



REPRENEUR, POURQUOI PAS MOI?

LES POINTS A MAITRISER DANS LE
PROCESSUS DE REPRISE

Annabelle THIEFFINE / Jean-Paul RETOUT

SOMMAIRE

Introduction: rappel de la chronologie d'une opération de transmission

1. Les problématiques liées à la valorisation
2. La structuration et le financement
3. La négociation juridique
4. Les questions patrimoniales

Conclusion : l'importance de la psychologie dans le processus

INTRODUCTION

La chronologie d'une opération de transmission :

- ✓ Le travail en amont : faire le point sur ses atouts et définir son projet. Travail de sourcing
- ✓ Premiers échanges avec le cédant
- ✓ Valoriser
- ✓ LOI ou obtenir l'exclusivité en cadrant l'essentiel
- ✓ Protocole - la négociation plus concrète
- ✓ Audit – un timing à réfléchir
- ✓ Financer – à réfléchir dès avant la LOI
- ✓ Closing

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

a) L'approche de la valeur avant la formulation de l'offre de reprise :

- ✓ Quels documents utiliser et quelles informations nécessaires?
- ✓ Quelles méthodes de valorisation employer (méthodes liées à l'actif net, méthodes liées à la rentabilité, méthodes mixtes)?
- ✓ Les difficultés liées à la présence d'actifs immobiliers dans le bilan de la cible (ou d'autres actifs éventuellement à céder post-closing)

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

a) L'approche de la valeur avant la formulation de l'offre de reprise :

- ✓ L'appréhension du montant des investissements nécessaires
- ✓ Le concept de trésorerie nette excédentaire
- ✓ Comment réconcilier la valeur estimée avec la dette bancaire susceptible d'être levée?
- ✓ Valeur d'entreprise et valeur de titres ...Clairement distinguer valeur et prix
- ✓ Prix ferme et complément de prix
- ✓ Complément de prix et crédit vendeur
- ✓ Prix révisable et prix définitif

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

b) Peut-on acheter trop cher? Les conséquences

- ✓ Risque de non-paiement/ d'exigibilité de la dette bancaire cf, ci-après
- ✓ Eventuelle relation du fonds d'investissement si les résultats ne sont pas au rendez vous – cf ci-après

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

c) Les audits et l'impact sur la valorisation :

- ✓ Qu'est-ce qu'un audit? Audit et Due Diligence ?
- ✓ Les audits sont-ils nécessaires?
- ✓ Doit-on faire l'audit avant l'acquisition ou après l'acquisition?
- ✓ Doit-on faire les audits avant ou après le protocole?
- ✓ Quels sont les audits les plus courants?
- ✓ Qui voit les résultats de l'audit ?

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

d) Quels sont les points clés d'un audit financier ?

- ✓ Prise de connaissance de l'environnement de contrôle de la cible
- ✓ Revue limitée des états financiers
- ✓ Analyse de la formation et de l'évolution de la trésorerie
- ✓ Prise de connaissance des engagements hors bilan et des conventions réglementées
- ✓ Revue limitée fiscale

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

e) Quels sont les points clés d'un audit juridique ?

- ✓ Propriété des titres, secrétariat juridique de la cible
- ✓ Propriété des éléments d'actif essentiels
- ✓ Accords existant entre cédants / sociétés ou personnes liées ; statut du ou des dirigeants ou affiliés
- ✓ Conditions applicables aux contrats de prêt
- ✓ L'appréciation du respect des obligations en matière de droit du travail

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

e) Quels sont les points clés d'un audit juridique?

- ✓ La revue des principaux contrats commerciaux (ou des conditions générales applicables) y compris sous-traitance
- ✓ La revue des baux
- ✓ Propriété intellectuelle/CNIL : en fonction du dossier
- ✓ Respect des autres réglementations: environnement ? Urbanisme ? Autorisation d'exploiter ? etc.

1. LES PROBLEMATIQUES LIEES A LA VALORISATION

e) Quels sont les points clés d'un audit juridique?

- ✓ Quatre suites possibles d'un risque identifié en audit
- ✓ Dont : la renégociation du prix à la suite des audits
- ✓ Les risques liés à l'explicitation des méthodes de calcul dans les LOI ou les projets de protocole [dans les dossiers de petite ou moyenne taille]

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

a) Quoi acheter?

