristes nationaux. La société réalise néanmoins un volume d'affaires important avec la clientèle étrangère.

	2009	2010	2011	2012	2013
Nombre cumulé de jours d'activité	180,0	195,0	210,0	225,0	240,0

Réf : Tableau 2

II.3.1 Plan d'investissement

Pour accompagner le développement de son activité prévu jusqu'en 2013, la société a prévu le plan d'investissement suivant :

Année	Investissements / crédit-bail
01/04/2011	Acquisition de deux voitures de service Kango : Coût d'acquisition (les deux) : 250 kdh ; Durée d'amortissement : 5 ans.
01/07/2012	Aménagement de 3 nouveaux points de ventes pour un montant de 600kdh (durée d'amortissement = 10 ans).

Réf : Tableau 3

II.3.2 Hypothèse de projection du chiffre d'affaires et des charges d'exploitation

Agrégats	Hypothèses
Volumes d'affaires	Taux d'occupation x La capacité d'accueil de la flotte
Capacité d'accueil d'un autocar	Nombre de circuits effectués pendant n jours d'activité x Nombre de places N.B. : - La société travaille 12 heures par jour ; - Le temps nécessaire pour la préparation des autocars entre deux tours de circuit est de 30 min.
Vitesse commerciale	2009 – 2011 : 20 km/h 2012 – 2013 : 24 km/h sur le circuit A et 24,7 km/h sur le circuit B. La société entend, en effet, profiter des élargissements de voiries programmés par les autorités sur certains axes.
Taux d'occupation prévisionnel	Voir le tableau 2
Prix	Pour l'année 2009 : mêmes prix appliquée en 2008 ; Pour la période 2010-2013 : la société entend baisser ses tarifs de 3% annuellement.
Coût du carburant	Chacun des autocars A et B consomme un litre de carburant par km parcouru.

Agrégats	Hypothèses
	N.B : - La distance à vide parcourue par les deux autocars par jour d'activité s'établit à 34 km.
Coût de la pneumatique	La société City Tour change un train de pneu tout les 1 000 km parcourus.
Entretien & maintenance (dont achat de pièces de rechange)	Les coûts d'entretien sont estimés à 15 dh par kilomètre parcouru.
Eau & électricité	Pour la période 2009 – 2011 : les charge d'eau et d'électricité se stabilise à un montant moyen estimé à 72 kdh par an ; En 2012, ces charges augmentent de 30% en raison de l'ouverture de trois nouveaux points de vente.
Autres charges de fournitures	Représentent sur la période prévisionnelle un pourcentage moyen de 3% du chiffre d'affaires.
Impôts et taxes	Représentent sur la période prévisionnelle un pourcentage moyen de 0,2% du chiffre d'affaires
Charges de personnel	Dans le cadre de la stratégie de diversification et développement de son portefeuille clientèle (nécessitant notamment l'ouverture de trois nouveaux points de vente), la société prévoit de renforcer ses effectifs selon le programme suivant : - 2009 : recrutement de 2 personnes, ramenant l'effectif à 22 ; - 2011 : recrutement de 3 personnes, ramenant l'effectif à 25 ; - 2012 : recrutement de 3 personnes, ramenant l'effectif à 28 ; - 2013 : recrutement de 2 personnes, ramenant l'effectif à 30. Le salaire brut moyen par personne est estimé à 120 kdh en 2009. Il augmente ensuite de 5% annuellement.

Réf : Tableau 4

II.3.3 Amortissements découlant des investissements réalisés avant la période prévisionnelle :

Le tableau suivant présente les amortissements prévisionnels relatifs aux immobilisations existantes à fin 2008 :

En kdh	2009	2010	2011	2012	2013
Amortissements historiques	570,0	570,0	500,0	500,0	500,0

Réf : Tableau 5

II.3.4 Ratios de liquidité :

Le tableau suivant présente les ratios de liquidité de la société sur la période prévisionnelle⁵

En jours	2009	2010	2011	2012	2013
Délai de règlement des fournisseurs	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Délai de paiement des clients	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Délai de rotation des stocks de carburant	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Délai de rotation des stocks de pneumatique	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Délai de rotation des stocks de pièces de rechange	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00

Réf : Tableau 6

II.4 VALORISATION DE LA SOCIETE CIBLE

Compte tenu de la difficulté de la détermination d'une valeur exacte de l'entreprise en raison de la multiplicité et la divergence des méthodes d'évaluation, la banque d'affaire en concertation avec le top management a décidé d'utiliser trois méthodes d'évaluation qui se présentent comme suit :

