

**ENJEUX STRATEGIQUES ET VALORISATION DES
OPTIONS CACHEES INHERENTES AUX
OPERATIONS DE OWNER BUY OUT ENJEUX
STRATEGIQUES ET VALORISATION DES OPTIONS
CACHEES INHERENTES AUX OPERATIONS DE
OWNER BUY OUT**

Sami Ben Larbi

► **To cite this version:**

Sami Ben Larbi. ENJEUX STRATEGIQUES ET VALORISATION DES OPTIONS CACHEES INHERENTES AUX OPERATIONS DE OWNER BUY OUT ENJEUX STRATEGIQUES ET VALORISATION DES OPTIONS CACHEES INHERENTES AUX OPERATIONS DE OWNER BUY OUT. XXIVe Conférence Internationale de Management Stratégique, 2015, Paris, France. halshs-01903084

HAL Id: halshs-01903084

<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01903084>

Submitted on 24 Oct 2018

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

ENJEUX STRATEGIQUES ET VALORISATION DES OPTIONS CACHEES INHERENTES AUX OPERATIONS DE OWNER BUY OUT

Ben Larbi, Sami

Université de Toulon - Kedge Business School

benlarbi@univ-tln.fr

Résumé :

Cet article est consacré à un mode de développement et de transmission spécifique aux PME : l'Owner Buy Out (OBO).

Il propose une grille de lecture théorique permettant d'explicitier les leviers de création de valeur inhérents à un OBO stratégique, les options cachées associées à un tel montage ainsi que le processus de valorisation de ces mêmes options.

En s'appuyant sur les développements récents que nous suggèrent les théories contractuelles et cognitives, cet article montre que l'OBO peut être défini selon deux cas polaires : l'OBO purement patrimonial qui ne crée aucune valeur économique (pur cash-out) et l'OBO stratégique avec un apport économique sous forme de transmission de capital organisationnel, de connaissances ou de mise en œuvre d'actions stratégiques.

Après avoir explicité la flexibilité managériale et le caractère multidimensionnel que procure un tel montage aux dirigeants-propriétaires de PME, nous proposons un cadre méthodologique fondé sur la théorie des options réelles en vue de mieux circonscrire la nature et les caractéristiques des options cachées inhérentes à une opération OBO et ce dans une optique d'évaluation. Afin d'apprécier la portée pratique de la méthodologie adoptée, des simulations permettent de valoriser les options de développement et de transmission associées à un OBO.

Mots-clés : OBO, création de valeur, théories contractuelles, théories cognitives, options cachées

ENJEUX STRATEGIQUES ET VALORISATION DES OPTIONS CACHEES INHERENTES AUX OPERATIONS DE OWNER BUY OUT

INTRODUCTION

Les opérations de owner buy out (OBO) ont suscité ces dernières années un intérêt croissant auprès des PME familiales et des investisseurs en *private equity*.

Au-delà de sa dimension patrimoniale, l'OBO est devenu un précieux outil de création de valeur au service tant du développement que de la transmission de la PME.

D'une manière générale, l'OBO peut être perçu comme un OBO patrimonial assorti d'options stratégiques susceptibles de créer de la valeur sur le long terme, à savoir : une option de développement, une option de transmission ou toute combinaison de ces deux options (Ben Larbi, 2011).

Sur la période 2006-2014, on a pu recenser en France grâce aux communiqués diffusés par la presse spécialisée une vingtaine d'opérations par an.

Malgré son attrait apparent dans les milieux professionnels, l'OBO n'a pas suscité le même intérêt dans la littérature académique et il suffit de répertorier le très faible nombre de publications professionnelles et scientifiques couvrant cette thématique de recherche pour s'en convaincre (ex : Seghers, 2007 ; Amidieu et al. , 2008 ; Mahieu et al. , 2009).

Bien que les résultats issus de ces derniers travaux soient riches d'enseignements, ils ne rendent pas compte de manière explicite des enjeux stratégiques inhérents à l'OBO et des mécanismes organisationnels et cognitifs à l'origine du processus de création de valeur.

De même, si ces travaux ont mis l'accent sur les difficultés liées à la valorisation des options stratégiques que recèle un OBO, nous ne disposons pas à ce jour d'un cadre d'analyse unifiée facilitant l'identification et l'évaluation de ces options cachées.

Notre étude prend appui sur ce constat et propose une grille de lecture théorique en vue de :

- progresser dans la connaissance des enjeux stratégiques et des leviers de création de valeur associés à un montage OBO,

- disposer d'un cadre méthodologique permettant de mieux circonscrire la nature et les caractéristiques des options cachées inhérentes à une opération OBO et ce dans une optique d'évaluation.

Aussi, nous avons structuré notre réflexion autour de deux parties :

La première partie met en exergue les options stratégiques et les leviers de création de valeur inhérents aux opérations de owner buy out, en prenant appui sur les enseignements que nous suggèrent les théories contractuelles et cognitives (Charreaux, 2002 a et b ; Desbrières, 2005 ; Guéry-stévenot , 2006 ; Gorman et Sahlman, 1989 ; Sapienza et Gupta, 1994 a).

La seconde partie propose un cadre méthodologique, fondé sur la théorie des options réelles (Dixit et Pindyck, 1994 ; Trigeorgis, 1996), en vue d'identifier la nature et les caractéristiques des options cachées inhérentes à une opération OBO, puis de les évaluer.

Afin d'apprécier la portée pratique de la méthodologie adoptée, des simulations permettent de valoriser les options de développement et de transmission associées à un OBO.

1. MISE EN EVIDENCE DES OPTIONS STRATEGIQUES ET DES LEVIERS DE CREATION DE VALEUR IMPLICITES AUX OPERATIONS DE OWNER BUY OUT

La première partie de cet article traite de la flexibilité managériale et du caractère multidimensionnel des montages OBO. Après avoir rappelé les principes d'un OBO patrimonial, nous nous proposons d'exposer les mécanismes organisationnels et cognitifs permettant à ces opérations de s'inscrire dans une perspective de création de valeur.

Nous chercherons par la suite à apprécier, à travers l'OBO-développement et l'OBO-transmission, les enjeux stratégiques de ces opérations pour les dirigeants- propriétaires de PME et les investisseurs financiers spécialisés.

1.1. L'OBO : UNE SOLUTION PATRIMONIALE ASSORTIE D'OPTIONS STRATEGIQUES

1.1.1. Principes d'un OBO patrimonial

Le montage OBO, ou vente à soi-même, est un des nombreux montages à effet de levier de type Leverage Buy Out (LBO). Ce montage nécessite l'intervention d'investisseurs financiers spécialisés dans le capital développement et/ou le capital transmission. Ces investisseurs sont le plus souvent approchés par les dirigeants d'entreprises eux-mêmes ou encore par des sociétés de conseils juridiques et financiers agissant comme mandataires exclusifs.

L'OBO s'adresse généralement aux dirigeants-propriétaires souhaitant liquéfier partiellement leur patrimoine professionnel sans pour autant amorcer une cession définitive de leur activité.