- ✓ L'achat de titres ou l'achat du fond de commerce : avantages et inconvénients
- ✓ Les titres de la société cible ou ceux de la holding qui détient la société cible : à éviter sauf exceptions

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

b) Qui achète?

(i) L'achat seul ou à plusieurs entrepreneurs ?

- ✓ La difficulté à s'entendre à plus de deux (voire à deux...)
- ✓ La nécessité parfois d'inclure des managers en place

(ii) Avec des personnes physiques ou des fonds d'investissement ?

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

b) Qui achète?

(iii) Le pacte d'associés / statuts

- ✓ Les clauses de sortie : sortie conjointe ou individuelle, en cas de mécontentement, faute, démission, incapacité, décès
- ✓ La gouvernance
- ✓ Le problème de la rémunération ?
- ✓ Les clauses d'attribution préférentielle

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

b) Qui achète ?

- ✓ L'achat en direct ou via une holding?
- ✓ Une holding ou plusieurs holding ?
- ✓ L'intérêt de la location gérance, notamment en cas d'apport faible

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(i) Les apports du repreneur:

- ✓ Avantages et inconvénients des apports en capital et compte courant
- ✓ Y a-t-il des dogmes en matière d'apport personnel par rapport à la valeur de la cible?
- ✓ Doit-on investir toute sa trésorerie disponible?

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les autres apporteurs de capitaux éventuels – les investisseurs a priori non professionnels

- ✓ **La love money: comment l'utiliser :**
 - emprunt personnel de l'entrepreneur
 - investisseurs dans la cible ?
 - investisseurs dans la holding? Via une structure commune ?

- ✓ Faut il demander à des salariés de co-investir? (cf ci-dessus)

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les autres apporteurs de capitaux éventuels – les investisseurs a priori non professionnels

✓ **Le Cédant :**

- Faut-il demander au cédant de réinvestir et à quelle hauteur?

- Le cas particulier du crédit vendeur:

Les avantages du crédit vendeur pour le repreneur

Une garantie des garanties

Le problème financier du terme du crédit-vendeur (??)

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les apporteurs de capitaux professionnels

✓ **Qui sont-ils ?**

- Entre les deux catégories : les business angels – attention à l'émiettement du capital
- Les fonds et les banques,
- Financement en fonds propres ou en dette, ou parfois mixtes

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les apporteurs de capitaux professionnels

✓ Les fonds

- Fonds parapublics (BPI, fonds régionaux..) ou privés
- Fonds majoritaires ou minoritaires
- Fonds interventionnistes ou pas
- Objectifs de résultat du fonds et traduction juridique (actions de préférence, clauses de bad leaver)

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les apporteurs de capitaux professionnels

✓ **Les banques : la dette bancaire**

- Le montant de la dette senior
- Dette senior et dette mezzanine
- Les différés de remboursement
- Les taux d'intérêt
- Attention aux dispositions contractuelles: cf ci-après

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les apporteurs de capitaux professionnels

✓ **Les banques : les obligations convertibles**

- Définition
- Taux d'intérêt et PNC
- Un remboursement à refinancer
- Dilution et relution
- Avantages et inconvénients du dispositif

→ Faut-il avoir peur des obligations convertibles?

2. LA STRUCTURATION ET LE FINANCEMENT

c) Comment financer?

(ii) Les apporteurs de capitaux professionnels

✓ **Les banques : la mobilisation à court terme**

- Dailly et affacturage
- Les limites du dispositif
- Une mobilisation qui répond à des circonstances particulières
- Attention aux dispositions des contrats (sens des concepts de comptabilités internes à la banque sur le calcul du montant financé, de la retenue, conditions de sortie, covenants ...)

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

a) La LOI : fiançailles

Rester flous pour remporter l'exclusivité tout en cadrant l'essentiel

- ✓ Les mentions d'ordre psychologique: je vous ai compris ...
- ✓ Le prix et l'impact des audits: cf supra
- ✓ Les conditions suspensives
- ✓ Le calendrier indicatif
- ✓ L'exclusivité qui peut être bilatérale
- ✓ La valeur de la LOI: tout dépend des termes. L'obligation de négocier de bonne foi.
- ✓ Sanction d'une rupture unilatérale

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

b) Le protocole : le mariage non consommé ou la liste des points à gérer pour échanger prix contre titres