II.4.1 valorisation par la méthode DCF

i) Détermination du CA prévisionnel sur la période 2009-2013 :

	2009	2010	2011	2012	2013
Longueur du circuit A	20 km				
Longueur du circuit B	30 km				
Vitesse commerciale – circuit A	20 km/h	20 km/h	20 km/h	24 km/h	24 km/h
Vitesse commerciale – circuit B	20 km/h	20 km/h	20 km/h	24,7 km/h	24,7 km/h
Heures nécessaires pour faire un circuit A	1,00 h	1,00 h	1,00 h	0,83 h	0,83 h
Heures nécessaires pour faire un circuit B	1,50 h	1,50 h	1,50 h	1,21 h	1,21 h
Heures nécessaires pour la préparation des autocars entre deux tours du circuit A	0,50 h				
Heures nécessaires pour la préparation des autocars entre	0,50 h				

⁵ Ces ratios correspondent à des moyennes calculées sur la période historique allant de la création de la société à fin 2008.

deux du circuit B					
Nombre d'heures travaillées par jours (de 8 h à 20h)	12 h				
Nombre de circuits effectués par jours – Circuit A	8,00	8,00	8,00	9,00	9,00
Nombre de circuits effectués par jours – Circuit B	6,00	6,00	6,00	7,00	7,00
Nombre de jours d'activité (n)	180,00 j	195,00 j	210,00 j	225,00 j	240,00 j
Nombre de circuits A effectués par an	1 440,00	1 560,00	1 680,00	2 025,00	2 160,00
Nombre de circuits B effectués par an	1 080,00	1 170,00	1 260,00	1 574,73	1 679,72
Nombre de places par autocars	40,00	40,00	40,00	40,00	40,00
Capacité d'accueil de l'autocar A (pendant n jours)	57 600,00	62 400,00	67 200,00	81 000,00	86 400,00
Capacité d'accueil de l'autocar B (pendant n jours)	43 200,00				
Taux d'occupation	62,0%	67,5%	72,5%	82,5%	92,5%
Nombre de passagers –Circuit A	35 712,00	42 120,00	48 720,00	66 825,00	79 920,00
Nombre de passagers – circuit B	26 784,00	29 160,00	31 320,00	35 640,00	39 960,00
Prix circuit A	120,00	116,40	112,91	109,52	106,24
Prix circuit B	150,00	145,50	141,14	136,90	132,79
CA circuit A en kdh	4 285,44	4 902,77	5 500,88	7 318,72	8 490,31
CA Circuit en kdh	4 017,60	4 242,78	4 420,35	4 879,15	5 306,45
CA total en kdh	8 303,04	9 145,55	9 921,23	12 197,87	13 96,76

Le CA prévisionnel sur la période 2009- 2013 suivra globalement une tendance haussière et ce en raison de la progression de l'afflux des passagers attendus pendant cette période ainsi que l'augmentation du nombre de jours d'activité prévu.

ii) Estimation de l'Excédent Brut d'Exploitation prévisionnel :

	2009	2010	2011	2012	2013
Chiffre d'affaires (en kdh)	8 303,04	9 145,55	9 921,23	12 197,87	13 796,76
Nombre de circuits A effectués par an	1 440,00	1 560,00	1 680,00	2 025,00	2 160,00
Nombre de circuits B effectués par an	1 080,00	1 170,00	1 260,00	1 574,73	1 679,72
Longueur du circuit A	20 km	20 km	20 km	20 km	20 km
Longueur du circuit B	20 km	20 km	20 km	20 km	20 km

