

DE L'AVENIR DE SON ENTREPRISE



MEDUS

François-Alexandre

Consultant au sein de la société Acuitem

Spécialisé dans le domaine de l'évaluation et de la modélisation financière

francois.medus@acuitem.com

Les cessions-transmissions d'entreprises en France, une situation alarmante.

Le constat du *BPCE L'Observatoire* dans son dernier rapport « La cession-transmission des entreprises en France 2019 » est alarmant. Outre la baisse d'un tiers en trois ans, des cessions-transmissions d'entreprises, passant de plus de 76 000 opérations en 2013 à moins de 51 000 en 2016, l'âge moyen des dirigeants de PME et ETI a reculé, avec plus de 20% des dirigeants de PME âgés de 60 ans et plus.

Le sujet de la cession-transmission de l'entreprise est d'autant plus sensible si l'on relève que le taux de mortalité des entreprises, et leur décroissance, augmentent avec l'âge de leurs dirigeants.

La transmission de l'entreprise est une étape importante dans la vie entrepreneuriale de chaque dirigeant actionnaire, opération qu'il y a lieu de planifier méticuleusement.

Les opérations de type LBO comme support à la cession-transmission de son entreprise.

Les opérations de type LBO (rachat d'une entreprise en ayant recours à un holding de rachat souscrivant de la dette – *Leverage Buy Out*) permettent la transmission d'entreprises associant un actionnaire dirigeant, l'équipe managériale et des investisseurs professionnels.

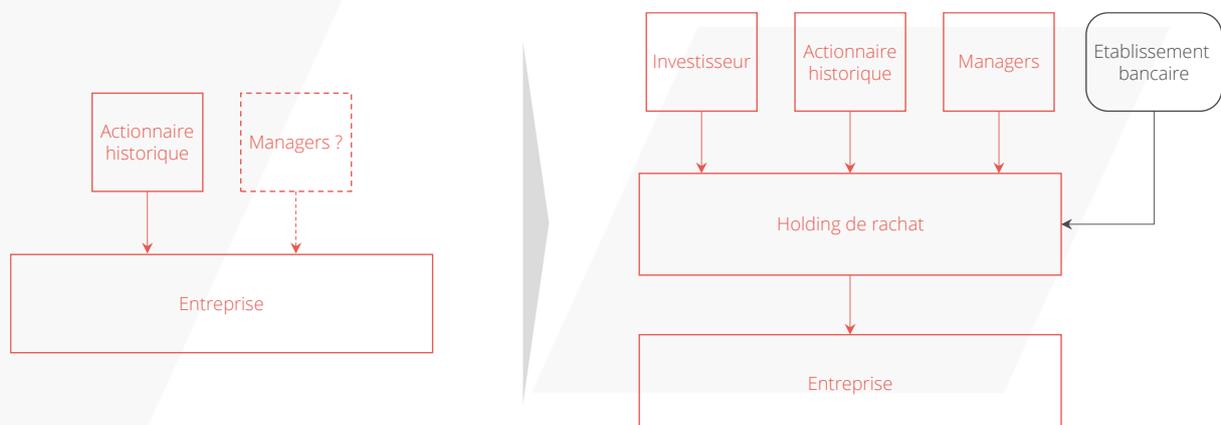
On décline l'opération de LBO en diverses formes, que sont le LMBO (*Leverage Management Buy Out*), le BIMBO (*Buy-In Management Buy-Out*) ou encore l'OBO (*Owner Buy Out*).

L'OBO, permet au travers d'un holding de reprendre 100% de la valeur des titres de l'entreprise à céder-transmettre, afin de faire accéder au capital dudit holding des managers clés et effectuer une sortie partielle ou totale pour l'actionnaire historique.