Dans la pratique, ce montage s'adresse idéalement aux PME dont le capital excède les 5M€, disposant d'une activité mature et rémunératrice afin que les dividendes soient suffisants pour faire face au service de la dette (Amidieu et Ben Larbi, 2008).

Sur le plan opérationnel, il s'agit d'une cession des titres de la société cible par le dirigeant-proprétaire, à la société holding créée à cet effet qui va s'endetter pour le rachat de ces mêmes titres.

Ce même dirigeant se retire du capital de la cible, en général intégralement racheté par la société holding, et acquiert une partie du capital du holding de rachat (par apport direct de titres). Il continue ainsi à rester à la tête de la cible mais par l'intermédiaire de la société holding.

Ainsi, le dirigeant propriétaire pourra exercer grâce à ce montage un contrôle de fait sur la société cible alors que l'investisseur en capital se contentera le plus souvent de détenir la minorité de blocage au sein de la société holding.

En vendant une partie de ses titres, le dirigeant-proprétaire récupère ainsi une partie de son patrimoine professionnel, c'est-à-dire la différence entre la valeur de la société cible et le montant de sa part dans le capital du holding de reprise. Cette transformation du patrimoine professionnel en liquidités pour son compte personnel s'appelle, en terme opérationnel, le cash out.

La caractéristique de l'OBO par rapport aux autres montages à effet de levier est le maintien du pouvoir de contrôle du dirigeant-proprétaire sur son entreprise.

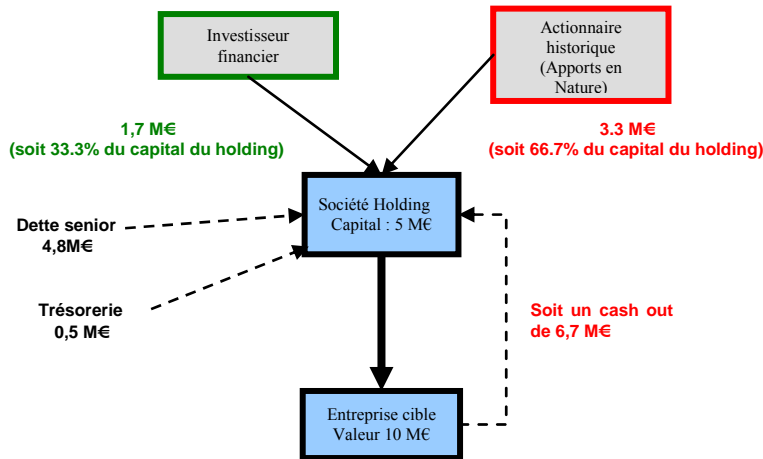
1.1.2. Illustration d'un OBO patrimonial

La figure 1 illustre le cas d'un OBO patrimonial portant sur une entreprise cible dont la valeur des titres est arrêtée à 10 M€. Le dirigeant-proprétaire souhaite transformer 67% de son capital professionnel en capital personnel. Afin de libérer un cash out de 6.7 M€, un holding de reprise est constitué en vue de racheter la totalité des titres. La structure financière du holding de rachat est composée d'un capital social de 5 M€, d'une dette senior de 4.8 M€ et d'une remontée de trésorerie provenant de la cible à hauteur de 0.5 M€.

Le capital social du holding de reprise est souscrit grâce à un apport en nature de 3.3M€ effectué par l'actionnaire historique et un apport en numéraire de 1.7 M€ effectué par l'investisseur financier spécialisé

Les ressources collectées d'une valeur globale de 10.3 M€ devant servir à financer l'acquisition des titres de la cible d'un montant de 10M€ et des frais y afférent d'une valeur de 0.3M€.

Figure 1. Exemple d'un OBO patrimonial



Bilan de la société holding

| Emplois | en M€ | Ressources | en M€ |
|---------------------|-------------|--------------------------|-------------|
| Titres | 10 | Fonds propres | 5 |
| | | - Actionnaire historique | 3,3 |
| Frais d'acquisition | 0,3 | - Fonds d'investissement | 1,7 |
| | | Endettement bancaire | 4,8 |
| | | Remontée de trésorerie | 0,5 |
| Total | 10,3 | Total | 10,3 |

Comme le montre la figure 1, le dirigeant-propriétaire parvient grâce à ce montage à transformer 67% de son patrimoine professionnel en patrimoine personnel. Avec 3,3 M€, il détient 66,7% du capital de la société holding exerçant ainsi un contrôle de fait sur la société cible. Le montage OBO a permis de libérer un cash out de 6,7 M€. Le cash out libéré est financé par une remontée de trésorerie de 0,5M€, l'émission d'une dette senior de 4,8 M€ et enfin par les apports en fonds propres de 1.7 M€ réalisés par le capital investisseur, la différence de 0,3 M€ correspondant aux frais d'acquisition des titres.

Au-delà de son acceptation traditionnelle, l'OBO offre aujourd'hui aux dirigeants-propriétaires et aux investisseurs financiers des perspectives nouvelles qui méritent d'être explicitées. Cela nous amène à dépasser la vision patrimoniale de l'OBO pour mieux appréhender la dimension stratégique associée à un tel montage.

1.1.3. OBO stratégique et création de valeur : Les apports des théories contractuelles et cognitives

Bien que l'extériorisation du cash confère à l'OBO une vocation patrimoniale, il est possible d'adosser à ce montage une vision stratégique dès lors que l'entreprise candidate à un OBO possède des compétences clés ou un savoir-faire non imitables puisant davantage leurs origines dans un capital humain et organisationnel que financier.

D'une manière générale, le capital humain se définit comme l'ensemble des capacités productives qu'un individu acquiert par accumulation de connaissances générales ou spécifiques, de savoir-faire, etc.

Becker (1964) définit le capital humain comme un stock de ressources productives incorporées aux individus eux-mêmes, constitué d'éléments aussi divers que le niveau d'éducation, de formation et d'expérience professionnelle, l'état de santé ou la connaissance du système économique.

Selon Kreps (1990), Baker, Gibbons et Murphy (1994), le capital organisationnel se définit quant à lui comme le surplus spécifique associé à la mise en œuvre d'accords implicites.

Pour Nelson et Winter (1982) ou Chandler (1992), le capital organisationnel provient de la hiérarchie des routines organisationnelles, baptisées « capacités organisationnelles ».

Si l'on s'inscrit dans cette perspective, l'intervention d'investisseurs spécialisés en *private equity* peut être perçue comme dynamisante car elle pourra encourager le dirigeant-proprétaire à arrêter ou à finaliser une stratégie de développement ambitieuse et créatrice de valeur. De même, l'arrivée de ces investisseurs spécialisés incitera à davantage de rigueur dans la gestion en identifiant et en formalisant, par exemple, les processus susceptibles de conduire une politique de développement maîtrisée et en accord avec la personnalité du dirigeant.

Il devient alors possible grâce à l'émergence d'un savoir partagé, d'insuffler une dynamique partenariale dans la société cible dès lors que le dirigeant-proprétaire, qui demeure certes maître à bord, accepte de partager le pouvoir et s'inscrive dans une perspective de création de valeur.