Distance à vide parcourue par jour d'activité	34 km				
Nombre de km parcourus sur le circuit A	28 800,00	31 200,00	33 600,00	40 500,00	43 200,00
Nombre de km parcourus sur le circuit B	32 400,00	35 100,00	37 800,00	47 242,03	50 391,50
Nombre de km parcourus à vide	6 120,00	6 630,00	7 140,00	7 650,00	8 160,00
Nombre total de km parcourus	67 320,00	72 930,00	78 540,00	95 392,03	101 751,50
Quantité de carburant achetée (en litre)	67 320,00	72 930,00	78 540,00	95 392,03	101 751,50
Coût d'un litre de carburant en dh	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
Charges d'achat de carburant en kdh	504,90	546,98	589,05	715,44	763,14
Nombre de trains de pneumatique achetés	67,32	72,93	78,54	95,39	101,75
Coût d'un train de pneumatique en kdh	25,00	25,00	25,00	25,00	25,00
Charges d'achats de pneumatiques en kdh	1 683,00	1 823,25	1 963,50	2 384,80	2 543,79
Coût d'entretien et de maintenance par Km en dh	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Charges d'entretien et de maintenance en kdh	1 009,80	1 093,95	1 178,10	1 430,88	1 526,27
Charges d'eau et d'électricité en kdh	72,00	72,00	72,00	93,60	93,60
Autres charges de fournitures en kdh	249,09	274,37	297,64	487,91	551,87
Impôts et taxes en kdh	16,61	18,29	19,84	24,40	27,59
Effectifs	22,00	22,00	25,00	28,00	30,00
Salaire annuel brut moyen en kdh	120,00	126,00	132,30	138,92	145,86
Charges de personnel en kdh	2 640,00	2 772,00	3 307,50	3 889,62	4 375,82
EBE en kdh	2 127,64	2 544,72	2 493,60	3 171,22	3 914,67
<i>(en % du CA)</i>	<i>26%</i>	<i>28%</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>	<i>28%</i>

A l'image du CA, l'EBE prévisionnel sur la période étudiée connaîtra le même sort en suivant un trend haussier. Ceci s'explique par un accroissement des charges moins important que celui du CA, en raison d'une meilleure maîtrise des charges d'exploitation et ce en dépit de la hausse des charges du personnel liée au recrutement prévu durant la période pour accompagner le développement de l'activité de l'entreprise.

iii) Calcul du Besoin en fonds de Roulement prévisionnel :

	2009	2010	2011	2012	2013
Délai de règlement des fournisseurs en kdh	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Charges d'achats et charges externes	3 518,79	3 810,54	4 100,29	5 112,64	5 478,67
Dettes fournisseurs en kdh	585,13	586,47	635,09	683,38	852,11
Délai de paiement des clients	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CA en kdh	8 303,04	9 145,55	9 921,23	12 197,87	13 796,76
Créances clients en kdh	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Délai de rotation des stocks de carburant	20,00	20,00	20,00	20,00	20,00
Charge de carburant en kdh	504,90	546,98	589,05	715,44	763,14
Stock de carburant en kdh	28,05	30,39	32,73	39,75	42,40
Délai de rotation des stocks de pneumatique	15,00	15,00	15,00	15,00	15,00
Charges de pneumatique en kdh	1 683,00	1 823,25	1 963,50	2 384,80	2 543,79
Stock de pneumatiques en kdh	70,13	75,97	81,81	99,37	105,99
Délai de rotation des stocks de pièces de rechange	30,00	30,00	30,00	30,00	30,00
Charge d'entretien et de maintenance en kdh	1 009,80	1 093,95	1 178,10	1 430,88	1 526,27
Stock de pièces de rechange en kdh	84,15	91,16	98,18	119,24	127,19
Besoin en fonds de roulement en Kdh	-404,14	-437,57	-470,67	-593,75	-637,53
Variation du BFR en kdh	-1,34	-33,43	-33,10	-123,08	-43,78

Le développement de l'activité nécessite d'avantage de fonds pour financer les besoins de l'entreprise à court terme. Ceci constitue une suite logique de la croissance de l'activité. Pour City Tour, et compte tenu de la hausse de l'activité prévue durant la période étudiée, son BFR va croître au fil des années mais dans une moindre mesure en comparaison avec la croissance du CA.

iv) Calcul des Flux de trésorerie libres (FCF) :

L'ensemble des calculs qui ont été fait dans cette partie nous servent à déterminer le cash flow disponible utilisé dans l'estimation de la valeur de l'entreprise selon cette première méthode qui consiste à actualiser les flux futurs dégagés durant la période étudiée :

En kdh	2009	2010	2011	2012	2013
EBE	2 127,64	2 544,72	2 493,60	3 171,22	3 914,67
- IS/EBE	638,29	763,41	748,08	951,37	1 174,40
Amortissements	570,00	570,00	537,50	580,00	610,00
+ Economie d'IS / amort	171,00	171,00	161,25	174,00	183,00
- Variation de BFR	-1,34	-33,43	-33,10	-123,08	-43,78
- Investissements	0,00	0,00	250,00	600,00	0,00
Cash flows disponibles	1 661,69	1 985,73	1 689,86	1 916,94	2 967,05

v) Calcul du taux d'actualisation (Coût Moyen Pondéré du Capital) :

L'actualisation des flux futurs exigent la détermination d'un taux d'actualisation qui représente la rémunération des bailleurs de fonds : Actionnaires et les apporteurs de la dette.

