

Directeur financier, poids lourd des LBO

L'implication du directeur financier aux côtés du CEO est centrale dans la réussite d'une opération d'acquisition à effet de levier bancaire (LBO). Le champ de ses responsabilités est généralement plus étendu que celui d'un directeur financier classique et son rôle devient stratégique, véritable garant des équilibres de l'opération aux côtés du dirigeant. Les contreparties financières de ces exigences peuvent être gratifiantes en cas de réussite de l'opération.



Par Claire Revol-Renié, associée, Scotto & associés

Si les LMBO vont de pair avec l'existence d'un management package, ils sont également étroitement dépendants de l'existence d'un directeur financier expérimenté et motivé. Et bien naturellement, il n'existe pas de LBO sans participation substantielle de celui-ci au management package.

Le rôle du directeur financier dans ces opérations est multiple et essentiel, à tout moment, faisant du couple CEO-CFO un facteur indissociable de la réussite d'une opération de LMBO.

Un rôle majeur dès le processus de cession

Dès l'origine, au stade du processus d'enchères, le directeur financier est omniprésent, qu'il s'agisse de la préparation du business plan, des prévisions de cash-flows, de l'appréciation de la capacité du groupe cible à supporter une dette d'acquisition en fonction du prix et du niveau de performance du business plan. Il est donc étroitement imbriqué dans les relations stratégiques entre le dirigeant, le fonds d'investissement acquéreur et le vendeur.

Si son implication opérationnelle aux côtés du dirigeant est indispensable, son implication en qualité d'investisseur dans l'opération l'est tout autant. Le fonds acquéreur s'attend à ce que le directeur financier, à l'instar du CEO, investisse substantiellement dans l'opération de LBO. Après le dirigeant, le directeur financier est en effet généralement le principal protagoniste du premier cercle de management sur lequel repose le montage d'un LBO.

A l'occasion d'un LBO primaire, l'investissement minimum requis pour celui-ci est de l'ordre de douze mois de salaire net d'impôts. S'il ne souhaite pas investir, c'est par construction qu'il ne croit pas à l'opération ou qu'il n'adhère pas à sa dimension entrepreneuriale et au défi et au risque qu'elle représente, et le fonds acquéreur va dans ce cas jusqu'à militer pour que le CEO prenne la décision de recruter un nouveau directeur financier.

Dans un contexte de LBO secondaire ou tertiaire, le fonds s'attend à ce que le management réinvestisse un minimum de 50 % de ses produits nets de fiscalité. Plus que le montant en valeur absolue, ce qui est important est le rapport entre le niveau d'investissement du manager et son patrimoine, à savoir son niveau d'exposition au risque, signal fort que le management croit à son business plan, ce qui permet de garantir à nouveau l'alignement d'intérêt avec les investisseurs entrants.

Le directeur financier peut aussi être réticent à investir parce qu'il estime le montage financier trop risqué, car assorti d'un levier de dette trop important, position qu'il prend aux côtés du CEO pour préserver ensemble l'intérêt social du groupe. L'investissement effectif du couple CEO-CFO reste une condition pour les banques de la délivrance du financement et, dès lors, le refus d'investir est un message clair et il contribue de lui-même à limiter les tentatives de levier d'endettement excessif par des fonds acquéreurs voulant concilier les exigences de prix dans un contexte concurrentiel fort avec un maintien de la réalisation d'un rendement cible minimum de leur investissement. Dans ce contexte, par son appréciation fine du levier bancaire, de la capacité du groupe à générer des liquidités, par l'assistance approfondie qu'il apporte au dirigeant sur ces sujets, il participe de manière fondamentale à l'équilibre et à la cohérence globale de l'opération. Contrepartie de son poids majeur dans l'opération, la quote-part du management package captée par le directeur financier est substantielle et s'élève en moyenne à 10 à 20 % du management package total en fonction de l'enveloppe à partager et du nombre de managers clés à motiver.

Fil conducteur des relations entre le dirigeant et le fonds d'investissement dans la vie de l'opération

Au-delà de sa nécessaire implication dans le processus

de cession, le directeur financier est également l'interlocuteur privilégié du fonds d'investissement tout au long de l'opération.