Avant de poursuivre la lecture de cet article, il faut avoir à l'esprit que la philosophie de la finance moderne repose sur l'optimisation du couple risque/rentabilité : pour citer Lavoisier, « Rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme », suggérant qu'en fonction des outils et mécanismes employés dans la structure de financement du projet (outils et mécanismes présentés ci-après), le gain opéré sur un des facteurs du couple induit une répercussion sur un autre facteur conduisant à un équilibre constant du couple risque/rendement. Acheter un appartement avec son argent ou en ayant recours à un prêt immobilier laisse inchangé la valeur du bien ; en revanche, souscrire un emprunt permet de limiter l'apport initial de l'acheteur en contrepartie d'accepter un risque supplémentaire lié au remboursement de cette dette modifiant *de facto* le couple risque/rendement du projet.

Cette philosophie est la clé de compréhension des opérations de LBO, bien que les outils et mécanismes mis en place sont plus complexes et accompagnés du jargon des professionnels du secteur, le principe reste inchangé.

Dans le cas d'opérations d'OBO, la levée de dette par le holding pour financer le rachat des titres de l'entreprise à céder-transmettre permet à la fois d'augmenter la liquidité de l'actionnaire sortant et de réduire l'apport nécessaire aux managers pour accéder à une part plus importante du capital du holding. En outre, le remboursement de la dette au niveau du holding, permettra de créer de la valeur actionnariale pour les détenteurs de titres dudit holding grâce au remboursement de cette dette au cours du temps (« Deleveraging »).



Pour illustrer notre propos simplement, imaginons une entreprise évaluée 100 (avec une dette nette nulle, $VE = VT = 100$) dont le dirigeant sortant projette de transmettre une partie de son capital à son manager repreneur. Avant la constitution du holding de rachat des titres de l'entreprise, le dirigeant sortant détient 90% du capital de l'entreprise et le manager repreneur en détient 10%. L'objectif de l'opération pour le manager repreneur est de détenir 30% du capital du holding de rachat.

	Valeur des titres	Situation initiale	Objectif
Dirigeant sortant	90,0	90%	70%
Manager repreneur	10,0	10%	30%

L'entreprise mature génère, pour un scénario neutre, un chiffre d'affaires de 100 et une marge d'EBIT (« Résultat d'Exploitation ») de 15%, elle est assujettie à un impôt sur les sociétés au taux de 25%. On prévoit trois scénarii d'évolution de l'entreprise (dans lesquels les chiffres d'affaires et niveaux de marge varient) que sont :

Scénarii	Défavorable	Neutre	Favorable
Chiffre d'affaires	80,0	100,0	120,0
EBIT	8,0	15,0	24,0
<i>Marge d'EBIT (EBIT/CA)</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>20,0%</i>
Résultat Net	6,0	11,3	18,0
<i>Rentabilité (RN/CA)</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>15,0%</i>

Nous allons conserver l'usage d'un holding de rachat dans l'ensemble des cas analysés, bien que, on le verra, l'emploi dudit holding n'a d'intérêt que lorsqu'il lève des ressources externes ou en recourant à des emprunts ou quasi-fonds propres.

Cas 1 : Opération financée uniquement par capitaux propres

Cas le plus simple de cession-transmission de titres, le rachat de titre auprès d'un actionnaire sortant financé par capitaux propres.

Afin d'atteindre les 30% de détention du capital du holding, le manager procède à un apport en nature au holding de 100% de ses titres pour une valeur de 10 qu'il complète par un apport en numéraire de 20. Le dirigeant sortant réalise une liquidité de 20, correspondant au rachat d'une partie de ses titres par le manager.

Table des apports	Apport nature	Apport numéraire	Liquidité
Dirigeant sortant	70,0	-	20,0
Manager repreneur	10,0	20,0	-

Soit la table de capitalisation du holding à la date de réalisation de l'opération :

Table de capitalisation	Montant	%
Actions ordinaires	100,0	
dont Dirigeant sortant	70,0	70%
dont Manager repreneur	30,0	30%
Total	100,0	

Le financement sans recours à de la dette bancaire conduit le manager repreneur à racheter 22% (20/90) des titres de l'entreprise détenus par le dirigeant sortant pour une valeur de 20. Ce schéma est souvent irréalisable en pratique eu égard à la faiblesse des ressources dont dispose le manager, et le recours à de la dette bancaire pour financer partiellement l'opération est souvent indispensable.