Si l'on en croit les pratiques managériales issues du capitalisme anglo-saxon et continental, le paradigme de la valeur apparaît aujourd'hui comme une impérieuse nécessité à laquelle sont rattachés la plupart des établissements financiers, et les investisseurs en *private equity* n'échappent pas à cette règle.

Ainsi, l'objectif de création de valeur apparaît comme un objectif ultime que les dirigeants se doivent d'atteindre sur le long terme.

Si tel n'est pas le cas, ils éprouveront tôt ou tard des difficultés pour financer leurs projets de développement. Sauf à supposer qu'il n'y a jamais de conflits d'intérêts entre les différents partenaires économiques, financiers ou sociaux d'une entreprise, ou encore à admettre l'hypothèse implicite d'absence d'asymétrie informationnelle, l'objectif de création de valeur pour les seuls actionnaires devient difficilement soutenable (Caby, Clerc-Girard et Koehl, 1996 ; Caby et Hirigoyen, 2005).

Ce constat devrait suffire pour justifier le recours à une acceptation plus élargie de la création de valeur, à savoir la valeur partenariale (Charreaux et Desbrières, 1998). Cette acceptation réconciliatrice devrait permettre à l'ensemble des parties prenantes de se mobiliser autour d'un projet commun et fédérateur.

En fait, le statut tripartite de dirigeant-salarié-actionnaire et la détention d'informations spécifiques dans le cadre d'un OBO peut induire des comportements opportunistes de la part du dirigeant-proprétaire (versement de sur – salaire, investissement sous optimal, mauvaise allocation des ressources ou autres...) menaçant directement les intérêts des investisseurs en *private equity* ou des créanciers financiers.

Ces comportements entraînent la mise en place de contrôles internes ou externes de la part des autres agents et l'apparition de coûts implicites (perte de confiance des autres *stakeholders* par exemple) ou explicites (rapports financiers, recours à des cabinets d'audit...) remettant en question une politique de gestion fondée sur la seule maximisation de la valeur actionnariale.

À cet égard, les tenants des théories contractuelles considèrent que la création de valeur puise ses origines dans la volonté qu'exprime le capital investisseur à réduire l'asymétrie informationnelle et à minimiser les coûts d'agence qui en résultent (Ross, 1973 ; Jensen et Meckling, 1976). Les tenants des théories cognitives fondent eux leur raisonnement dans le courant comportemental, la théorie économique évolutionniste, les théories fondées sur les ressources et les compétences ainsi que dans les travaux consacrés à l'apprentissage organisationnel (Charreaux, 2002 a).

Ils considèrent que la création de valeur dépend du soutien stratégique apporté par le capital investisseur aux dirigeants-proprétaires. Ce soutien pourrait se traduire par l'apport de ressources cognitives (échanges de points de vue, construction de connaissances, apport de réseaux, expertise) favorisant l'innovation et l'émergence de nouvelles opportunités d'investissement qui ne sont pas à l'abri de l'apparition de conflits cognitifs. Ces derniers, liés

à la dimension interprétative de l'information, sont susceptibles de faire évoluer positivement ou négativement le jeu coopératif.

Tandis que les théories juridico - financières confèrent à la firme un rôle essentiellement disciplinaire, l'approche cognitive considère la firme comme un processeur et un répertoire de connaissances (Charreaux 2002 b et c).

Dans la vision cognitive de la firme, les sources de la création de valeur ne dépendraient pas exclusivement de la capacité des dirigeants à mobiliser les parties prenantes autour d'un projet commun et à concilier leurs intérêts parfois contradictoires, mais bien davantage de la coordination qualitative, de l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipation (Langlois et Foss, 1999).

À la différence de l'approche contractuelle, c'est la connaissance et non plus l'information qui est l'enjeu des relations établies entre les différentes parties prenantes. C'est donc dans les interactions entre capital investisseur et dirigeant-proprétaire que se forment les décisions et se jouent la construction des connaissances ainsi que l'évolution des schémas mentaux (Guéry – Stévenot, 2006).

Si l'on se place dans cette perspective, la coordination entre le capital investisseur et le dirigeant-proprétaire lors de l'activité productive dépasse largement le seul transfert d'information, dans la mesure où intervient une dimension interprétative.

Ainsi, la firme devra d'une part réduire les pertes d'efficacité liées à l'asymétrie informationnelle, source de conflits d'intérêts, et d'autre part protéger et consolider le potentiel de création de valeur par l'apprentissage et l'innovation, mais aussi, par la résolution des conflits cognitifs destructeurs de valeur.

Il apparaît ainsi que, au-delà de sa dimension patrimoniale, l'OBO recèle grâce à l'intervention d'investisseurs en capital une dimension stratégique qu'il convient d'explicitier. Cela nous amène à examiner l'OBO stratégique comme un vecteur de développement puis de transmission.

1.2. L'OBO COMME VECTEUR DE DEVELOPPEMENT

Orienter l'ingénierie financière du montage dans une perspective de croissance nous amène à la conception d'un OBO-développement compatible avec un objectif de création de valeur et qui vient s'opposer à la définition plus répandue de l'OBO patrimonial.

Cette optique d'OBO-développement s'appuie sur le potentiel d'une PME qui n'est pas assez exploitée en général pour deux raisons. La première raison est liée à la difficulté de lever des

fonds. La seconde tient au fait que les dirigeants de PME ne parviennent pas toujours à élaborer des plans de développement pour leur entreprise du fait d'un manque de recul et de vision prospective.

C'est ainsi que l'arrivée de nouveaux actionnaires dans le capital du holding de rachat pourrait insuffler une nouvelle dynamique et redonner une dimension stratégique appréciable aux opérations de Owner Buy Out.

1.2.1. Le capital investisseur comme apporteur de ressources cognitives

La littérature économique et financière (ex : Sapienza, Allen, Manigart, 1994 b ; Stéphany, 1998 ; Trehan, 2000 ou encore Desbrières et Schatt, 2002) attribue plusieurs apports aux investisseurs financiers spécialisés que l'on pourrait décliner autour de quatre axes principaux : la capacité de l'investisseur à positionner l'entreprise dans son environnement, les compétences financières de l'investisseur, ses compétences organisationnelles ainsi que l'apport de réseau et d'un avis extérieur qui permet la confrontation des connaissances et des points de vue mais qui peut également être source de conflits. Comme le soulignent les travaux de Sapienza et Gupta (1994 a), Gorman et Sahlman (1989) et Guery-Stevenot (2006), l'apport en ressources cognitives dans une entreprise serait d'autant plus important que cette dernière se trouve à un stade de développement peu avancé.

Ainsi, la collaboration entre investisseurs et dirigeant-proprétaire dans le cadre d'un OBO crée une interaction, de laquelle peuvent émerger de nouvelles connaissances, lesquelles pourront à leur tour engendrer des prises de décisions qui seraient à la base de l'innovation et des opportunités d'investissement (Desbrières, 2005).

La présence d'investisseurs expérimentés dans un secteur d'activité permet, par exemple, de s'assurer en amont de la faisabilité économique des plans d'actions arrêtés par les dirigeants, d'orienter les décisions stratégiques et de favoriser un meilleur ancrage de l'entreprise au sein de son environnement.