La détermination de ce coût dépend du coût des fonds propres, du coût de la dette et de leur proportion dans le capital selon la formule suivante :

$$CMPC = [Cf \times (K/D+K) + I \times (1 - t) \times (D/K+D)]$$

Avec : **Cf** : Coût des fonds propres

I : Taux d'intérêt

T : Taux d'IS

D : Dettes financières

K : Capitaux propres

Le coût de la dette estimé à 7,5%, il faut alors calculer le coût des fonds propres selon la formule du Modèle de l'Evaluation Des Actifs Financiers(MEDAF) :

$$Cf : Tx + \text{Bêta} \times \text{Prime de risque}$$

Avec : **Cf** : Coût des fonds propres

Tx : Taux sans risque qui est celui des bons de trésors

Bêta : Représente la volatilité du titre par rapport à celle du marché

Prime de risque : la rémunération du risque pris par les actionnaires relativement à celui du marché

Pour l'entreprise City Tour, on dispose des informations suivantes :

Une prime de risque du marché qui s'établit à 7,1%

Un taux sans risque de 4,41%

Or pour appliquer le MEDAF, il faut trouver le Bêta de l'entreprise. C'est d'ailleurs la grande difficulté de l'utilisation de cette formule puisque l'entreprise n'est pas cotée, il est donc

impossible de le tirer directement du marché. Dans ce cas, les analystes financiers ont recours aux informations disponibles sur le marché en étudiant le cas des entreprises comparables à la société. C'est-à-dire des entreprises se trouvant sur le même secteur d'activité et ayant la même structure financière. Compte tenu de l'absence de telles entreprises cotées à la bourse de valeur de Casablanca, la recherche d'entreprises comparables a été faite sur une place étrangère (Euronext) et a permis de sortir avec les éléments suivants :

Sociétés comparables cotées	Bêta désendetté	Capitalisation	Pondération
Paris Circuit	1,3	40 000 k€	48%
Pronto City	1,1	23 000 k€	28%
Chicago Tour	1,0	19 500 k€	24%

Ces informations permettent de calculer un bêta moyen pondéré sectoriel d'une entreprise désendettée de 1,17.

Or, dans notre cas, l'entreprise est endettée, d'où la nécessité de calculer un bêta endetté selon la formule suivante :

$$\text{Bêta endetté} = \text{Bêta désendetté} \times [1 + (1 - \text{Taux D'IS}) \times \text{Effet de Levier}]$$

On sait que : Effet de Levier : $[(\text{Dettes financières} - \text{Trésorerie nette}) / \text{Capitaux propres}]$

Donc selon les informations avancées dans le tableau récapitulatif des chiffres clés de l'année 2008, on peut faire les calculs :

$$\text{Bêta endetté} = 1,17 \times [1 + (1 - 30\%) \times 21\%] = 1,34$$

$$\text{Avec : Le levier financier} = [(1\ 800,0 - 824,1) / 4\ 545,9] = 21\%$$

Selon la formule du MEDAF, Le coût des fonds propres s'établit alors à 13,94% (= 4,41% + 1,34 x 7,1%).

Et selon la formule du CMPC et compte tenu d'une valeur de l'endettement net à fin décembre 2008 de 975,9 kdh et d'une valeur des fonds propres à fin 2008 de 4 545,9 Kdh, le coût moyen pondéré du capital s'établit à 12,4%.

vi) Valeur de 100% des fonds propres :

En kdh	2009	2010	2011	2012	2013
Cash flows disponibles	1 661,69	1 985,73	1 689,86	1 916,94	2 967,05
Facteurs temporels	1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Facteurs d'actualisation	0,89	0,79	0,70	0,63	0,56
Cash flows disponibles actualisés	1 478,37	1 571,77	1 190,02	1 201,00	1 653,84
Sommes des cash flows actualisés au 7/1/2009	7 095,00				

En kdh	
Cash flows disponibles 2013	2 967,05
Facteur temporel (fin 2013)	5,00

Facteur d'actualisation (fin 2013)	0,56
Taux de croissance à l'infini du flux normatif	3,00%
Valeur finale	18 121,88
Somme des cash flow actualisés	7 095,00
Valeur intrinsèque de la société City Tour	25 216,88
- endettement net à fin 2008	- 975,90
Valeur de 100% des fonds propres	24 240,98

Ainsi, la somme de la valeur actualisée des flux de trésorerie disponibles réalisés sur la période étudiée et de la valeur terminale qui elle tient comprend l'évolution prévue à l'infini à un taux de croissance de 3% permet de valoriser l'entreprise à **22 240,98 KDH**.