Comme énoncé en amont, l'usage d'un holding de rachat n'est pas nécessaire dans une telle opération, puisqu'aucune ressource externe n'est levée pour financer le rachat des titres de l'entreprise.

Cas 2 : Opération financée avec de la dette

Le holding de reprise va ici souscrire une dette bancaire de 50, représentant un levier (Dette/Fonds propres) post montage de 1,00x (50/50), amortie linéairement sur 6 années à un taux d'intérêt cash de 3,00% l'an.

Afin d'atteindre les 30% de capital du holding, le manager procède à un apport en nature de 100% de ses titres pour une valeur de 10 qu'il complète par un apport en numéraire de 5. Le dirigeant sortant quant à lui réalise un produit de cession plus important puisqu'il perçoit un produit de cession de 55 au lieu de 20 dans le cas n°1.

Table des apports	Apport nature	Apport numéraire	Liquidité
Dirigeant sortant	35,0	-	55,0
Manager repreneur	10,0	5,0	-

Soit la table de capitalisation du holding à la date de réalisation de l'opération :

Table de capitalisation	Montant	%
Actions ordinaires	50,0	
dont Dirigeant sortant	35,0	70%
dont Manager repreneur	15,0	30%
Dette bancaire	50,0	
dont Etablissement bancaire	50,0	
Total	100,0	
Levier bancaire	1,00x	

Outre la réduction significative de l'apport en numéraire du manager repreneur et le produit de cession plus important du dirigeant sortant (principalement financé par de la dette bancaire), le financement d'une partie du rachat des titres par la dette bancaire conduit l'entreprise rachetée à consentir à un effort considérable en trésorerie pour financer la remontée de dividendes au holding faïtier.

Scénarii	Défavorable	Neutre	Favorable
Chiffre d'affaires	80,0	100,0	120,0
EBIT	8,0	15,0	24,0
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>20,0%</i>
Résultat Net	6,0	11,3	18,0
<i>Rentabilité</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>15,0%</i>
Besoins du holding	(9,8)	(9,8)	(9,8)
Charges financières de la dette	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Remboursement du principal de la dette	(8,3)	(8,3)	(8,3)
Besoins en dividendes du holding	9,8	9,8	9,8
Résultat Net mis en report à nouveau	(3,8)	1,4	8,2
<i>% dividendes servant aux besoins du holding</i>	<i>163,9%</i>	<i>87,4%</i>	<i>54,6%</i>

Montant des charges financières de la dette en année 1, décroissant jusqu'au remboursement total de la dette.

Dans le cas du scénario défavorable, la rentabilité de l'entreprise est insuffisante pour satisfaire les besoins du holding et imposerait à l'entreprise de dégager des liquidités (cession d'actifs ? Emprunt complémentaire ?) ou au holding de rachater de négocier une restructuration de sa dette. Il est donc nécessaire de procéder à une étude fine de la capacité d'endettement de l'entreprise afin d'éviter tout risque de défaut de paiement des intérêts et du remboursement du principal avant d'entreprendre de telles opérations présentant un fort niveau de levier.

Dans le cas où le manager repreneur ne disposerait pas de suffisamment de ressources pour financer l'apport en numéraire nécessaire au rachat des titres de l'entreprise, il peut, à l'instar du holding de rachat, constituer une ManCo qui à son tour va souscrire une dette bancaire pour financer l'achat d'une partie des titres du holding (5 contre 15 dans le cas précédent) et ainsi réduire davantage son apport personnel.

Néanmoins, le procédé d'OBO demeure un instrument technique qui ne permet pas de répondre toujours à l'ensemble des problématiques de cession-transmission que sont :

- Les ressources limitées du manager et son incapacité à souscrire significativement au capital du holding de reprise et ce même en ayant recours à la constitution d'une ManCo ;
- L'alignement des intérêts entre le dirigeant sortant et le manager repreneur, assurant un accroissement de la valeur actionnariale pour les deux parties ;
- La capacité pour le dirigeant sortant d'adapter sa stratégie de cession-transmission de son entreprise en fonction de la performance de l'équipe managériale .

Une réponse à ces problématiques est la mise en place d'un management package permettant, en cas de succès du projet, de reverser une part supplémentaire de la valeur actionnariale au manager.