De même, la levée de fonds par les investisseurs financiers spécialisés constitue un gage de fiabilité et de viabilité du projet pour l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Se voyant confirmer le potentiel du projet auquel ils participent, certains partenaires n'hésitent pas à alléger les contraintes financières qu'ils avaient fait peser sur l'entreprise. Ainsi, l'entreprise bénéficie indirectement d'un «capital réputation» (Charreaux, 2002 b) ou d'une réputation d'image (Fried et Hisrich, 1995) qui leur permet d'avoir accès à de nouvelles ressources financières auxquelles elle n'avait pas accès dans le passé (ex : Gorman et Sahlman, 1989 ;

Barry et al., 1990 ; Sapienza et al. 1996 ; Fernandez et Martinez, 1999 et Belze et Gauthier, 2000).

L'investisseur peut intervenir également dans l'organisation de l'entreprise par le recrutement de cadres expérimentés (Rosenstain et al., 1993), mais également en aidant à pousser plus loin la réflexion stratégique (Martinet, 2002).

L'investisseur cherchera alors à influencer la manière dont sont réalisées les tâches et/ou prises les décisions (Sapienza et al., 1994 a et b, 1996 ; Stephany, 1998). Il peut décider de réorganiser l'entreprise ou encore de revoir le système d'information comptable et financier (Falconer et al., 1995, 1997 ; Robbie et al., 1997). On dit qu'il a tendance à « rigoriser » le fonctionnement de la structure dans le but de minimiser les coûts de fonctionnement.

Il s'agit de capacités organisationnelles, résultant tant du travail de coopération que de la transformation progressive du savoir tacite détenu par le dirigeant en savoir explicite¹.

Celles-ci peuvent donner lieu à la conception et à la mise en œuvre :

- de nouveaux outils d'analyse permettant d'apprécier la faisabilité du projet et la pertinence du choix des domaines d'activités stratégiques (les DAS) réalisés par les dirigeants de la société cible,
- d'indicateurs de mesure et de suivi des performances (Falconer et al., 1995) permettant de limiter les pertes de temps et les erreurs humaines, d'optimiser l'utilisation de l'outil de production et ainsi de réduire les coûts.

Dès lors, la performance de l'entreprise dépendrait non seulement des ressources financières et cognitives en sa possession, mais également de la manière dont elle utilise ces mêmes ressources.

1.2.2. L'OBO-développement : un accélérateur de croissance ?

À côté de sa finalité patrimoniale et de ses vertus structurantes sur le plan du management, l'OBO s'est révélé ces dernières années être un accélérateur de croissance. Poussés par les exigences de TRI (taux de rentabilité interne) de partenaires financiers pour lesquels le projet économique prime sur le dessein patrimonial, les dirigeants d'entreprises de taille moyenne ont progressivement pris conscience que l'OBO pouvait servir à amplifier leur développement, voire pour certains à changer de taille dans un temps limité. En affectant les ressources financières nouvelles non plus à la sortie de cash mais à une augmentation de

¹ La distinction et les modes de conversion de ces connaissances sont explicités dans Nonaka et Takeuchi (1995)

capital destinée à financer une ambitieuse stratégie de croissance interne ou externe, ces opérations d'OBO-développement se sont multipliées ces dernières années au point de devenir majoritaires (C. f encadré 1).

Encadré 1. Quelques exemples récents de montages OBO

En 2011, le groupe Joryf a ouvert son capital à CM-CIC Capital Finance à concurrence 32% dans le cadre d'un OBO.

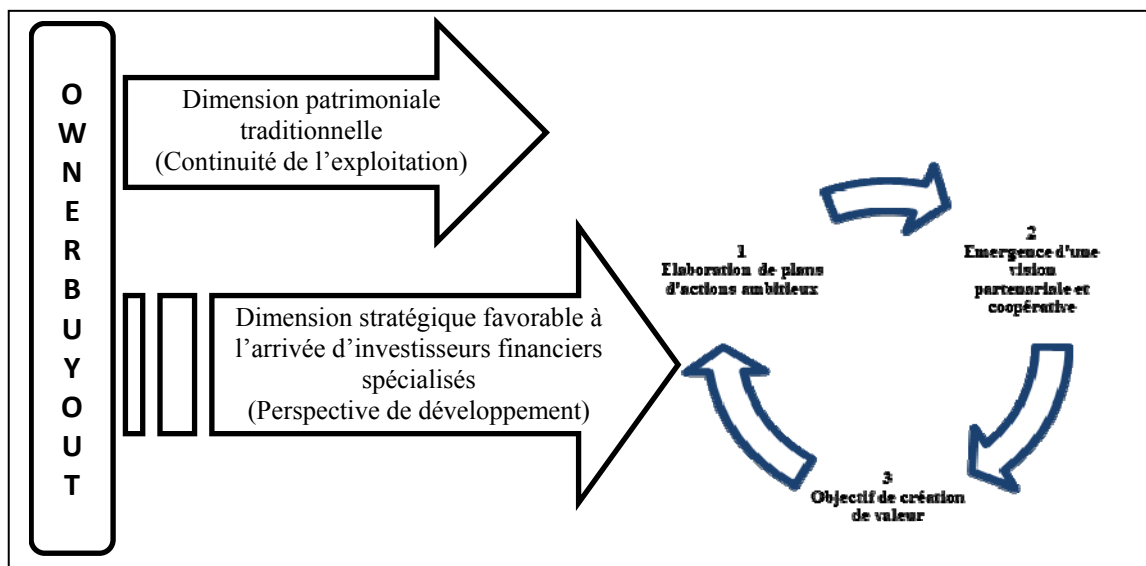
En 2012 le Crédit Agricole Private Equity a investi, via le fonds LCL Régions Développement, 1,5 million d'euros dans une opération d'OBO sur la société AEMI, groupe spécialisé sur le marché de la mécanique industrielle de précision.

En 2013, le groupe NEMEA l'un des spécialistes français des produits immobiliers gérés, inscrit dans une forte croissance, fait rentrer à son capital les fonds d'investissement régionaux Grand Sud -Ouest Capital et Crédit Agricole Aquitaine Expansion à l'occasion de la structuration d'un OBO (Owner Buy Out). R Capital Management organise la même année, avec ses fondateurs, la reprise en OBO du Groupe OODRIVE, leader européen et pionnier français des solutions SaaS (Software as a Service) de sauvegarde et de partage de fichiers en ligne à destination des entreprises et des particuliers

En 2014, la Société générale et la Caisse d'Épargne Ile-de-France financent l'OBO de Mendes Electricité, acteur de référence dans les travaux de rénovation électrique de logements sociaux en Ile-de-France. La même année, SEABIRD CONSULTANTS cabinet de conseil spécialisé dans l'accompagnement des directions financières du monde de l'assurance, de la prévoyance et des mutuelles, réalise un OBO avec le soutien financier de CICLAD qui intervient comme actionnaire minoritaire

L'OBO est ainsi devenu une réponse à un besoin de capital développement, et l'on ne fait plus de cash out qu'accessoirement, « au passage ».

