

Le financement des opérations de transmission

Dettes, obligations, fonds propres : les outils et leur coût

La transmission d'une entreprise se finance rarement avec les seuls fonds propres du repreneur. Dette bancaire, mezzanine, unitranche, obligations, crédit vendeur : chaque outil a son coût, son rang et ses contraintes. Panorama des financements d'une opération de transmission.

L'essentiel

- La dette senior bancaire reste le socle ; les dettes subordonnées complètent le montage, à un coût plus élevé.
- Le crédit vendeur et les obligations convertibles élargissent les ressources sans alourdir la dette bancaire.
- Le mix dépend des flux de trésorerie prévisionnels : une dette se calibre, elle ne se maximise pas.

Les dettes d'acquisition

Le crédit vendeur. Prêt accordé à l'acheteur par le vendeur : une partie du prix est payée comptant, le solde échelonné. Les parties fixent librement taux, durée et garanties. Le risque est porté par le vendeur ; en contrepartie, il rassure les banques, car il engage le cédant sur l'avenir de l'entreprise.

La dette senior. Contractée auprès d'un ou plusieurs établissements bancaires. Elle peut être divisée en tranches : la tranche A, amortissable, est la plus sûre et la moins rémunérée ; les tranches B et C, remboursables in fine, sont plus risquées et plus chères. Son coût est modéré, mais elle est encadrée : nantissement des titres, ratios financiers surveillés (covenants), dividendes limités.

La dette mezzanine (junior). D'une durée de 8 à 10 ans,

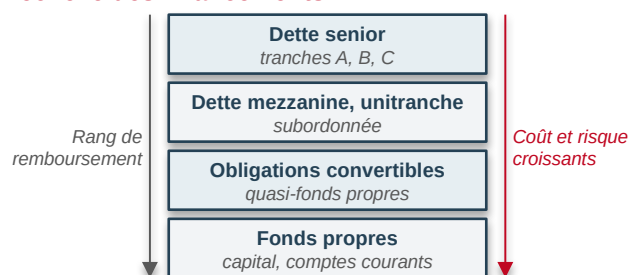
remboursée après la dette senior, elle est plus risquée, donc plus chère : intérêts en partie capitalisés et, souvent, bons de souscription d'actions qui donnent au prêteur une part de la plus-value. Elle convient aux sociétés en croissance dont les flux ne permettent pas d'amortir toute la dette dès les premières années.

La dette unitranche. Un seul créancier, en général un fonds de dette privée, une seule tranche et un seul taux, qui combine les caractéristiques du senior et du subordonné. Un interlocuteur unique, une mise en place rapide, un remboursement in fine, des covenants plus souples : son coût est supérieur à celui d'un crédit bancaire.

Le principe de subordination

Une dette est subordonnée lorsque son remboursement dépend de celui d'autres créanciers. La dette senior est prioritaire ; les dettes junior et mezzanine lui sont subordonnées. En contrepartie du rang, le rendement exigé augmente : plus un financement est remboursé tard, plus il coûte cher.

L'échelle des financements



Les émissions obligataires

Les obligations simples. Elles donnent accès au marché obligataire, à un grand nombre d'investisseurs et à un remboursement in fine. Pour une PME, elles passent le plus souvent par un placement privé (Euro PP) ou par un fonds de dette, et supposent une entreprise déjà structurée : comptes audités, reporting régulier.

Les obligations convertibles (OC). Non dilutives tant qu'elles ne sont pas converties, elles préservent le capital les premières années. Le porteur peut les échanger contre des actions à des conditions fixées à l'émission ; à défaut, il est remboursé en numéraire à l'échéance. Conversion : dilution ; remboursement : besoin de trésorerie à l'échéance.

Les fonds propres et la trésorerie

Les capitaux propres. Apports des actionnaires (repreneur, management, investisseurs financiers) en capital. Ils portent le risque le plus élevé et visent le rendement le plus élevé : dividendes et plus-value à la sortie. Leur montant conditionne la dette : les prêteurs exigent une part de fonds propres significative, souvent proche de la moitié du prix dans les opérations de PME.

Les quasi-fonds propres. Comptes courants d'associés bloqués, obligations convertibles : ils renforcent la structure financière sans diluer immédiatement les actionnaires.

La trésorerie de la cible. La trésorerie excédentaire de la société reprise, disponibilités et valeurs mobilières de placement, peut financer une partie de l'opération par distribution de dividendes au closing, dans la limite de ce que l'exploitation n'exige pas (besoin en fonds de roulement, saisonnalité).

Les taux d'intérêt

Les taux varient avec le risque pris par le créancier : rang de la dette, qualité des flux, garanties. Trois modalités se rencontrent.

Modalité	Fonctionnement	Pour l'emprunteur
Taux fixe	Taux inchangé sur toute la durée du crédit ; échéances, coût total et durée connus à la signature, sauf renégociation.	Visibilité totale ; indemnité de remboursement anticipé à négocier.
Taux variable ou révisable	Indexé sur un indice (Euribor 3 mois le plus souvent) majoré d'une marge ; révisé à la fréquence prévue au contrat, à la hausse comme à la baisse.	Coût total inconnu à l'avance ; couverture possible par un swap ou un cap.
Taux variable capé	Taux variable plafonné (cap) : l'emprunteur est protégé contre la hausse ; un plancher (floor) protège le prêteur contre la baisse ; les deux réunis forment un tunnel.	Compromis entre souplesse et sécurité ; la protection a un coût (prime).

Construire le plan de financement

Partir des flux. La capacité de remboursement se mesure sur le cash-flow après impôt et investissements de maintien, en scénario central et dégradé. La dette totale en découle ; le ratio dette nette sur EBITDA et le taux de couverture des échéances servent de garde-fous.

Combiner les ressources. Fonds propres du repreneur et des investisseurs, dette senior amortissable, puis, si les flux le permettent, une tranche in fine ou subordonnée ; le crédit vendeur vient en complément et en gage de confiance.

Garder de la marge. Les covenants se négocient avec une marge de 20 à 30 % par rapport au business plan ; une ligne de crédit non tirée sécurise le besoin en fonds de roulement.

Anticiper les coûts annexes. Frais de montage, commissions d'arrangement, conseils, garanties : ils s'ajoutent au prix et se financent avec lui.

Thibaut Régnier-Vigouroux, Associé

Pour aller plus loin sur equideals.fr

Fiches thématiques : LBO, MBO, MBI : la transmission avec effet de levier · L'OBO, sécuriser son patrimoine sans vendre son entreprise · Le pacte d'actionnaires et ses grandes clauses.

Un projet de reprise ou de transmission ? La première étape est un état des lieux : la situation de l'entreprise au regard de ses prévisions d'exploitation et des options à disposition. Parlons-en, en toute confidentialité.