

L'Obo ou la vente d'une entreprise à soi-même



TANGUY MANTELIN & THIBAUT VERBIEST

Associés Largillière Finance

Les dirigeants actionnaires de PME savent-ils qu'ils peuvent vendre leur entreprise tout en restant le dirigeant opérationnel et le principal actionnaire?

Cette possibilité se nomme la «vente à soi-même» ou «opération d'Owner-Buy-Out» (Obo). La technique est d'apparence simple:

■ Le dirigeant actionnaire apporte une partie des actions de sa société à un holding de reprise créée pour l'occasion;

■ Le holding de reprise s'endette et achète au dirigeant le solde de ses actions.

Ainsi, par exemple pour une société valorisée à 5 millions d'euros, le dirigeant peut percevoir 3 millions s'il a apporté au holding 40% de ses actions et que celui-ci lui a acheté les 60% restants.

Comment financer les 3 millions d'achat d'actions? Tout simplement en mettant en place une dette bancaire du même montant dans le holding de reprise. Dans certains cas, un fonds d'investissement peut également rentrer au capital et alléger ainsi la dette bancaire dans le holding de reprise.

Comme on le voit, le principal intérêt de l'opération d'Obo est de transformer un patrimoine professionnel en liquidités avec pour contrepartie la mise en place d'une dette dans le holding de reprise.

Succession réussie

Au-delà de cet intérêt patrimonial évident, l'Obo est également une façon très pertinente de préparer sa succession à la tête de la société en intégrant dans le holding de reprise:

■ Un manager de l'entreprise ou un enfant qui aura vocation à devenir le repreneur de la société quand le dirigeant souhaitera prendre sa retraite.

■ Un fonds d'investissement qui sera attiré par la création de valeur d'ici au départ en retraite du dirigeant historique et donc la perspective d'une belle plus-value au moment de la vente définitive.

Dans la pratique, l'Obo associe donc une opération patrimoniale pour le dirigeant actionnaire et une reconstitution de l'actionariat qui vise bien souvent à préparer un départ à la retraite. La complexité de l'opération procède essentiellement du bon choix de la banque prêteuse et des conditions de l'emprunt. Les banques qui apportent le financement sont exigeantes sur la sécurité du montage.

De fait, les opérations d'Obo concernent essentiellement des sociétés offrant une bonne rentabilité et une bonne visibilité de leur activité sur les prochaines années.

La mise en œuvre pratique d'un Obo implique bien souvent une négociation entre de multiples interlocuteurs: le chef d'entreprise, plusieurs établissements financiers réunis dans un pool bancaire, un fonds d'investissement, un manager... Le chef d'entreprise doit donc être accompagné par un spécialiste de ce type d'opération. Il ne s'agit pas de discuter avec son agence bancaire habituelle, mais avec des banquiers professionnels du financement structuré.

Une fiscalité sur mesure

La fiscalité sur les Obo demande à être traitée au cas par cas en fonction des caractéristiques de chaque dirigeant actionnaire mais il faut savoir que dans l'ensemble elle est loin d'être défavorable, au contraire. Aujourd'hui, les taux d'intérêt particulièrement bas rendent les opérations d'Obo très intéressantes.

Nous voyons actuellement des opérations de plusieurs millions d'euros se déboucler avec des niveaux de taux d'intérêt à 3% environ sur une durée d'emprunt de 5 à 7 ans. Au bout des 5 à 7 années, le dirigeant actionnaire, par l'intermédiaire de son holding de reprise, aura remboursé la dette et en quelque sorte reconstitué son patrimoine professionnel. Il pourra donc envisager sereinement son départ à la retraite en passant la main aux nouveaux managers entrés au capital plusieurs années plus tôt ou bien en cédant son entreprise à un tiers. Dans les faits, il vendra donc une deuxième fois son entreprise.

Il est à noter que la présence d'un fonds d'investissement au capital sera un plus au moment de la vente. En effet, les fonds sont des experts dans la cession et le dirigeant actionnaire trouvera, en eux, un allié de poids dans les négociations avec les repreneurs éventuels.

En résumé, l'Obo est un excellent moyen de préparer une succession réussie et pérenne:

Aujourd'hui, les taux d'intérêt bas rendent les opérations d'Obo très intéressantes.

