



- Trésorerie par recentrage
- Le spectre des synergies négatives
- Acheteurs calculateurs
- Une affaire de cœur

Cession d'activités dans les PME et ETI

## Levier stratégique

La cession d'actifs non stratégiques, au coeur de la réflexion permanente de toute entreprise, grande ou petite

Face à la crise économique et au tarissement du financement, la cession d'actifs constitue un levier efficace pour retrouver de la flexibilité financière. Les entreprises moyennes ne sont se privent pas de cette solution. Mais la vente d'une "business unit" constitue une opération périlleuse et requiert de sérieuses capacités d'anticipation. Bien valoriser l'actif, préparer la transition, cerner les conséquences opérationnelles ou encore emporter l'adhésion des salariés, autant de défis qu'il conviendra de relever pour mener l'opération dans de bonnes conditions. Avec de toute façon des délais bien supérieurs à ceux en vigueur lors de l'avant-crise.

Par Thomas Lestavel

Les cessions d'actifs reviennent au goût du jour. L'été dernier, la dégringolade des marchés boursiers, la crise des dettes souveraines et ses conséquences sur les banques, devenues moins enclines à emprunter, ainsi que des perspectives de croissance revues sérieusement à la baisse, ont poussé les grands groupes, institutions financières en tête, à entamer un vaste mouvement de désendettement et à réduire la taille de leur bilan. En automne, la Société Générale, dont l'action a chuté de 57 % l'an dernier, a ainsi annoncé qu'elle réduirait son bilan de 75 à 95 milliards d'euros d'ici à 2013. Toutes banques confondues, jusqu'à 3000 milliards d'euros, soit 10 % des actifs, pourraient être cédés, si l'on en croit les analystes de Barclays Capital. Les grands industriels ne sont pas épargnés par ce phénomène : en décembre, le géant des services aux collectivités Veolia, dont l'action a connu la pire performance du Cac 40 l'an dernier avec une chute de 61 %, a annoncé son intention de sortir sa branche transport pour se concentrer sur les activités eau, propreté et services à l'énergie. Le groupe a également annoncé la cession de l'activité eau au Royaume-Uni et déchets solides aux États-Unis. Plus serein, l'énergéticien GDF Suez poursuit "sans urgence" un programme de cessions

d'actifs de 10 milliards d'euros sur la période 2011-2013. Déjà deux tiers de cette cible ont été atteints, soit 6,6 milliards d'euros d'actifs vendus.

### Trésorerie par le recentrage

C'est une banalité, mais les grands groupes du Cac 40 sont les premiers concernés par les cessions d'activités, parce qu'ils sont diversifiés en termes d'activités et de présence géographique. A contrario, les PME et ETI sont plus souvent mono-produits, voire mono-pays. Sans compter qu'en général, "l'entrepreneur s'investit professionnellement et personnellement dans son activité. Il est avant tout un développeur. Il s'intéresse davantage aux opérations de croissance externe qu'aux cessions d'actifs", estime Stanislas de

des rentabilités attractives. "A ce jour, nous n'avons pas repéré de signaux négatifs quant à la qualité du tissu industriel français, et ce malgré un contexte bancaire compliqué" indique Fabien Mauvais, partenaire au sein du cabinet d'avocats Lamartine Conseil. Il n'empêche, les contraintes de financement sont réapparues, incitant les sociétés à ralentir la croissance des activités consommatrices de fonds propres. "Le financement est devenu plus cher et moins accessible. Chez les PME et les ETI, les business models évoluent rapidement et intègrent souvent des trajectoires de désendettement, en parallèle d'un recentrage vers les zones géographiques et lignes de produits stratégiques" avance Mark Wyatt, associé chez KPMG en charge des activités de Corporate Finance.