Les management packages comme réponses aux problématiques de transmission d'entreprise.

Les management packages désignent les mécanismes de partage de valeur actionnariale, principalement au bénéfice de personnes clés, dirigeants et/ou salariés. La finalité économique des mécanismes de management package vise précisément à réduire les conflits d'agence et à faire converger les attentes des dirigeants avec celles des actionnaires.

Quant à l'incidence financière de ces management packages, elle consiste *in fine* à répartir la valeur actionnariale finale, non plus seulement en fonction de l'apport initial de chaque associé au sein du holding de reprise, mais à raison du rendement dégagé sur l'investissement de l'associé sortant (que ce rendement s'exprime en TRI et/ou en multiple, voire en une combinaison de plusieurs critères) ou en fonction des performances économiques de l'entreprise.

La structuration d'un management package se réalise via divers outils :

- Certains gratuits (les *actions gratuites*, *stock-options*, les *Bspce* dont les conditions juridiques restrictives de mise en place en rendent l'usage limité) ;
- D'autres reposant sur la structuration des ressources engagées, telle *Sweet Equity* qui repose sur une maximisation de l'investissement des managers en fonds propres, tandis que les investisseurs sont, à l'inverse, invités à ventiler leurs ressources entre fonds propres (AO, ADP miroir) et quasi-fonds propres (OC, OS) ;
- Enfin, d'autres nécessitant aux managers de payer leurs produits, tel est le cas des titres de capital, actions ordinaires ou actions de préférence Ratchet ou des promesses contractuelles de vente ou des BSA.

Cas 3 : Opération financée avec de la dette et du Sweet Equity

Les obligations simples ou convertibles sont des instruments de quasi-fonds propres, primant les instruments de fonds propres et junior des dettes bancaires, permettant à son titulaire de percevoir des revenus à l'instar d'une dette bancaire et, dans le cas où elles seraient convertibles, de procéder à la conversion de tout ou partie du nominal de l'obligation en un nombre d'actions donnant droit à une part accrue de la valeur actionnariale.

Le dirigeant sortant souscrit des obligations simples (non convertibles) en lieu et place d'actions ordinaires pour un montant de 10, amorties *in-fine* au bout de 7 ans au taux d'intérêt cash de 8%, soit un apport en nature de 38 répartis entre 10 d'obligations et 28 d'actions ordinaires.

Afin d'atteindre les 30% de capital du holding, le manager procède à un apport en nature de 100% de ses titres de l'entreprise pour une valeur de 10 qu'il complète par un apport en numéraire de 2. Le dirigeant sortant quant à lui réalise un produit de cession légèrement inférieur à celui du cas n°2 puisqu'il perçoit à la date de cession 52 au lieu de 55.

Table des apports	Apport nature	Apport numéraire	Liquidité
Dirigeant sortant	38,0	-	52,0
Manager repreneur	10,0	2,0	-

La souscription d'une dette junior à la dette bancaire réduit davantage l'apport en numéraire du manager repreneur, facilitant sa montée au capital, mais augmentant indirectement le risque supporté par l'entreprise (levier de 1,5x – 60/40).

Soit la table de capitalisation du holding à la date de réalisation de l'opération :

Table de capitalisation	Montant	%
Actions ordinaires	40,0	
dont Dirigeant sortant	28,0	70%
dont Manager repreneur	12,0	30%
Obligations simples	10,0	
dont Dirigeant sortant	10,0	
Dette bancaire	50,0	
dont Etablissement bancaire	50,0	
Total	100,0	
Levier bancaire	1,50x	
Envy ratio	1,36x	

L'envy ratio, ratio mesurant le niveau de *Sweet Equity* du montage, se calcule de la façon suivante :

$$\text{Envy Ratio} = \frac{\frac{\text{Apport}_{\text{Dirigeant sortant}}}{\% \text{ détention du capital}}}{\frac{\text{Apport}_{\text{Manager repreneur}}}{\% \text{ détention du capital}}} = \frac{\frac{28 + 10}{70\%}}{\frac{12}{30\%}} = 1,36x$$

L'interprétation que l'on peut donner de ce ratio est que, pour la même détention de capital non dilué, l'effort consenti par le dirigeant sortant est 1,36x supérieur à celui du manager repreneur.