- ✓ Les clauses impératives: quels titres transférés, quand, pour quelle contrepartie
- ✓ Le prix: détermination et paiement
- ✓ Les obligations de faire à la charge du cédant
- ✓ Les obligations de faire à la charge du cessionnaire
- ✓ Le déroulé du closing: la trésorerie excédentaire, la finalisation de la levée financière, le transfert des titres
- ✓ La valeur du protocole : une cession à effet différé.
- ✓ La sanction d'une rupture unilatérale

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

c) La Garantie d'actif et de passif

- ✓ Le timing: évolution fonction de la chronologie du dossier
 - un modèle de GAP annexé au protocole
 - La gestion préalable des premiers risques identifiés dans ce modèle
 - La revue du document au closing à la lumière de l'audit – phase de renégociation cf supra
 - La signature

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

c) La Garantie d'actif et de passif

✓ **Les grands principes**

- Tous les postes du bilan et du CdR cf Supra – attention particulière aux principaux actifs et risques identifiés/provisionnés
- Audit non exonératoire
- Les faits antérieurs sont seuls couverts
- Les faits exempts de l'intervention du cessionnaire
- Des exceptions limitativement énumérées...
- ...autant que le risque est clairement dévoilé
- La computation des préjudices: direct/indirect, impact impôts, TVA, assurance, indemnisation une seule fois ...
- La partie procédurale à soigner (délais, qui fait quoi, cogestion des litiges, etc.)
- Les seuils, franchises, montants, durées: sur les pratiques de marché.

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

c) Les autres négociations

- (i) **Avec les investisseurs non professionnels:** la structuration répond aux contraintes de la négociation avec le cédant

- (ii) **Avec la banque:** le timing des négociations
 - **Dès la signature de la LOI ou un peu avant**
 - L'accord commercial détaillé : une étape à ne pas manquer
 - La négociation et le calendrier des comités de crédits – attention particulière
 - Le contrat de crédit: attention aux covenants et aux déclarations- la sanction de la non exécution ou du caractère erroné de déclarations
 - Anticiper les opérations futures

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

c) Les autres négociations

(iii) Avec les fonds: le timing des négociations

- Attendre la signature de la LOI ?
- La LOI fonds d'investissement
- Le pacte d'actionnaires : gouvernance, sortie commune, good et bad leaver, attribution préférentielle

3. LA NEGOCIATION JURIDIQUE

d) Le closing: un déroulé venant en exécution du protocole et des autres accords juridiques

- ✓ La trésorerie excédentaire,
- ✓ L'absence de MAC clause
- ✓ Les autres conditions suspensives hors financement
- ✓ La finalisation de la levée financière,
- ✓ Le transfert des titres
- ✓ Le security package (du cessionnaire et des banques)
- ✓ Le paiement: remontée de dividendes, versement des fonds de la part de tiers... gérer les flux

4. LES IMPACTS MATRIMONIAUX ET PATRIMONIAUX

a) L'impact de l'acquisition sur la famille :

(i) La reprise est un projet familial

(ii) Un changement de statut social : de nouvelles problématiques de couverture sociale de dirigeant

(iii) Que se passe t-il en cas de décès du dirigeant ou d'invalidité ?

✓ Au niveau de la société – tout dépend de la structuration

✓ Au niveau personnel

(iv) Les assurances homme-clé

(v) Les risques professionnels : responsabilité civile et pénale personnelle du dirigeant

4. LES IMPACTS MATRIMONIAUX ET PATRIMONIAUX

b) L'impact de l'acquisition sur le patrimoine du repreneur:

- (i) Une baisse des liquidités, d'où une réorganisation nécessaire de son patrimoine
- (ii) Une baisse fréquente de revenu pour les repreneurs

4. LES IMPACTS MATRIMONIAUX ET PATRIMONIAUX

b) L'impact de l'acquisition sur le patrimoine du repreneur:

(iii) Un actif risqué qui peut entraîner l'ensemble du patrimoine en cas de mise en jeu de la responsabilité professionnelle:

- Qui doit acheter? Monsieur / Madame?
- Les clauses à insérer dans les contrats de mariage et le réaménagement des régimes matrimoniaux