II.4.2 Valeur des fonds propres par la méthode des DDM :

Cette méthode stipule que la valeur d'une entreprise est égale à la somme actualisée des dividendes encaissés par les actionnaires sur la période prévisionnel. A cette somme on ajoute une valeur terminale qui représente une estimation à l'infini.

Or, pour le dividende encaissé dépend d'une part des résultats réalisés par l'entreprise et du taux de distribution des dividendes. Les prévisions faites se traduisent par les tableaux suivants :

EBE	2009	2010	2011	2012	2013
EBE	2 127,64	2 544,72	2 493,60	3 171,22	3 914,67
Amort	570,00	570,00	537,50	580,00	610,00
Charges financières/dettes(1)	135,00	68,00	0,00	0,00	0,00
Résultat avant impôt	1 422,64	1 906,72	1 956,10	2 591,22	3 304,67
Résultat net	995,85	1 334,70	1 369,27	1 813,86	2 313,27

En kdh	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Résultat net	905,32	995,85	1 334,70	1 369,27	1 813,86	2 313,27
Pay-Out	100%	100%	100%	100%	100%	
Dividendes		905,32	995,85	1 334,70	1 369,27	1 813,86
Facteurs temporels		1,00	2,00	3,00	4,00	5,00
Facteurs d'actualisation		0,88	0,77	0,68	0,59	0,52
Dividendes actualisés		794,56	767,08	902,31	812,43	944,54
Sommes des dividendes actualisés		4 220,92				

En kdh	
Dividendes 2013	1 813,86
Facteur temporel (fin 2013)	5,00
Facteur d'actualisation (fin 2013)	0,52
Taux de croissance à l'infini du flux normatif	3,00%
Valeur finale	8 892,86
Somme des dividendes actualisés	4 220,92
Valeur de 100% des fonds propres	13 113,78

Ainsi, la méthode des dividendes actualisés permet de donner une valeur des fonds propres de **13 113,78 Kdh**

II.4.3 la méthode des comparables boursiers (Multiple de l'EBE) :

Pour valoriser une entreprise, on peut aussi prendre des indicateurs d'entreprises comparables pour les appliquer à l'entreprise qui est à évaluer. C'est le principe de cette méthode qui consiste à recourir aux informations disponibles sur le marché relatives à des entreprises cotées comparables à la société cible. Là aussi, sur le marché marocain l'information n'est pas disponible, les analystes se sont alors tournés vers la place parisienne et ont tiré les informations suivantes :

Sociétés cotées	comparables	EBE au 31/12/2008	Capitalisation	EV/EBE
Paris Circuit		3 636 k€	40 000 k€	11,0x
Pronto City		1 917 k€	23 000 k€	12,0x
Chicago Tour		1 857 k€	19 500 k€	10,5x

Une moyenne pondérée des capitalisations de ces entreprises comparables donne un multiple de l'EBE qu'on va appliquer à notre société cible de : 11,2x. La valeur de 100% des fonds propres s'établit par conséquent à un montant de **22 554,83 kdh**.

L'utilisation des trois méthodes a permis aux parties prenantes de trouver un consensus relatif au prix de la réalisation de l'opération. Etant donnée l'importance de la méthode DCF qui tient compte d'une multitude de facteurs dans la détermination de la valeur de l'entreprise sur la base de données futures, il a été décidé après plusieurs heures de négociation de fixer le prix de l'opération à 22 millions de DHS. Ce prix représente approximativement la valorisation donnée par la méthode Discounted Cash Flow(DCF)

II.5 MONTAGE DE L'OPERATION

II.5.1 Architecture globale de l'opération

Comme toute opération d'acquisition par endettement, la création d'un holding reprenneur de la société cible est une étape importante pour l'aboutissement de l'opération. Ainsi, c'est un

Le holding « Newco » qui a été créé pour reprendre la société Tanger Tour. Il sera détenu à hauteur de 51% par Mr BERRADA (dirigeant du Groupe depuis 2000), à 44% par un nouvel investisseur (Mr YY) et 5% par les autres managers de la société et repose sur un apport en fonds propres de 10,45 millions de dirhams et d'une dette sénior remboursable sur 5ans de 10,45 millions de DHS.