Figure 2. L'OBO comme vecteur de développement



Si l'OBO, à la différence des autres montages à effet de levier, a su conserver les faveurs des chefs d'entreprise comme des financeurs en période de crise, il le doit clairement à sa plus faible exposition au risque : le maintien du dirigeant dans l'entreprise et la fidélisation des cadres clés (ou d'un membre de la famille) via une association au capital en font incontestablement le montage le plus sécurisant de la famille des LBO.

Toutefois, si l'OBO s'avère être un formidable outil de développement, cette opération à effet de levier tire également son succès de sa capacité à organiser une transmission dans le temps.

1.3. L'OBO COMME VECTEUR DE TRANSMISSION

Orienter l'ingénierie financière du montage dans une perspective de transmission nous amène à la conception d'un OBO-transmission dont l'objectif est de permettre au dirigeant-proprétaire d'organiser sa cession en deux temps : Une première fois lors de la réalisation de l'OBO, en liquéfiant partiellement son patrimoine professionnel en patrimoine personnel. Une seconde fois lors de la cession finale dans le cadre d'un LBO secondaire en vue de transmettre définitivement son entreprise au repreneur qu'il aura préalablement fait émerger et qui deviendra au final le nouveau propriétaire.

Sur le plan personnel, cette progressivité est l'assurance pour le dirigeant de conserver pendant un certain temps encore son pouvoir de contrôle et son statut social.

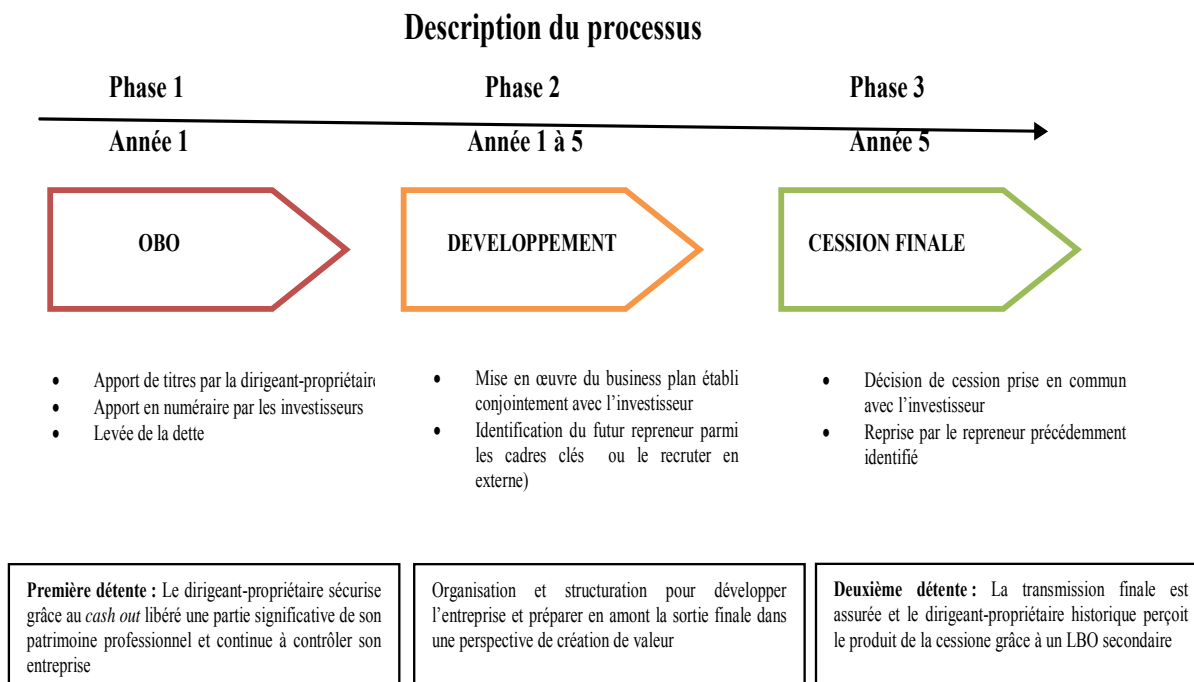
Sur le plan managérial, en donnant au dirigeant-proprétaire le temps de faire émerger un numéro 2 ou de recruter un futur numéro 1, l'OBO apporte une réponse intéressante au problème récurrent du manque de structuration du management avant transmission, véritable talon d'Achille des PME françaises. Trop investis dans la gestion opérationnelle de leurs entreprises, les dirigeants-proprétaires manquent très souvent de recul pour développer une vision stratégique et sécuriser en amont la transmission de leurs entreprises.

Mais si le dirigeant conserve toujours la faculté de céder au final son entreprise à un fonds majoritaire ou à un acheteur industriel, l'expérience montre que l'OBO se solde souvent par une transmission en interne.

La phase de collaboration et d'apprentissage permet non seulement au futur repreneur de s'imprégner d'une culture managériale fondée sur la création de valeur durant la phase post OBO, mais aussi de développer une vision stratégique qui le placerait dans une posture favorable facilitant le rachat à terme de l'entreprise dans le cadre d'un LBO secondaire. Ce travail réalisé en amont fait de l'OBO le mode de transmission le plus sécurisé de la famille des LBO, ce qui favorise l'intervention des investisseurs financiers spécialisés.

Au terme de cette première partie, nous pouvons imaginer de nombreuses configurations pouvant être considérées comme des OBO (C. f figure 3).

Figure 3. L'OBO comme vecteur de développement et de transmission



Selon Amidieu et Ben Larbi (2008), l'attrait d'un OBO dépend étroitement de sa capacité d'adaptation qui l'a fait évoluer au cours de la dernière décennie d'une solution purement patrimoniale vers un montage à dimension stratégique assorti d'options cachées au service des dirigeants-proprétaires.

En effet, si les banquiers avaient continué à financer seuls ces opérations destinées à rendre liquide avant l'heure le patrimoine professionnel des dirigeants, l'OBO serait resté un outil parmi d'autres dans la panoplie des solutions patrimoniales à disposition des dirigeants-proprétaires. Surtout, il aurait fini par être perçu comme un montage antiéconomique, la dette senior contractée dans le cadre d'un OBO ayant pour effet de diminuer d'autant les ressources affectées au développement de l'entreprise.

Sous la pression des fonds d'investissement qui participent aujourd'hui de façon quasi systématique à ces montages et contribuent à les détendre, l'OBO est devenu aujourd'hui un précieux outil de création de valeur au service tant du développement que de la transmission des PME grâce aux options cachées qu'il recèle. Dans la mesure où ces options peuvent contribuer à l'accroissement de la richesse des actionnaires à long terme, on pourrait s'attendre à ce que le marché leur attribue une valeur dont le montant serait contingent à la faisabilité des plans d'actions auxquels ont participé les principaux acteurs associés au projet commun.

Valoriser ces options reviendrait ainsi à déterminer la valeur qu'attribue le marché au travail coopératif et de coordination insufflé par l'arrivée de nouveaux investisseurs dans le capital de la société.