*"Chez les PME et les ETI, les business models évoluent rapidement et intègrent souvent des trajectoires de désendettement, en parallèle d'un recentrage vers les zones géographiques et lignes de produits stratégiques"*

Gastines, associé chez Ernst & Young. C'est pour quoi il est encore rare qu'une entreprise de taille moyenne se diversifie pour ensuite se recentrer." L'année 2011 a été plutôt active en termes de fusions, acquisitions et transmissions d'entreprises chez les mid-caps, signe qu'elles affichent

Des opérations de cession ont déjà eu lieu chez les entreprises de taille moyennes. L'an dernier, la Compagnie des Alpes, un exploitant de parcs d'attraction et de stations de ski, a revendu sept parcs au motif qu'ils "n'étaient plus au cœur de (son) modèle industriel". Fin décembre, le groupe

But, détenu par Colony Capital et Goldman Sachs, a annoncé la cession et l'externalisation de son service après-vente à la Compagnie du SAV, un spécialiste. Avec pour objectif de "se recentrer sur notre métier principal : vendre des produits dans des magasins" indique le PDG Regis Schultz au Nouvel Economiste. Autre exemple, au mois de janvier Gecina, un groupe immobilier qui génère un chiffre d'affaires d'environ 600 millions d'euros, a revendu une dizaine d'immeubles d'habitation pour 444 millions d'euros. Objectif : "conserver une bonne flexibilité dans les conditions actuelles du marché". Comprendre : soutenir l'action en attirant les investisseurs, qui ont été échaudés par une année boursière catastrophique en 2011. Car qui dit cession d'actifs dit génération de cash, donc investissements ou dividendes futurs, voire rachats d'actions. Autrement dit, des perspectives alléchantes pour les actionnaires... Pourvu que les actifs en question ne soient pas bradés mais cédés à leur juste valeur ! "La valorisation est la problématique principale de ce type d'opérations" renchérit Fabien Mauvais. La présence de fonds d'investissement (en cas de société sous LBO par exemple) facilite la démarche, puisque l'investisseur financier, contrairement à l'investisseur industriel, est aguerri à l'exercice de valorisation.



## CESSION D'ACTIFS

Comment s'y prendre pour céder un actif ? D'abord en séparant le bon grain de l'ivraie. *"Les actifs stratégiques sont identifiés comme ceux bénéficiant de perspectives positives et pérennes. Par conséquent, les actifs non stratégiques sont repérés par déduction"*, explique Mark Wyatt. La cession découle également d'une volonté de recentrer son activité sur le cœur de métier, pour ne pas disperser l'argent et les énergies. Chez But, la direction a entamé l'an dernier une réflexion sur le service après-vente, avec l'aide de consultants. *"Initialement, nous nous sommes posé la*

question suivante : comment assurer le meilleur service après-vente au coût le plus attractif ?” raconte Régis Schultz, PDG du groupe. “Le délai d’intervention constitue le critère principal de succès dans le SAV. Or, pour être rapide, il faut disposer de techniciens proches de leurs clients, à travers un maillage serré du territoire. Pour cela, il faut un volume important d’interventions. D’où l’intérêt de confier cette activité à un spécialiste qui puisse être multi-marque”.

Avant de se lancer dans la cession, il importe d'anticiper les différents impacts de l'opération, financiers et opérationnels, à court et à long

terme. Car si la revente d'une activité rentable génère un produit de cession sur le moment, elle entraîne ensuite un manque à gagner récurrent. Il convient d'assurer un prix de cession qui couvre au moins les flux de trésorerie futurs que l'actif aurait générés, flux qu'on actualise avec un taux annuel – c'est la méthode des discounted cashflows (DCF). A noter qu'en cas de cession d'une unité, les coûts fixes jusque-là répartis sur toutes les entités d'un groupe seront amortis sur un périmètre moins large. La vente d'un actif peut ainsi entraîner des synergies négatives, par exemple lorsque la force commerciale ou le service informatique sont partagés avec le groupe cédant.