■ En permettant au dirigeant actionnaire de prendre du cash plusieurs années avant et par exemple de s'acheter la résidence secondaire de ses rêves où il pourra passer une retraite heureuse;

■ En associant très tôt de nouveaux managers au capital qui seront les repreneurs naturels de la société;

■ En intégrant un fonds d'investissement qui aura à cœur de maximiser le prix de vente au moment du départ en retraite du dirigeant.

Il est à noter que l'Obo n'est pas seulement un moyen de faire une vente en deux temps. Il peut aussi s'intégrer dans une optique de capital développement en combinant «cash-in» et «cash-out». En clair, une partie de l'argent investi par le fonds et les banques sert à payer le dirigeant et l'autre partie est consacrée au financement de la croissance de l'entreprise.

L'Obo est donc un outil très pratique pour les dirigeants d'entreprise tout en étant apprécié des financiers car ils ont l'assurance que le management de l'entreprise dans laquelle ils investissent restera en place.

Le niveau très bas des taux d'intérêt nous laisse à penser que les opérations d'Obo devraient se multiplier dans les prochains mois.

Pour que le vote des actionnaires ne soit pas une formalité aveugle



BERNARD THUYSBAERT

Managing Director, Deminor

Quel politicien bénéficiera de votre vote de préférence? Pour quel parti voterez-vous?

Vous avez encore quelques jours pour décider. Ou bien avez-vous pour habitude de voter pour le même parti? Une chasse aux votes fait rage pour l'instant. Il ressort, en effet, des derniers sondages qu'un grand nombre d'électeurs sont encore indécis. Pourtant chaque citoyen doit voter, sous peine de sanction pénale.

On constate aujourd'hui de nombreuses initiatives de journalistes et de politologues pour aider les électeurs à mieux comprendre que voter a bien un sens, et que ce vote doit être fondé sur du contenu. Ces initiatives sont bénéfiques, que ce soit de prémâcher les programmes politiques sous la forme d'un résumé ou encore les outils on-line pour obtenir son appartenance à un parti politique en répondant à une liste de questions.

Actionnaires sans avis

Toutes ces initiatives cadrent dans un contexte où les politiciens les plus populaires obtiennent plus de votes, quel que soit leur programme. On voit bien que de nombreux électeurs ne se préoccupent absolument pas du débat politique, on peut même se demander quelle est encore la confiance dans le fonctionnement du monde politique et le suivi des résultats électoraux. En France, on voit près d'un tiers des citoyens qui ne prennent plus la peine de voter.

Dans les sociétés cotées en Bourse, ne pas voter lors des «élections» annuelles est une pratique courante. Un journaliste consciencieux qui assistait aux premières assemblées générales des actionnaires de quelques grandes sociétés du BEL20 était particulièrement perplexe en constatant que si peu d'actionnaires étaient présents ou représentés aux assemblées. Il était même choqué de constater qu'il y avait si peu de questions alors qu'il avait lui-même établi une liste de questions pertinentes à la lecture du rapport annuel. Ce journaliste citait, comme exemple, l'assemblée générale d'AB InBev où tant le CEO que le président ont pleuré jusqu'à trois fois et en trois langues pour qu'une question leur soit posée. Cette frustration est bien compréhensible quand on sait le temps et l'énergie que les CEO et présidents consacrent à la préparation d'une telle assemblée annuelle. Tout comme on ne peut que constater la taille croissante des informations contenues dans les rapports annuels. N'est-ce pas frustrant qu'on en fasse si peu usage? L'actionnaire a-t-il perdu toute confiance dans le processus démocratique d'une assemblée générale annuelle?

Le vote électronique

Fin des années 90, Deminor assis-

tait à presque toutes les assemblées d'actionnaires importantes en Europe, suivant les instructions de vote des grands fonds de pension ou des fonds de placement. C'était l'occasion de poser des questions, de demander d'expliquer certaines propositions ou transactions controversées, ou encore de promouvoir plus de transparence pour l'actionnaire. Pour ces CEO et présidents, notre présence était bien accueillie et perçue comme l'opportunité d'avoir un dialogue avec leurs actionnaires. Chaque année, nous constatons une amélioration de la communication et de la transparence, sauf dans certaines exceptions bien connues.

En 2005, nous avons vendu nos activités «voting» à notre concurrent américain, et, depuis lors, les investisseurs institutionnels européens ont choisi – comme les Américains – de passer aux instructions de vote électronique, à distance. La personne qui avait plusieurs centaines de milliers de votes à l'assemblée de AB InBev, il y a quelques jours, et devait pousser sur le boîtier électronique à chaque vote, était sans aucun doute un pensionné d'une banque dépositaire pour le compte d'investisseurs répartis dans le monde entier. Ce pensionné n'a aucune idée de l'ordre du jour, des enjeux, et ne pourrait pas vous expliquer pour quelle raison il pousse sur le bouton pour, contre ou abstention. C'est donc bien normal qu'il ne pose aucune question à l'assemblée, malgré qu'il représente plusieurs pour cent du capital présent à l'assemblée.