Aussi, allons-nous tenter dans la seconde partie d'explicitier le processus conduisant à la valorisation des options cachées inhérentes à un montage OBO.

2. IDENTIFICATION ET EVALUATION DES OPTIONS CACHEES INHERENTES A UN MONTAGE OBO

La deuxième partie de cet article est organisée autour de deux sections principales.

La première section expose le cadre méthodologique permettant d'identifier la nature et les caractéristiques des options de développement et de transmission en vue de faciliter leur évaluation grâce à la théorie des options réelles.

La deuxième section présente une simulation de la valeur de ces mêmes options fondée sur un exemple fictif illustrant les différentes étapes du processus de valorisation des options cachées inhérentes à un OBO stratégique.

2.1. LE CADRE METHODOLOGIQUE

Sur le plan conceptuel, l'OBO peut être perçu comme un OBO patrimonial assorti d'options cachées susceptibles de créer de la valeur sur le long terme, à savoir : une option de développement, une option de transmission ou toute combinaison de ces deux options.

L'OBO confère ainsi au dirigeant-proprétaire des options stratégiques favorisant le développement d'un capital humain et organisationnel nécessaire à la réussite du projet commun. L'existence de ces options cachées dépend étroitement de la motivation de l'équipe dirigeante, des synergies entre les acteurs et de l'esprit de challenge insufflé par le projet commun.

Il s'agit à présent d'identifier grâce à la théorie des options la nature et les caractéristiques des options réelles inhérentes à un OBO stratégique, à savoir les options de développement et de transmission dont bénéficie le dirigeant-proprétaire. À cet égard, nous verrons dans ce qui suit que la théorie des options réelles (Dixit et Pindyck, 1994, Trigeorgis, 1996) offre un cadre d'analyse propice à leur évaluation.

2.1.1 IDENTIFICATION ET EVALUATION DE L'OPTION DE DEVELOPPEMENT

Dans le cas d'un OBO-développement, le dirigeant dispose d'une véritable option de développement pour laquelle il n'est pas attendu un transfert de connaissances tacites au profit de l'investisseur en *private equity*. Cependant, le dirigeant-proprétaire doit avoir conscience que les fonds d'investissement ont la capacité de pouvoir donner les moyens financiers manquants pour aller au bout d'une action.

Le dirigeant-proprétaire pourra ainsi bénéficier d'une option de développement dont la valeur dépendrait étroitement de la capacité des investisseurs à pousser plus loin la vision stratégique. Il est clair cependant que si la vision partenariale est susceptible de contenir l'émergence de conflits d'intérêts entre l'actionnaire majoritaire et les investisseurs financiers, elle n'exclut pas l'apparition de conflits cognitifs pouvant conduire ultérieurement à une destruction de valeur.

Les conflits cognitifs sont distincts des conflits d'intérêts tels que les étudie l'approche actionnariale classique. Il peut s'agir par exemple de conflits sur les objectifs (stratégie, calendrier de la croissance,...) ou de conflits sur les moyens (pratiques managériales, politique de financement,...) pouvant survenir tout au long de la relation de financement qui unit le capital investisseur avec le dirigeant-proprétaire².

L'émergence de conflits cognitifs en phase de pré ou de post investissement³ peut ainsi conditionner la capacité de l'entreprise à dégager des cash-flows et compromettre la réalisation du projet de développement tel que défini en amont lors de la rédaction du business plan.

Il en découle que le risque associé au projet de développement dépend étroitement de l'aptitude des parties prenantes à contenir les conflits d'intérêts et cognitifs destructeurs de valeur.

En définitive, l'option de développement peut être perçue comme une option réelle présentant les caractéristiques suivantes :

²Pour une analyse approfondie des conflits cognitifs, on pourra consulter avec profit Moscovici et Doise (1992) et Sorsana (1999).

³ La phase de préinvestissement qui précède l'OBO s'échelonne habituellement sur une période de 3 mois à 1 an alors que la phase post investissement succède à l'OBO et couvre dans la pratique une période de 3 à 7 ans (on pourra consulter à ce sujet <http://www.jp-rossignol.com/offres-associees/obo-reprise-dentreprise-par-son-dirigeant.html>).

Tableau 1. Nature et caractéristiques de l'option de développement

| | |
|--|--|
| Type | Option d'achat (Call) à l'américaine |
| Valeur de l'actif support (S) | Valeur attribuée par le marché au projet de développement |
| Echéance (t) | Date au plus tard de la réalisation du projet de développement telle que définie dans le business plan |
| Prix d'exercice (PE) | Capitaux investis dans le projet de développement |
| Taux de report (y) | Coût de la décision de report du projet (fraction de la valeur actuelle des free cash-flows perdue à chaque année de report) |
| Ecart-type de rentabilité du projet (σ) | Ecart-type de rentabilité d'un actif jumeau (par exemple une action négociée sur le marché et qui s'apparente à un secteur d'activité similaire à celui du projet de développement à entreprendre) |
| Taux d'intérêt (R_f) | Le taux sans risque (soit le taux applicable à une opération de prêt ou d'emprunt prenant effet aujourd'hui et de maturité identique à celle de l'option). |

Etant donné que l'option de développement s'apparente à une option d'achat à l'américaine de maturité de n mois, sa valorisation nécessite le recours à un modèle d'évaluation d'options. Aussi, est-il possible de recourir au modèle de Black et Scholes (1973) adapté au cas des options réelles. En effet, Le modèle de Black et Scholes (1973) est un modèle de valorisation d'options européennes qu'il conviendrait d'adapter aux cas des options de développement, lesquelles peuvent être exercées avant l'échéance. Il est donc nécessaire de tenir compte dans la formule d'évaluation originelle du coût de la décision de report (taux de report) correspondant à la fraction de la valeur actuelle des free cash-flows perdue à chaque année de report (C. f. Merton, 1973).

Contrairement aux options financières pour lesquelles l'actif support fait l'objet d'une cotation sur le marché, l'option de développement porte sur un actif réel (en l'occurrence, la

valeur du portefeuille d'activités d'une entreprise) qui ne fait pas l'objet d'une évaluation sur un marché secondaire organisé, d'où la nécessité de reconstituer de manière synthétique sa valeur de marché (grâce à la méthode d'évaluation par les free cash- flows par exemple).

Afin d'y parvenir, désignons par :

VE ap : La valeur de l'entreprise en présence du projet de développement

VE sp : La valeur de l'entreprise en l'absence du projet de développement

S : La valeur attribuée par le marché au projet

On peut écrire que : $S = VE_{ap} - VE_{sp}$

Si le projet de développement nécessite un investissement échelonné sur plusieurs années, nous pouvons considérer que le prix d'exercice de l'option d'expansion n'est autre que la valeur actuelle des dépenses occasionnées par les investissements de croissance et l'accroissement du besoin en fonds de roulement d'exploitation (BFR).

Grâce à la formule de Black et Scholes (1973) transposée au cas des options réelles d'expansion, il est possible de déterminer moyennant certaines hypothèses (Dixit et Pindyck, 1994, Trigeorgis, 1996), le prix de l'option de développement dont bénéficie le dirigeant-proprétaire lors de la réalisation de l'OBO.