Une fois la décision pesée et actée, l'entreprise peut se tourner vers les acheteurs potentiels. *"La concurrence est de mise, sauf si un acheteur potentiel s'impose naturellement"* précise Fabien Mauvais, de Lamartine Conseil. Mieux vaut toutefois ne pas ratisser trop large ni se disperser, car la gestion de l'appel d'offres requiert une logistique non négligeable. *"Il ne faut pas donner l'impression de favoriser une entreprise plutôt qu'une autre, il s'agit donc d'être très disponible face aux questions de tous les candidats"* ajoute Fabien Mauvais. Lorsque But a interrogé le marché, fin 2011, les repreneurs ont été rapidement identifiés. *"Trois candidats déclarés disposaient de*



**“Avec la crise, les négociations se tendent, les écarts de valorisation entre vendeurs et acheteurs s’accroissent”. Mark Wyatt, KPMG.**

KPMG. Le vendeur a intérêt à se montrer conservateur dans ses prévisions, quitte à dévoiler de bonnes surprises pendant les négociations – par exemple des résultats trimestriels supérieurs aux projections. Les risques doivent être

*"Un banquier d'affaires me le confirmait récemment lors d'un déjeuner: le marché de la transmission de PME se mondialise."* Pour Paul Gerber, associé chez Ernst & Young, toute entreprise de plus de 50 millions d'euros de chiffre d'affaires peut désormais être la cible d'une multinationale. *"Les standards de transmission des PME se rapprochent de ceux des grands groupes"*, ajoute-t-il. Les exemples sont légion. En décembre dernier, Armor Inox, un fabricant d'équipements thermiques pour l'industrie agroalimentaire (20 millions d'euros de chiffre d'affaires), a été racheté par l'Américain Middleby (720 millions de dollars de chiffre d'affaires). L'an dernier, la Compagnie euro-

ne à l'étranger comme un facteur de développement et de diversification" constate ainsi Paul Gerber. "Les grands groupes internationaux exigent de la documentation détaillée, fiable, normative, ainsi que des modèles aboutis" commente Paul Gerber. "Selling memos" et "vendor due diligence" font partie du jargon et des documents incontournables. Le déroulement des transmissions se complexifie. Des obstacles naturels doivent être surmontés, linguistiques bien sûr, mais aussi culturels. "L'apparition d'actionnaires étrangers qui ne connaissent pas les us et coutumes du marché français n'est jamais évidente, ajoute Paul

pénne de prévoyance (109 millions d'euros de chiffre d'affaires) a été acquise par JC Flowers, un fonds d'investissement new-yorkais qui gère plusieurs milliards de dollars d'actifs. En 2010, une part majoritaire de Giannoni, un fabricant de condensateurs pour chaudières, a été reprise par Carlyle, un leader mondial du private equity, pour près de 500 millions d'euros. Les PME françaises, de leur côté, ne sont pas en reste et reprennent également des sociétés à l'international: *“elles n'hésitent plus à considérer la croissance exter-*

Gerber. *Les demandes d'explication sont plus nombreuses, les besoins en reporting s'alourdissent, souvent dans des délais plus courts, à l'anglo-saxonne. La transition se fait parfois dans la douleur.*” L'appel aux prestataires externes devient plus fréquent pour faciliter ce type de transmissions: des cabinets de conseil et d'audit, mais aussi des banques d'affaires internationales comme Lazard ou Rothschild disposent d'équipes dédiées, à l'affût de transactions potentielles.

**T.L.**

*l'expertise requise, indique le PDG Régis Schultz. Nous connaissons déjà le marché, et la nouvelle a vite fait le tour de la place.*"

Une fois lancé, le processus de cession doit être mené dans les plus brefs délais. En effet, *"tout élément qui viendrait perturber le déroulement de l'opération, par exemple une révision à la baisse du budget ou la découverte de nouveaux risques, peut échauder l'acheteur, l'amener à diminuer son offre, voire à abandonner"* témoigne Mark Wyatt de

suffisamment quantifiés en amont et communiqués au repreneur potentiel, là encore pour éviter les déconvenues en cours de processus. Pour l'externalisation du SAV de But, une clause de reprise a ainsi été préparée : si l'activité n'est pas rentable et que la Compagnie du SAV fait faillite, But s'engage à reprendre son SAV.