(IV) Préparer sa succession

CONCLUSION

- Au-delà des techniques financières, comptables et de négociation, importance de la psychologie du cédant dans la présentation de l'offre... de la psychologie, toujours de la psychologie !
- Une bonne valorisation est celle que l'on peut vérifier au titre de la CAF/remboursement des dettes
- Dans les négociations, la maîtrise du calendrier donne un avantage compétitif
- Ne pas oublier de gérer les tiers sur qui portent souvent les risques de blocage de dernière minute
- Bien peser l'avantage de partir à plusieurs pour accéder aux cibles plus importantes
- Ne pas sous-estimer l'importance des actes juridiques et des prévisions financières d'origine dans la vie au quotidien de l'après reprise

Présentation

Le cabinet DIXHUIT BOETIE, avec ses partenaires, vous accompagne dans vos projets ou vos litiges dans les droits « clés » : droit des sociétés et des contrats, droit social, propriété intellectuelle, droit fiscal et patrimonial.

Le département corporate intervient dans **l'accompagnement des PME et PMI et des entrepreneurs innovants** dans les domaines suivants :

- **S'associer (et se séparer)** : pacte d'actionnaires et partenariats capitalistiques, intéressement des managers, restructuration d'entreprises (fusion, scission, apports, réductions de capital, cessions partielles).
- **Croître par l'acquisition ou la reprise** : audit juridique, structuration d'acquisition ou de reprise, contrat de cession, garantie de passifs, reprise à la barre d'entreprises en redressement judiciaire.
- **Se financer ou se refinancer à moyen et long terme** : capital-risque, structuration de financement de projet, financement bancaire (côté emprunteur)
- **Bien négocier ses partenariats commerciaux (ou y mettre fin)** : concurrence et distribution, contrats principaux de l'entreprise avec ses clients, prestataires ou partenaires
- **Entreprises en difficultés** : contentieux d'actionnaires, négociation d'accords avec les partenaires ou les actionnaires de l'entreprise sous mandat ad hoc ou en conciliation, recouvrement de créances, droit du crédit et des sûretés.

Notre Equipe Corporate :

- **Maître Annabelle THIEFFINE**, avocat à la Cour, Essec 92, CAPA 94, associée au sein du cabinet DIXHUIT BOETIE
- **Maître Elodie KHAMLY**, avocat à la Cour, Master II Droit des Affaires et de l'Economie Université Paris I Panthéon-Sorbonne
- **Maître Marine POURCHAYRE**, avocat à la Cour, Master II Droit des Personnes et du Patrimoine et Master II Juriste d'Affaires (Université UPEC)



Notre Groupe :

Jean-Paul Retout a créé puis développé un groupe de sociétés d'expertise comptable et de commissariat aux comptes. Avec une équipe de 70 personnes, répartie sur six entités juridiques et six sites géographiques (Paris, Poissy, Houdan, Vanves, Lyon et Rouen), le Groupe couvre tous les métiers de l'expertise conseil et de l'audit légal ou contractuel.

De la PME aux grands groupes internationaux, son périmètre d'intervention est large, avec des spécificités, comme l'accompagnement d'entrepreneurs, personnes physiques ou morales dans leur projet de croissance externe.

Nos équipes disciplinaires mettent leur savoir-faire à votre disposition dans le cadre de nos missions traditionnelles et plus spécifiques.

> Missions traditionnelles

L'expertise conseil. Nous proposons aux entreprises des missions d'assistance et de conseil destinées à améliorer la qualité de l'information nécessaire à la prise des bonnes décisions pour se développer.

L'audit. Nous assurons la fiabilité de l'information financière divulguée auprès des tiers.

L'externalisation. Nous offrons à votre entreprise la possibilité de se concentrer sur son métier, en déléguant la réalisation de vos travaux non stratégiques à des prestataires extérieurs.

> Interventions spécifiques

L'International Business Service (IBS). Nous accompagnons les entreprises étrangères dans leur implantation en France.

Cession-Reprise-Transmission. Nous conseillons et accompagnons les cédants et les repreneurs au cours de leurs opérations de transmission.

Création d'entreprise. Nous accompagnons les porteurs de projets.

Start-up et innovation. Nous vous conseillons et accompagnons dans votre croissance et vos recherches de financement.

Nous contacter



Annabelle Thieffine - AVOCAT ASSOCIE
18 RUE LA BOETIE 75008 PARIS
Portable : 06 69 73 16 65



Jean-Paul Retout
EXPERT COMPTABLE – COMMISSAIRE AUX COMPTES
160, rue Montmartre 75002 PARIS
Portable : 06 75 46 31 90
jpretout@retout.fr