Le holding de reprise souscrit des obligations simples émises par le dirigeant sortant ce qui augmente davantage les besoins du holding et accroît indirectement le risque supporté par l'entreprise.

Scénarii	Défavorable	Neutre	Favorable
Chiffre d'affaires	80,0	100,0	120,0
EBIT	8,0	15,0	24,0
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>20,0%</i>
Résultat Net	6,0	11,3	18,0
<i>Rentabilité</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>15,0%</i>
Besoins du holding	(10,6)	(10,6)	(10,6)
Charges financières de la dette	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Remboursement du principal de la dette	(8,3)	(8,3)	(8,3)
Charges financières des obligations simples	(0,8)	(0,8)	(0,8)
Besoins en dividendes du holding	10,6	10,6	10,6
Résultat Net mis en report à nouveau	(4,6)	0,6	7,4
<i>% dividendes servant aux besoins du holding</i>	<i>177,2%</i>	<i>94,5%</i>	<i>59,1%</i>

Montant des charges financières de la dette en année 1, décroissant jusqu'au remboursement total de la dette, et montant des charges financières des obligations simples jusqu'au remboursement final du nominal.

Outre l'augmentation du risque lié au remboursement des obligations simples, le dirigeant sortant prend un risque actionnarial supplémentaire puisqu'il renonce à la consommation immédiate d'une partie de son produit de cession (10) pour l'investir dans le holding et percevoir des intérêts chaque année sur son investissement, et que ses actions deviennent plus risquées du fait de l'augmentation du levier bancaire induit par les obligations.

Enfin, l'intérêt du mécanisme de *Sweet Equity* tient à la séniorité des obligations simples primant les actions ordinaires au débouclage de l'opération, permettant au dirigeant sortant d'appréhender en priorité une part de la valeur actionnariale du holding (ici d'une valeur de 10) avant de percevoir son gain au titre de ses actions ordinaires ; le procédé incite *de facto* le manager reprenneur à délivrer la performance attendue pour réaliser une plus-value sur ses actions ordinaires.

Ainsi, le mécanisme de *Sweet Equity* permet :

- D'assurer au dirigeant sortant une part plus importante de la valeur actionnariale appréhendée prioritairement lors du débouclage de l'opération ;
- D'aligner les intérêts entre les différentes parties afin de motiver l'équipe managériale à délivrer la performance attendue ;
- De réduire l'apport du manager reprenneur pour augmenter sa participation au capital de l'entreprise.

Le mécanisme de *Sweet Equity* ici représenté au travers d'obligations peut aussi être élaboré à partir d'actions de préférences de taux disposant en outre d'un droit de liquidation préférentielle, permettant à son détenteur de capter en priorité tout ou partie du gain réalisé par les fonds propres du holding.

Comme énoncé en conclusion du cas n°2, il est nécessaire d'évaluer finement les besoins du holding afin d'éviter tout défaut de paiement de la dette bancaire et des obligations simples.

Cas 4 : Opération financée avec de la dette, du *Sweet Equity* et une ADP Ratchet

Les actions de préférence (ADP) sont des instruments de fonds propres permettant à leur titulaire de bénéficier de droits et/ou d'avantages particuliers définis dans les caractéristiques du produit. Une ADP de type Ratchet permet généralement à son titulaire, en cas de performance positive, d'appréhender une fraction de la valeur actionnariale supérieure à celle qui résulterait de son seul taux de détention du capital du holding.

La valeur du Ratchet est une fonction croissante du risque du sous-jacent (support sur lequel s'appuie le produit optionnel, ici l'entreprise) : plus le sous-jacent est risqué, plus coûteux est le Ratchet ; et décroissante des critères de performance : plus les critères sont difficilement atteignables, moins coûteux est le Ratchet. Le risque du sous-jacent, souvent corrélé à tort à la faisabilité du plan d'affaires, est un agrégat composé de différents risques que sont : celui du marché dans lequel évolue l'entreprise, de la nature de l'opération, du levier bancaire souscrit et d'autres paramètres ayant un impact sur le business de l'entreprise. Il est souvent retenu en pratique que le risque d'une entreprise est déterminé par la volatilité des rendements logarithmiques de ses titres corrigé du levier bancaire, ou celles de ses comparables côtés.