## Du côté de l'acheteur, plusieurs précautions





“La réussite d’une cession d’actifs passe avant tout par les hommes et les femmes. Il faut emporter le cœur des gens”. Régis Schultz, But.

s’imposent également. La cession d’actifs inclut toujours une période transitoire, pendant laquelle certaines fonctions support (comptabilité, informatique par exemple) continuent à être assurées par la société vendeuse, moyennant facturation. L’acquéreur bénéficie d’une certaine période, quelques mois en général, pour s’adapter aux standards de l’unité acquise et accompagner le changement : transition d’un ERP à un autre, montée en puissance des équipes informatiques, etc. “Cette période est souvent très sous-estimée” met en garde Fabien Mauvais de Lamartine Conseil. Les activités réglementées requièrent par ailleurs des contrats transitoires conséquents : c’est le cas par exemple dans l’industrie pharmaceutique, régie par l’Afssaps (Agence française de sécurité sanitaire des produits de santé). Les passifs sous-jacents constituent un autre point de vigilance pour l’acquéreur. Contrairement à la cession de titres, la cession

d’actifs consiste à vendre les actifs d’une unité ou d’une société, sans en prendre les passifs, notamment les dettes vis-à-vis des fournisseurs et de l’administration. Le vendeur est censé conserver ces engagements sur son bilan. Toutefois, un passif social est implicitement transmis en même temps que l’actif : il s’agit des engagements liés aux congés payés, aux heures supplémentaires et aux indemnités de départ à la retraite. Une fois l’unité acquise, l’acheteur

ment et de retraites pourront être harmonisés. Le cas échéant, une visite de site s’impose à ce stade. Puis, viennent les formalités administratives, avec la signature du contrat de cession, mais aussi d’autres documents comme le contrat de dépôt légal et de publicité. Enfin, la signature de contrats d’externalisation et de continuité d’activité permet de cadrer la transition. Au final, le nombre d’actes à signer est conséquent. “Il est généralement supérieur à ce que les diri-

“Les acheteurs ont en tête des montants bien plus faibles que les vendeurs, qui se réfèrent aux multiples en vigueur lors de l’achat, ou aux benchmarks d’avant-crise”

passera une provision dans ses comptes pour enregistrer ces engagements vis-à-vis des salariés. Le montant aura été anticipé et retranché de la valeur d’entreprise, lors du rachat. Enfin, il convient de bien délimiter le périmètre de l’actif acheté, en précisant clairement quelles machines, quels produits, quels salariés sont concernés par la cession. Des paramètres essentiels comme le niveau de salaire (fixe et variable) et l’ancienneté des collaborateurs devront être communiqués afin que l’acquéreur puisse calculer précisément le passif social sous-jacent. Dans l’idéal, le processus de cession s’étale sur quatre phases d’environ un mois chacune : préparation de l’opération et prises de contact ; réalisation des audits ; préparation et signature de la documentation juridique ; et enfin, rédaction des procédures de transition. Lors de la phase d’audit, l’acquéreur, après avoir signé un engagement de confidentialité, réalise un détournage des actifs et du périmètre. Cette étude (appelée “due diligence”), très approfondie, touche non seulement aux chiffres historiques et prévisionnels de résultat et de bilan, mais aussi au carnet de commandes et aux éléments juridiques, fiscaux, sociaux et organisationnels. L’acheteur réalise par ailleurs un “audit social” visant à déterminer à quelles conditions les niveaux de salaire, d’intéresse-

geants avaient anticipé” avertit Fabien Mauvais. La conjoncture de crise actuelle, qui alimente le sentiment de méfiance, entraîne toutefois un allongement de ces délais théoriques. “Les négociations se tendent, renchérit Mark Wyatt. Les écarts de valorisation s’accroissent avec la crise : les acheteurs ont en tête des montants bien plus faibles que les vendeurs, qui se réfèrent aux multiples en vigueur lors de l’achat, ou aux benchmarks d’avant-crise.” D’autre part, les performances opérationnelles ayant tendance à se dégrader avec la conjoncture défavorable, les acquéreurs se montrent plus hésitants, voire, parfois, finissent par abandonner. “En l’état actuel des choses, une cession prend six mois en moyenne, contre environ trois en période ‘normale’ ” estime Patrick Coze, associé gérant chez DC Partners. Sans compter les éventuelles difficultés à se financer, surtout si on parle d’opérations à effet de levier.

