

« Independent Business Review » : étape clef de la restructuration financière d'un LBO

Actionnaires, mezzaneurs, banquiers seniors, management, toutes les parties prenantes à la restructuration financière d'une entreprise ont besoin d'une information objective pour alimenter leur réflexion. Un diagnostic économique et financier indépendant leur donne une base commune de négociation.

Les situations de défauts se multiplient dans le contexte économique actuel

Dans l'environnement économique actuel, même les sociétés disposant d'un *business model* robuste voient leur capacité à générer des *cash flows* largement obérée. Dans le cas d'une structure financière fortement *leveragée*, le service de la dette peut rapidement s'avérer impossible et la restructuration devient inévitable.

La préservation des intérêts économiques des différentes parties prenantes inséparable de la pérennisation de l'activité peut demander des efforts financiers allant d'un simple *covenant reset* (ou gel temporaire des échéanciers) à une recapitalisation importante pouvant s'accompagner d'abandons de créances significatifs.

Pour préparer et accepter de participer à la restructuration d'une holding financière, les parties prenantes ont besoin d'analyser dans le détail la capacité de redressement de la société opérationnelle à moyen terme et le coût financier associé à cette opération. Toutes n'ont pas la même connaissance de l'actif et la

qualité de l'information financière sont mises à l'épreuve : si les outils de prévision de *cash flows* ne sont pas adéquats, il faut rapidement mettre en place les moyens pour disposer des indicateurs pertinents.

Des actions immédiates (*quick wins*) peuvent éventuellement être engagées en fonction de la situation (optimisation du BFR, mise en place d'affacturage...) et intégrées à la modélisation de la prévision à court terme.

Vient ensuite l'analyse des perspectives de moyen et long terme de l'activité de la société ; ce diagnostic complet suppose :

- une analyse des perspectives de marché et de l'évolution de l'environnement concurrentiel. Selon les cas, cette analyse s'appuie sur les données statistiques du marché, l'analyse de la concurrence, la conduite d'interviews de clients ou de fournisseurs.

- une analyse de la nécessité d'adapter l'outil de production ou de revoir le périmètre d'activité. Cession d'activité non stratégique, redéploiement géographique, réorganisation industrielle sont des solutions envisageables pour réduire la base de coût et les besoins de financement de la société dans une période difficile.

- une modélisation des différents scénarios du retournement et chiffrage du besoin de financement associé. Cette étape est essentielle car elle permet de mesurer les besoins permettant d'envisager la continuité d'exploitation à long terme de la société. Au-delà des besoins de financement de court terme, des scénarios à un horizon de deux ou trois ans permettent de dimensionner la dette supportable dans un environnement dégradé et d'orienter les négociations.

- l'évaluation indicative de l'actif sous-jacent sur la base des agrégats financiers actuels et à l'horizon du plan de retournement. Cette évaluation doit permettre également de mesurer à quel point l'investissement ou les lignes de crédits sont risqués et d'orienter les débats.

Le diagnostic indépendant peut contribuer à préserver la valeur des intérêts financiers en présence

L'ensemble des analyses détaillées mobilise des compétences multiples à la fois internes et externes à l'entreprise et nécessite environ six à huit semaines de travail intense.

L'intervention de l'expert indépendant contribue donc à coordonner l'ensemble de ces compétences dans un mode

Indépendance et pragmatisme sont essentiels au diagnostic

La mise à disposition d'un diagnostic indépendant est la meilleure façon de remédier à cette asymétrie d'information.

Les informations que les parties vont trouver dans un diagnostic économique et financier indépendant

L'analyse de la performance historique et des raisons de non réalisation du *business plan* initial constituent la première étape du diagnostic. Au-delà des baisses conjoncturelles de chiffre d'affaires, il convient de s'assurer que les difficultés ne sont pas également liées à des problèmes opérationnels plus structurels (défaillance de l'outil de production, défaut de partenaires clefs...).

Simultanément, une revue des prévisions de *cash flow* à court terme peut confirmer l'urgence de la situation. La nature des discussions est forcément différente si l'horizon du défaut est à trois ou six mois...

Enfin, en première analyse, la robustesse du contrôle finan-

projet permettant de tenir des délais serrés et de répondre aux objectifs définis initialement.