Imaginons que le manager repreneur souscrit des ADP Ratchet permettant de les convertir en un nombre d'actions ordinaires tel qu'il puisse détenir 30% du capital du holding, s'il parvient à faire croître le CA de l'entreprise de 1,2x et l'EBITDA de 1,6x (scénario favorable). Compte tenu du risque de l'entreprise (sous-jacent de l'ADP Ratchet) et des critères de déclenchement de la rétrocession de valeur, le Ratchet attaché aux ADP est évalué à 0,5.

Le manager repreneur effectue un apport en nature de ses titres, soit une valeur de 10, qu'il complète avec un apport numéraire de 0,5 pour financer l'ADP Ratchet, lui donnant droit à 10 des 39,5 du capital social du holding soit 25,3%.

Le dirigeant sortant réalise quant à lui un produit de cession immédiat de 50,5 et apporte en nature 39,5 de titres de l'entreprise au holding de rachat, répartis entre 10 d'obligations et 29,5 d'actions ordinaires.

Grille de ratchet	Seuil 0	Seuil 1
Multiple de CA	< 1,20x	1,20x
Multiple d'EBITDA	< 1,60x	1,60x
% détention manager repreneur	25,3%	30,0%

Table des apports	Apport nature	Apport numéraire	Liquidité
Dirigeant sortant	39,5	-	50,5
Manager repreneur	10,0	0,5	-

Soit la table de capitalisation du holding à la date de réalisation de l'opération :

Table de capitalisation	Montant	%
Actions ordinaires	39,5	
dont Dirigeant sortant	29,5	74,7%
dont Manager repreneur	10,0	25,3%
ADP Ratchet (<i>un seul titre</i>)	0,5	
dont Manager repreneur	0,5	
Obligations simples	10,0	
dont Dirigeant sortant	10,0	
Dettes bancaires	50,0	
dont Etablissement bancaire	50,0	
Total	100,0	
Levier bancaire	1,50x	
Envy ratio	1,28x	

A la différence des cas précédents, le manager repreneur ne détient pas à la date de réalisation du montage 30% du capital du holding, mais seulement 25,3%. Il peut atteindre les 30% de la valeur actionnariale du holding s'il parvient à délivrer la performance attendue ; à défaut d'atteindre ce niveau de performance, son investissement en ADP Ratchet est dénué de valeur et il ne détiendra toujours que 25,3% du capital du holding au titre de ses actions ordinaires.

Scénarii	Défavorable	Neutre	Favorable
Chiffre d'affaires	80,0	100,0	120,0
EBIT	8,0	15,0	24,0
<i>Marge d'EBIT</i>	<i>10,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>20,0%</i>
Résultat Net	6,0	11,3	18,0
<i>Rentabilité</i>	<i>7,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>15,0%</i>
Besoins du holding	(10,6)	(10,6)	(10,6)
Charges financières de la dette	(2,3)	(2,3)	(2,3)
Remboursement du principal de la dette	(8,3)	(8,3)	(8,3)
Besoins en dividendes du holding	10,6	10,6	10,6
Résultat Net mis en report à nouveau	(4,6)	0,6	7,4
<i>% dividendes servant aux besoins du holding</i>	<i>177,2%</i>	<i>94,5%</i>	<i>59,1%</i>
Déclenchement du Ratchet	Non	Non	Oui
% capital Manager repreneur au débouclage	25,3%	25,3%	30,0%

En outre, pour éviter de recourir à un apport en numéraire de la part du manager, on pourrait imaginer qu'il souscrive, uniquement grâce à son apport en nature, au mix AO et Ratchet pur, compensant l'apport en numéraire lié au Ratchet par sa dilution au capital du holding (il souscrira à moins de 10 en AO puisqu'une partie sera allouée au Ratchet).