Encadré 2. Valeur de l'option de développement

Valeur de l'option de développement = $e^{(-y \times t)} \times S \times N(d1) - PE \times N(d2) \times e^{(-R_f \times t)}$

Avec :

$N(.)$: La fonction de densité de la loi normale pour une valeur (.)

$$d1 = (\ln(S/PE) + (R_f - y + \sigma^2/2) / (\sigma^2 t))^{1/2}$$

$$d2 = d1 - (\sigma^2 t)^{1/2}$$

2.1.2. IDENTIFICATION DE LA NATURE ET EVALUATION DE L'OPTION DE TRANSMISSION

Dans le cas d'un OBO-transmission, le dirigeant dispose à minima d'une flexibilité managériale lui permettant d'organiser la cession de son entreprise en deux temps : une première fois en libérant du cash out et une seconde fois lors de la cession définitive.

Mais si ce schéma d'analyse semble envisageable dans l'absolu, il en va différemment dans la pratique car l'investisseur financier veillera en concertation avec le chef d'entreprise à faire émerger bien avant la réalisation de l'OBO un futur repreneur (issu généralement de l'entourage du patron propriétaire tel par exemple un membre de la famille ou un cadre dirigeant...) et ce afin de sécuriser en amont la gestion de la sortie lors de la cession finale.

La valeur de l'option de transmission dépend donc étroitement de la capacité du dirigeant-proprétaire à faire émerger un numéro 2 (un futur repreneur) et à lui transférer progressivement les sticky knowledge (ou connaissances tacites) favorisant la mise en œuvre de nouvelles capacités organisationnelles issues de la coopération avec les investisseurs financiers. Encore une fois, il n'est pas exclu que des conflits cognitifs puissent à nouveau entraver le bon déroulement de ce processus.

Il apparaît ainsi que l'existence de l'option de transmission nécessite l'introduction d'un repreneur en interne. Le dirigeant historique doit alors amorcer la transmission du savoir-faire, des compétences en management, mais aussi, de la connaissance du métier et du secteur (relation clients, concurrents, fournisseurs). Il doit également savoir faire preuve de motivation quant au partage des connaissances (notamment les sticky knowledge) sur lesquelles repose en général le succès de l'entreprise. Impliquer le futur repreneur dans les décisions managériales ne suffit donc pas, le dirigeant historique doit être capable de coopérer.

Dans le cas de la montée au capital d'opérationnels déjà présents dans l'entreprise depuis plusieurs années (familiaux ou non), le dirigeant devra accepter de partager les décisions managériales (et surtout capitalistiques) qui incombent à tous les dirigeants et à tous les actionnaires.

Lors de la cession définitive, le dirigeant-proprétaire devra opérer un choix :

- soit il cède son entreprise à une valeur proche de la valeur résiduelle à un repreneur potentiel préalablement identifié lors de la phase de développement,
- soit il n'a pas été en mesure de faire émerger durant la phase de développement un repreneur potentiel, auquel cas son projet de transmission est compromis et la valeur récupérable sera comparable à la valeur liquidative de son entreprise. En toute rigueur, cette valeur devrait être proche de la valeur des capitaux engagés dans le holding de rachat au terme de la phase de développement.

L'option de transmission est donc équivalente à une option de cession (ou d'abandon) garantissant à minima au dirigeant-proprétaire la valeur liquidative de son entreprise dès lors qu'il n'a pas été possible de faire émerger durant la phase de développement un repreneur potentiel susceptible d'assurer la continuation de l'exploitation.

Plus précisément, il s'agit d'une option réelle présentant les caractéristiques suivantes :

Option de vente à l'européenne ayant pour actif support le portefeuille d'activités de l'entreprise, arrivant à échéance au terme de la phase de développement préalablement fixée

dans le business plan (soit 3 à 7 ans en moyenne) et assorti d'un prix d'exercice égal au montant des capitaux investis dans l'entreprise lors de la transmission finale.

Tableau 2. Nature et caractéristiques de l'option de transmission

| | |
|--|---|
| Type | Option de vente à l'européenne |
| Valeur de l'actif support (S) | Valeur résiduelle du portefeuille d'activités de l'entreprise |
| Echéance de l'option (t) | Date à laquelle la cession est possible (soit le terme de la phase de développement) |
| Prix d'exercice (PE) | Capitaux investis au terme de la phase de développement |
| Ecart-type de rentabilité du projet (σ) | Ecart-type de rentabilité d'un actif jumeau (par exemple une action négociée sur le marché et qui s'apparente à un secteur d'activité similaire à celui du projet à entreprendre) |
| Durée du projet (D) | Durée de vie économique approximative du projet d'expansion |
| Taux d'intérêt (R_f) | Le taux sans risque (soit le taux applicable à une opération de prêt ou d'emprunt prenant effet aujourd'hui et de maturité identique à celle de l'option). |

De la même manière que pour l'option de développement, il est possible grâce à la formule de Black et Scholes (1973) transposée au cas des options réelles de cession (ou d'abandon), d'évaluer et/ou de simuler moyennant certaines hypothèses, le prix de l'option de transmission dont bénéficie le dirigeant-proprétaire lors de la réalisation de l'OBO. Là encore, il faudra remanier la formule de Black et Scholes pour tenir compte des versements réguliers des free cash – flows tout au long de la durée de vie du projet. Ce taux de rémunération est mesuré de façon approximative par l'inverse de la durée de vie du projet (Dixit et Pindyck, 1994, Trigeorgis, 1996).

Encadré 3. Valeur de l'option de transmission

$$\text{Valeur de l'option de transmission} = e^{(-t/D)} \times S \times N(d1) - PE \times N(d2) \times e^{(-R_f \times t)} - S \times e^{(-t/D)} + PE \times e^{(-R_f \times t)}$$

Avec :

$N(.)$: La fonction de densité de la loi normale pour une valeur (.)

$$d1 = (\ln(S/PE) + (R_f - y + \sigma^2/2) / (\sigma^2 t)^{1/2})$$

$$d2 = d1 - (\sigma^2 t)^{1/2}$$

2.2. SIMULATION DE LA VALEUR DES OPTIONS D'EXPANSION ET DE TRANSMISSION

Afin de simuler l'approche d'évaluation par les options réelles, considérons l'exemple fictif d'une société éligible à un OBO stratégique.

En concertation avec son partenaire financier chargé du montage de l'opération, la société est sur le point de concrétiser dans les 6 mois à venir un projet de développement ambitieux susceptible de consolider son positionnement concurrentiel dans son secteur d'activité.

Nous disposons à cette fin d'un extrait du business plan de la société que nous avons reproduit ci-dessous.