Souvent les difficultés financières s'accompagnent d'une crise de confiance entre les différentes parties prenantes. L'intervention de l'expert indépendant permet une analyse dépassionnée des données financières et opérationnelles nécessaires à la formalisation d'un point de vue objectif.

Pour les banquiers *seniors* par exemple, le *reporting* communiqué périodiquement par les sociétés financées peut s'avérer insuffisant pour décider de participer à une restructuration. Face à une situation de crise, ces créanciers doivent disposer de moyens de prendre la mesure réelle des difficultés et d'apprécier les capacités de réaction du management. Le passage parfois brutal d'un *business plan* de croissance à un plan de restructuration drastique peut parfois laisser perplexe et, sans bien évidemment s'immiscer dans la gestion, le banquier est en droit de comprendre les raisons de ces revirements. La documentation contractuelle des LBO prévoit d'ailleurs souvent la conduite de ces diagnostics dès que la rupture de *covenants* est avérée.

Selon les situations, lorsqu'il n'est pas possible de trouver une solution consensuelle,



Arnaud Lambert, Associé



Rodolphe Pacciarella, Associé

le diagnostic peut alors s'orienter vers des travaux spécifiques pour une des parties prenantes : recherche de tiers investisseurs pouvant proposer une solution alternative, travaux de préparation de cession de certaines branches d'activité...

Les parties prenantes peuvent chacune profiter de la conduite du diagnostic financier et économique indépendant

En situation de crise les managers sont assaillis de demandes d'information tout en devant assurer la conduite quotidienne des opérations de la société. Ils n'ont pas toujours à leur disposition les outils pour répondre à ces demandes (prévision de trésorerie court terme mise à jour très régulièrement, établissement de situation financière mensuelle...). L'accompagnement d'une équipe financière spécialisée qui les aide à conduire ces analyses et produire des documents de synthèse fiables, à destination de toutes les parties prenantes, se révèle alors un soutien précieux.

Dans la crise, les actionnaires souhaitent un suivi au plus près de leur participation, au-delà des documents de *reporting* habituel. Mais ils n'ont pas pour vocation la prise en main de la gestion quotidienne de leur participation.

La mise en œuvre de diligences indépendantes leur permettra donc d'assumer leur rôle : exercer un contrôle sur le manage-

ment en place, approuver les décisions de restructuration ou de réorientation stratégique, financer un besoin de trésorerie complémentaire pour préserver leur investissement...

Pour les actionnaires financiers, la situation est encore plus complexe. Avec la multiplication des opérations ayant donné lieu à une syndication élargie de la dette, le pool des banquiers seniors et des mezzaneurs peut être multiple et très hétérogène.

Certains accompagnent la société depuis des années tandis que d'autres ont pris des positions récentes avec un accès à une information relativement limitée. La conduite du diagnostic économique et financier indépendant va leur permettre de disposer d'une information équivalente aux autres parties en présence et de mesurer à quel point leur ligne est à risque.

Enfin, il est fréquent que les discussions et la négociation entre les parties soient placées sous l'égide d'un mandataire ad hoc. Dans le cadre d'une procédure confidentielle (mandat ad hoc/conciliation), la revue indépendante sert de pierre angulaire au travail du mandataire. Il peut en effet s'appuyer sur les travaux de prévision de trésorerie à court terme pour définir le calendrier des discussions. Ensuite, il utilise les analyses fondamentales de moyen terme pour proposer des solutions pérennes à mettre en œuvre.

Une partie du travail de l'expert indépendant fait ainsi apparaître les capacités d'amortissement de l'endettement et du passif et le cas échéant positionne dans le temps le montant d'un éventuel besoin de financement supplémentaire.

LES POINTS CLÉS

- Le diagnostic économique et financier indépendant permet de répondre au besoin d'information des parties prenantes à une restructuration tout en laissant le management se concentrer sur la conduite de l'activité.
- Les prévisions financières revues constitueront une base saine et objectivée permettant aux actionnaires, mezzaneurs et banquiers seniors de mener à bien la restructuration financière.

SUR LES AUTEURS

Arnaud Lambert et Rodolphe Pacciarella sont associés d'Accuracy.

Arnaud Lambert est spécialiste du support aux transactions et intervient régulièrement dans le cadre de diagnostics financiers et économiques indépendants ou Independent Business Review. Rodolphe Pacciarella est en charge de la ligne de service Redressement d'entreprises et situations spéciales.