Enfin, le manager peut souscrire des ADP Ratchet avec composante ordinaire au lieu du mix des deux instruments, une prime d'émission sera alors attachée à cette ADP, due à la préférence positive liée au Ratchet.

Ainsi, la mise en place de mécanisme de type Ratchet, faisant prendre un risque actionnarial au manager permet :

- D'aligner les intérêts entre les différentes parties associées au sein du holding ;
- D'impliquer davantage l'équipe managériale à atteindre les critères de performance escomptés à raison de la composante optionnelle du produit auquel elle a souscrit ;
- De réduire davantage l'apport en numéraire du manager tout en lui assurant la possibilité d'appréhender une partie de la valeur actionnariale lors du débouclage de l'opération.

Les ADP Ratchet sont une alternative au recours à des instruments de dette dans le cas où l'entreprise ne dispose pas d'une capacité d'endettement forte. La mise en place d'une rétrocession de la valeur actionnariale basée sur la performance délivrée par le manager permet de potentiellement le faire monter significativement au capital du holding pour un coût moindre.

En conclusion,

Nous venons de voir l'intérêt qu'il y a de réaliser des opérations d'OBO faisant intervenir de la dette et des mécanismes de management package dans le cadre de la cession-transmission de l'entreprise d'un dirigeant sortant au profit d'un manager reprenneur :

- Les instruments de dettes permettent de limiter l'apport du manager tout en maximisant le produit de cession du dirigeant sortant, mais faisant supporter à l'entreprise un risque indirect lié au remboursement de la dette.
- Les outils des management packages permettent l'alignement des intérêts entre les différentes parties et l'implication du manager reprenneur dans l'atteinte des niveaux de performance attendus.

Tableau récapitulatif des cas analysés (du moins risqué au plus risqué) :

	Dirigeant sortant		Manager reprenneur	
	Liquidité	% capital	Apport numéraire	% capital
cas 1 - sans dette	20,0	70,0%	20,0	30,0%
cas 2 - avec dette	55,0	70,0%	5,0	30,0%
cas 3 - avec Sweet Equity	52,0	70,0%	2,0	30,0%
cas 4 - avec ADP ratchet	50,5	74,7%	0,5	de 25,3% à 30,0%

Ces quelques simulations permettent d'éclairer l'enjeu économique inhérent à un management package pour des dirigeants et salariés.

L'apport en numéraire du manager reprenneur a significativement diminué à raison des différents instruments mis en place, de telle sorte que son apport passe de 20 dans le cas 1 à seulement 0,5 dans le cas 4, tout en assurant une liquidité substantielle immédiate pour le dirigeant actionnaire sortant de 50,5 et une liquidité complémentaire de 10 intervenant au débouclage de l'opération dans le cas 4, contre une liquidité immédiate de seulement 20 dans le cas 1. La contrepartie de cette réduction de l'apport en numéraire du manager reprenneur est sa prise de risque accrue en capital, ne lui assurant les 30% du capital du holding de rachat qu'en cas de réalisation des objectifs de performance escomptés (la plupart du temps exprimés en TRI et Multiple).

Les administrations fiscale et sociale exercent une vigilance sur ces mécanismes et s'autorisent, sous le contrôle du juge de l'impôt, à requalifier le gain en capital du manager (issu de ces outils) en salaires, entraînant un traitement fiscal pénalisant pour leur titulaire. L'émission de ces différents instruments de package (Obligations, ADP, etc.) exige leur évaluation au juste prix (valeur de marché) par des experts financiers afin notamment de pouvoir justifier de leur souscription/acquisition à un prix de marché et d'éviter toute requalification par l'administration fiscale en traitement et salaires des différents gains intervenant au débouclage de l'opération.

Notre mission au sein de la société Acuitem est d'accompagner les investisseurs, les cabinets d'avocats et les entrepreneurs lors de leurs problématiques de cession-transmission d'entreprises, de les conseiller quant à la structuration à adopter lors de l'élaboration d'opérations de LBO et d'évaluer les différents produits financiers qui seront émis.

[En savoir plus](#)