Ce que devient la démocratie

Le processus démocratique est-il donc totalement absent des grandes sociétés? Ce n'est pas ma conclusion. Le vote des actionnaires est bien pris en compte, mais il est très rare que celui-ci s'exprime publiquement lors d'une assemblée. Ce n'est que très exceptionnellement que l'assemblée redevienne le forum d'influence ou le lieu de débat entre les actionnaires et leurs «mandataires politiques». Pourtant, d'un point de vue formel, l'assemblée générale reste le seul organe qui peut nommer ou démettre les administrateurs, et qui peut donc réellement voter une motion de méfiance par rapport à leur gestion.

La démocratie informelle...

Pour ce qui est d'AB InBev, ou encore de KBC ou d'autres sociétés avec des actionnaires de référence, ces actionnaires sont largement représentés au sein du conseil d'administration. C'est bien le conseil d'administration qui pourra donc permettre à ces actionnaires d'exprimer leur voix et d'influencer la politique qui sera menée. Mais ne sous-estimez pas non plus l'importance démocratique des nombreuses réunions informelles entre les dirigeants d'entreprises cotées et leurs investisseurs institutionnels. Surtout en l'absence d'actionnaire de contrôle, ces réunions informelles permettent, aux actionnaires institutionnels à long terme, d'exprimer leurs souhaits et leurs questions, en dehors de tout forum public.

Ce n'est qu'en dernier ressort que l'assemblée générale devient un lieu de débat politique. Tout comme en politique, le débat a donc souvent lieu en des lieux pri-

Si l'assemblée générale n'est plus un forum d'influence ou de débat entre les actionnaires et leurs «mandataires politiques», elle reste le seul organe qui nomme ou démette les administrateurs, et qui vote une motion de méfiance par rapport à leur gestion.

vés. Vous ne me ferez pas dire que c'est une mauvaise chose, car c'est généralement bien plus efficace, comme j'ai pu le constater en assistant à certaines de ces réunions informelles. Toutefois, lorsqu'il s'avère que l'actionnaire n'a pas été entendu, que les propositions sont rejetées et que les dirigeants restent sur leur position, il est recommandé à ces investisseurs institutionnels de s'exprimer sur le sujet lors de l'assemblée, afin de justifier leur point de vue et d'expliquer leur vote. Selon moi c'est totalement insuffisant de déléguer tout simplement un pensionné qui n'a aucune idée pour quels motifs il doit pousser sur le bouton «contre».

... et la contrainte formelle

Les prochaines semaines, il y aura encore de très nombreuses assemblées générales. Et pas seulement dans les toutes grandes entreprises du BEL20, également pour les milliers de sociétés non cotées et familiales. Dans le cadre d'une enquête de Deminor réalisée en juillet 2013, nous avons constaté que dans les sociétés privées ou familiales l'assemblée générale annuelle n'est pas considérée comme le lieu démocratique du débat politique, mais bien plus comme une obligation formelle. Dans 30% des entreprises privées, l'assemblée se tient en réalité sur papier. Chaque PME a d'ailleurs sa propre structure de fonctionnement entre les parties en présence, et organise librement sa démocratie actionariale. Mais il reste fondamentalement sain de garder un processus démocratique au sein de chaque entreprise, tout comme il est sain que chaque gouvernement soit confronté à une opposition. Chaque dirigeant doit avoir une caisse de résonance pour exercer son pouvoir de manière plus éclairée.

Les journalistes et les politologues cherchent à promouvoir l'exercice des droits de vote politique. J'espère que les gestionnaires de fonds de pension ou de fonds de placement, et d'une manière générale chaque actionnaire, sont bien conscients de leur responsabilité de propriétaire à long terme de nos entreprises belges.

Vous avez l'obligation de voter le 25 mai. N'oubliez pas non plus de voter à l'assemblée générale des sociétés dont vous êtes l'actionnaire.



On se souvient de l'assemblée générale d'AB InBev où tant le CEO que le président ont pleuré jusqu'à trois fois et en trois langues pour qu'une question leur soit posée. © PHOTO NEWS