**Une affaire de cœur**  
Crise ou pas, quelques facteurs clés de succès se dégagent pour toute entreprise souhaitant céder un actif dans de bonnes conditions. La qualité de l’actif constitue évidemment le paramètre essentiel... de même qu’une bonne anticipation du processus. Les conditions ne sauraient toutefois être optimales sans implication du management. Or, le dirigeant de l’u-

nitée cédée peut craindre de perdre son emploi suite au changement de propriétaire. Pour le motiver, rien de tel qu’un intéressement directement lié à l’aboutissement de l’opération, voire à son montant final. Enfin, la dimension sociale de l’opération “constitue à la fois l’élément le plus important et le plus chronophage, surtout en France”, insiste Régis Schultz, PDG de But. La direction du groupe de distribution a dû consulter les organes syndicaux et de représentation du personnel, le comité central d’entreprise, ainsi que les comités d’entreprise de chaque région pour répondre à leurs interrogations. “Ils peuvent faire durer le processus, c’est d’ailleurs leur seule marge de manœuvre” décrypte Régis Schultz. La cession du service après-vente s’est déroulée dans “de bonnes conditions” mais a pris près d’un an. “Il est crucial d’accompagner le changement, via des explications, des formations” explique Régis Schultz. “La réussite d’une cession passe avant tout par les hommes et les femmes. Cela ne doit pas être vécu comme une perte de sens. Il faut emporter le cœur des gens.” ■

CHIFFRES REVELATEURS

Et dans les grands groupes ?

En temps de crise, **53 %** des décideurs internationaux envisagent le désengagement d’un ou plusieurs actifs non stratégiques. Mais seulement **36 %** estiment que les cessions récentes ont répondu à leurs attentes. Le manque de temps est désigné comme principale raison de l’échec, dans **62 %** des cas.  
*Source : étude Ernst & Young menée auprès de 360 décideurs de grands groupes internationaux*

**À lire également :** Stratégie - Fusion & Acquisitions - Là où l’herbe est plus verte - Le nouvel Economiste N° 1592 - 8 décembre 2011 - sur lenouveleconomiste.fr

23 ET 24 MARS 2012 • PARIS

09h00 à 21h00 (20h00 samedi)

13<sup>ème</sup> ANNUEL

SALON

de l'ANALYSE

TECHNIQUE et GRAPHIQUE

des Marchés Financiers

WWW.SALONAT.COM

Conférences et Entrée GRATUITES

T. KABBAJ D. BIOCCHI Ph. LHERMIE J. REVILLER BOUMENGEL GROLLEMUND CEAUX-DUTHEIL J. DALTON A. MALPEL Troy NOONAN L.A. LITTLE B. RICHARD M. DAGHER BARGIACCHI Ph. CAHEN N. CHERON

CONFÉRENCES, ATELIERS PÉDAGOGIQUES, EXERCICES PRATIQUES, FLASHS ANALYSES ...

POUR SAVOIR ENFIN OÙ VA LA BOURSE !

➡ ESPACE PIERRE CARDIN : 1, Avenue Gabriel - 75008 Paris - FRANCE

M° et Parking : Place de la Concorde

Futures & Options TRADER LE FIGARO Action > FUTURE Le nouvel Economiste forex.fr Le Revenu THE TRADER'S JOURNAL

YourTradingEdge CURRENCY TRADER FXSTREET.FR LA MARCHÉ DE BOURSE ACTIVETrader Elite Trader t2w TIMES OF STOCKS & COMMODITIES

Invitation GRATUITE pour les 2 Jours du Salon réservée aux lecteurs du Nouvel Economiste sur présentation du magazine