Dans les LBO primaires, c'est en particulier un acteur fondamental de la transformation, car confronté à de vastes chantiers de restructuration de la direction financière. Par l'existence même d'une dette d'acquisition, levier indispensable au rendement du montant d'equity investi par l'acquéreur, le directeur financier doit répondre à des exigences de remontées d'informations financières plus récurrentes, plus étendues et plus précises que celles requises au sein d'une simple filiale d'un groupe. Ces exigences de «reporting» sont à la fois nécessaires aux banques de financement et aux investisseurs financiers qui veulent être en capacité de vérifier à tout moment la bonne santé financière du groupe et d'évaluer le rendement de leur investissement. Ces données chiffrées concernent tant les réalisations passées que les anticipations attendues et nécessitent la mise en place de processus de reporting et de tableaux de bord d'indicateurs spécifique annuels, trimestriels, voire mensuels dans des délais souvent courts. La responsabilité de la délivrance de ces informations repose principalement sur le directeur financier. Lorsque les outils existants de reporting comptables et financiers ne sont pas adaptés, une phase de transition peut être nécessaire et la pression va être forte pour que celle-ci soit réalisée très rapidement. Plus encore que les questions de reporting, la gestion de la trésorerie et du besoin en fonds de roulement (BFR) est cruciale. Le directeur financier d'un groupe sous LBO doit s'assurer qu'à tout moment celui-ci génère assez de liquidités pour honorer les échéances régulières de remboursement de la dette bancaire. L'optimisation du besoin en fonds de roulement devient une priorité stratégique et il doit donc faire de la gestion de trésorerie une préoccupation constante, ce qui n'est pas toujours le cas au sein de la direction financière d'une filiale, celle-ci étant également traitée de manière globale au niveau du groupe.

Au centre des prévisions de trésorerie, le directeur financier procède aux côtés du dirigeant aux premières alertes en cas de difficultés. Son rôle et

celui du dirigeant sont alors majeurs : l'apparition de difficultés financières bouscule l'alignement des intérêts existants et le dirigeant devient dans ce contexte le garant du respect de l'intérêt social de la société qu'il représente. Il pèse alors sur celui-ci une responsabilité juridique importante, celle de suivre strictement l'intérêt social de la société, à l'exclusion de tout autre et notamment celui des actionnaires ou le sien dès lors qu'il estime que ces derniers divergent

L'apparition de difficultés financières bouscule l'alignement des intérêts existants et le dirigeant devient dans ce contexte le garant du respect de l'intérêt social de la société qu'il représente.

de l'intérêt de l'entreprise. Les arbitrages à opérer peuvent alors s'avérer délicats notamment lorsque le poids de la dette est devenu trop important et qu'une restructuration du capital, synonyme de dilution des actionnaires, dont le management, devient nécessaire.

Lorsque survient un refinancement de la dette existante, le directeur financier a un rôle crucial dans l'appréciation des impacts de la nouvelle dette, la négociation des covenants, l'appréciation des conséquences du refinancement en termes de trésorerie par rapport aux prévisions contenues dans le business plan. Toute expérience de la structuration des opérations de private equity et des montages sophistiqués de

dettes LBO est alors précieuse pour aider le dirigeant à voir clair dans sa prise de décisions, la responsabilité de celui-ci résidant dans le nécessaire respect de l'intérêt social à chaque étage de la structure LBO au niveau duquel le nouvel endettement va peser, et dans l'appréciation subséquente des capacités distributives aux niveaux opérationnels inférieurs. Cette responsabilité est rendue plus aiguë lorsque le refinancement a pour objet un «dividend recap» permettant le remboursement aux actionnaires d'une partie de leur mise initiale.

En synthèse, le directeur financier dans un LBO constitue le bras armé stratégique indispensable du dirigeant. Il lui apporte son assistance pointue sur les sujets financiers par nature centraux dans ces opérations à effet de levier et contribue aux côtés du dirigeant à être garant des équilibres globaux de l'opération et en particulier de l'intérêt social des sociétés du groupe. Il est par ailleurs bien entendu essentiel pour une bonne collaboration avec l'actionnaire financier, maillon remontant d'informations et d'échanges sur l'ensemble des sujets cruciaux pour ce dernier. ■