Ainsi, les principales caractéristiques de la réalisation du montage financier de la reprise de City Tour sont les suivantes :

Drivers du Modèle	
Taux IS – Maroc	30%
Pay-out ratio (Cible)	100%
Valorisation Cible	
Multiple EBE	11.2x
Endettement net Cible (en milliers de dirhams)	987
Valorisation de la société	22 000
% détenu par la Holding	95%
Prix d'acquisition (en milliers de dirhams)	20 900
Montage de l'opération	
% Dette	50%
Montant Dette (en milliers de dirhams)	10 450
Taux d'intérêt de la dette	5.5%
Durée (ans)	5 ans

II.5.2 Données financières de l'opération

Toutes les données financières relatives à l'opération se présentent comme suit :

Sur la base du business plan prévisionnel, la valorisation totale de la cible est estimée à 22 millions de dirhams

L'endettement net de la cible au moment de la réalisation de l'acquisition est de 980 KDH dirhams soit une valeur d'entreprise égale à la valeur des fonds propres de la cible, soit 21 millions de dirhams ;

L'acquisition porte sur 95% des titres de la cible, soit une valeur de transaction de 20,9 millions de dirhams ;

L'opération sera réalisée par un apport en fonds propres représentant 50% du montant de l'opération, soit 10,45 millions de dirhams, et via une dette senior de 10,45 millions de dirhams ;

Le taux d'intérêt utilisé est un taux fixe de 7,5% et la maturité de la dette senior est de 5 ans ;

Selon le business plan prévisionnel, la cible devra remonter à la Holding des dividendes calculés sur la base d'un pay-out ratio de 100% du résultat net de la cible.

Les dividendes payés par la cible devront servir au remboursement de la dette senior contractée pour la réalisation de l'acquisition. Ces dividendes sont calculés sur la base d'un taux de distribution de 100% du résultat net de l'année n-1 (dividendes distribués en 2009 sont calculés sur le résultat de l'exercice 2008) ;

Le résultat fiscal imposable est calculé sur la base des charges d'intérêts (dette senior à un taux de 7,5%). Ainsi le résultat fiscal imposable exclue les dividendes (non imposition des dividendes) ;

Les apports en fonds propres correspondent à la part de *l'equity* dans la réalisation de la transaction de LBO,

CONCLUSION

L'essor des entreprises marocaines est une des conditions du développement du pays. La multiplication et le renforcement de ces entreprises est donc un enjeu majeur. Malheureusement, celles-ci sont encore trop peu nombreuses à prendre conscience du manque à gagner énorme qu'elle réalise en limitant leur développement compte tenu de la multitude des opportunités offertes. Bien sûr, on trouve dans le pays de très grandes entreprises, des filiales de multinationales pour l'essentiel et, à l'autre extrême du spectre, une infinité de micro-entrepreneurs, souvent informels, débrouillards, parfois capables de se développer grâce notamment à la micro finance, mais de façon forcément limitée. Entre les deux, le tissu des PME, qui fait la vitalité des économies développées, reste très faible.

Parmi les raisons évoquées au développement limité des entreprises au Maroc, on cite notamment le manque d'une part des capitaux pour financer les projets et d'une autre part une culture de gestion-planification stratégique et financière, structuration, formation, tableaux de bord de suivi, etc.

Le capital-investissement d'une part, et les banques de l'autre peuvent apporter une réponse à ces besoins ? D'où l'intérêt pour le Maroc de cette méthode par laquelle une reprise de la société cible se fait par le recours à un endettement conséquent. Apparue au Maroc dans les années 2000, cette technique est devenue au fil du temps un métier à part entière, qui permet à un nombre croissant d'entreprise de résoudre leurs problèmes de transmission, et à de nombreux dirigeants salariés de se transformer en entrepreneurs.

Si cette technique est très attractive du fait des nombreux avantages qu'elle procure, il faut néanmoins garder à l'esprit quelques vérités simples :

Très peu d'entreprises sont, de part les principes mêmes du LBO, susceptibles de faire l'objet d'une opération de ce type. La sélection ne peut être qu'impitoyable étant donné le nombre de critères que le cible doit respecter (rentabilité récurrente, stabilité du marché, fortes barrières à l'entrée, situation financière saine, etc.).

Aussi attractives que soient la cible et la transaction proposées, le LBO reste un métier extrêmement risqué où les retournements de situation peuvent être rapides et les pertes très importantes. Etant donné le nombre de facteurs qui entrent en jeu dans l'analyse, la qualité d'une cible et la réussite d'une opération ne sont jamais certaines. Comme à la bourse, il ne faut donc engager que ce que l'on est capable de perdre.

Une opération de ce type ne s'improvise pas et doit être mise en place par des professionnels, spécialistes de ce métier ou par des intervenants conseillés par de tels professionnels. On voit trop souvent, notamment dans les transactions de taille modeste, des intervenants – banquiers, avocats, experts comptables et parfois même investisseurs – qui pensent pouvoir s'improviser praticiens d'un métier qu'en réalité ils connaissent mal.

Les spécificités du capitalisme marocain (PME, entreprises à actionnariat familial, etc.) représente un environnement favorable pour l'essor et le développement des métiers du capital investissement en général, et du LBO en particulier.

Le LBO au Maroc paraît conserver de beaux jours devant lui, malgré les contraintes juridiques, financières et fiscales qui se présentent aujourd'hui. Il existe, néanmoins, des alternatives d'optimisation des effets de leviers et de la rentabilité des actionnaires.

Bibliographie

Pierre Vernimenn, Finance d'Entreprise, 6ème Edition, chez Dalloz.

Xavier THOUMIEUX, (2003) « Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier », Edition Economica.

Gérard CHAPALIN : Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise

Valérie Pintiaux : Guide pratique des opérations de LBO et leverage buy out

Webographies :

[Www.fusacq.com](http://www.fusacq.com)

[Www.lefigaro.fr](http://www.lefigaro.fr)

[Www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)

[Www.lbofrance.com](http://www.lbofrance.com)

[Www.oseo.fr](http://www.oseo.fr)

Sites de la presse économique spécialisée : L'Economiste, La VieEco

Rapport d'études :

Philippe Desbières, "**Le leverage Buy OU**", Université de Bourgogne, 2004.

Center For Management Buyouts Research (CMBOR), «**Secured creditor recovery rates from management buyouts in distress** », 2002.

AFIC, « **le LBO et le développement des entreprise en France** », 2005

Conseil scientifique d'Attac – Collectif LBO, « **LBO ou comment les fonds d'investissement accélèrent la déstructuration des rapports sociaux** », 2006

Bibliographie

- **Pierre Vernimenn**, Finance d'Entreprise, 6ème Edition, chez Dalloz.
- **Xavier THOUMIEUX**, (2003) « Le LBO, Acquérir une entreprise par effet de levier », Edition Economica.
- **Gérard CHAPALIN** : Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise
- **Valérie Pintiaux** : Guide pratique des opérations de LBO et leverage buy out
- **Christian Cadou et Jérémy Morvan**, « Ingénierie de reprise : du LBO et SBO », Laboratoire ICI, 2005.
- **Rachid BELKAHIA et Hassan OUDAD**, « Finance d'Entreprise », TOM 1, Gaeten Morin éditeur, 1997.
- **Philippe RAIMBOURG et Emmanuel KORNPORST**, « Ingénierie financière, fiscale et juridique », Edition Dalloz 22006.
- **Association Française Des investisseurs en Capital**, « Guide du LBO », Edition AFIC 2006.

Webographies

- [Www.fusacq.com](http://www.fusacq.com)
- [Www.lefigaro.fr](http://www.lefigaro.fr)
- [Www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr)
- [Www.lbofrance.com](http://www.lbofrance.com)
- [Www.oseo.fr](http://www.oseo.fr)
- *Sites de la presse économique spécialisée : L'Economiste, La VieEco*

Rapport d'études :

- Philippe Desbières, «**Le leverage Buy OU**», Université de Bourgogne, 2004.
- Center For Management Buyouts Research (CMBOR), «**Secured creditor recovery rates from management buyouts in distress** », 2002.
- AFIC, « **le LBO et le développement des entreprise en France** », 2005
- Conseil scientifique d'Attac – Collectif LBO, « **LBO ou comment les fonds d'investissement accélèrent la déstructuration des rapports sociaux** », 2006