Tableau 3. Compte de résultat prévisionnel (en l'absence du projet de développement)

(En milliers d'euros)

| | N+1 et plus |
|--|-------------|
| Chiffre d'affaires | 8.500 |
| Coûts | 7.700 |
| dont amortissements | 500 |
| Résultat d'exploitation | 800 |
| Net operating profit after taxes (NOPAT) | 480 |
| Frais financiers | 80 |
| Résultat courant | 720 |
| Impôt sur les sociétés | 288 |
| Résultat net | 432 |

Tableau 4. Projet de développement (En milliers d'euros)

| | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 et plus |
|-------------------------------|-----|-----|-----|-------------|
| Investissements de croissance | 150 | 200 | 100 | |
| Investissements de maintien | 500 | 650 | 850 | 850 |
| Accroissement du BFR | 200 | 200 | 350 | |

Au-delà de N+3, l'entreprise se contentera de maintenir son outil de production en l'état.

Tableau 5. Compte de résultat prévisionnel compte tenu du projet de développement (En milliers d'euros)

| | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 et plus |
|--|-------|--------|--------|-------------|
| Chiffre d'affaires | 9.000 | 10.000 | 12.000 | 12.000 |
| Coûts | 8.000 | 8.500 | 10.400 | 10.400 |
| dont amortissements | 500 | 650 | 850 | 850 |
| Résultat d'exploitation | 1.000 | 1.500 | 1.600 | 1.600 |
| Impôt théorique à 40% | 400 | 600 | 640 | 640 |
| Net operating profit after taxes (NOPAT) | 600 | 900 | 960 | 960 |

Le coût moyen pondéré du capital de la société est estimé à 15%.

En nous appuyant sur la méthode des free cash-flows et les données fournies dans le tableau 4, on détermine la valeur de l'entreprise en l'absence du projet de développement :

VE sp : $480.000/0.15 = 3.200.000$ € (soit le NOPAT de l'entreprise en l'absence de projet de développement extrapolé sur une longue période et actualisé au coût moyen pondéré du capital)

Nous pouvons de la même manière déterminer la valeur de l'entreprise (compte tenu du projet d'expansion) en actualisant les free cash – flows du tableau 6 au coût moyen pondéré du capital de la société (15%).

Tableau 6. Détermination de la valeur de l'entreprise compte tenu du projet d'expansion par la méthode des Free Cash – Flows (En milliers d'euros)

| | 0 | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 et plus |
|--------------------------------|------|-------|-------|-------|-------------|
| NOPAT | | 600 | 900 | 960 | 960 |
| + Dotations aux amortissements | | 500 | 650 | 850 | 850 |
| - Δ BFR | | 200 | 200 | 350 | 0 |
| - Investissements | | 650 | 850 | 950 | 850 |
| Free cash-flows | | 250 | 500 | 510 | 960 |
| Valeur résiduelle | | | | 6400 | |
| Total des flux | | 250 | 500 | 6910 | |
| Facteurs d'actualisation | | 0,869 | 0,756 | 0,657 | |
| Flux actualisés | | 217 | 378 | 4543 | |
| Valeur de l'entreprise (VE ap) | 5139 | | | | |

La valeur attribuée par le marché au projet de développement peut alors s'écrire :

$$S = VE \text{ ap} - VE \text{ sp} = 5.138.900 - 3.200.000 = 1.938.900 \text{ €}$$

Les dépenses d'investissement étant échelonnées sur 3 ans, le prix d'exercice de l'option d'expansion n'est autre que la valeur actuelle des dépenses occasionnées par les investissements de croissance et l'accroissement du BFR, soit :

$$PE = 350.000/(1.15)^1 + 400.000/(1.15)^2 + 450.000/(1.15)^3 = 902.688 \text{ €}$$

Considérons les hypothèses suivantes :

Date au plus tard de réalisation du projet (t) : 6 mois

Taux de report (y) : 1%

Taux sans risque (Rf) : 3%

Ecart-type de rentabilité (σ) : 40%,

Il devient possible grâce à la formule de Black et Scholes (1973) transposée au cas des options réelles d'expansion, de simuler le prix de l'option de développement dont bénéficie le dirigeant propriétaire lors de la réalisation de l'OBO.

Il en résulte une valeur pour l'option de développement de 1.040.060 €

De la même manière que précédemment, on peut simuler moyennant certaines hypothèses, le prix de l'option de transmission dont bénéficie le dirigeant propriétaire lors de la réalisation

de l'OBO. Il suffit de s'appuyer sur la formule de Black et Scholes (1973) transposée au cas des options réelles de cession (ou d'abandon).

Le tableau 7 présente la valeur des capitaux engagés dans l'entreprise au début de chaque période compte tenu des investissements de maintien et de croissance projetés.

Tableau 7. Valeur des capitaux engagés en début de période (En milliers d'euros)

| | N+1 | N+2 | N+3 | N+4 et plus |
|--------------------------------------|------|------|------|-------------|
| Capitaux engagés en début de période | 3200 | 3550 | 3950 | 4400 |

Comme expliqué plus haut, le prix d'exercice PE de l'option de transmission n'est autre que la valeur des capitaux investis au terme de la phase de développement (ou lors de la transmission finale), soit 4.400.000 dans notre exemple (C. f tableau 7 dernière colonne).

La valeur résiduelle du portefeuille d'activités de l'entreprise (S) au terme de la phase de développement s'élève quant à elle à 6.400.000 (soit 960.000/15%).

Considérons les hypothèses suivantes :

Terme de la phase de développement (t) : 3 ans

Durée de vie du projet (D) : 10 ans

Taux sans risque (Rf) : 3%

Ecart-type de rentabilité (σ) : 20%,

Il en résulte une valeur pour l'option de transmission de 288.385 €

Au terme de cette présentation, il apparaît que la théorie des options réelles offre un canevas d'analyse propice à l'évaluation des options de développement et de transmission. Même si les simulations effectuées ne présentent qu'une valeur illustrative, elles présentent le mérite d'explicitier le cadre d'analyse théorique mobilisé en vue l'évaluation des options stratégiques inhérentes à une opération OBO. Il est vrai cependant que le degré de précision avec lequel seront évaluées ces options dépendra certes de l'aptitude des gestionnaires à formuler des prévisions fiables, mais aussi, de la validité opératoire du modèle théorique retenu en vue de l'évaluation des options cachées.

CONCLUSION, LIMITES ET PERSPECTIVES DE RECHERCHE

Notre ambition dans cet article a été, dans un premier temps, de mettre en exergue les enjeux stratégiques d'une opération OBO, mais aussi d'explicitier les leviers de création de valeur inhérents à un tel montage.

En prenant appui sur une grille de lecture fondée sur les enseignements que nous suggèrent les théories contractuelles et cognitives de la firme, nous avons pu en effet apprécier l'importance d'un modèle de gouvernance intégrant les dimensions allocative et productive de la création de valeur.

Dans cette acceptation, la firme pourrait être perçue comme un centre contractant et apprenant au sein duquel se construisent et se transfèrent les connaissances par le jeu de la coopération, de l'apprentissage, de la coordination et de l'innovation (Charreaux, 2002 c).

Ces mécanismes constituent des leviers de « recherche de valeur » susceptibles de réduire les conflits d'intérêts et cognitifs, mais aussi, de consolider puis de développer le potentiel de création de valeur grâce au capital humain, financier et organisationnel.

Aussi, avons-nous cherché dans un second temps à clarifier le lien stratégie-finance en proposant un cadre méthodologique permettant d'identifier la nature et les caractéristiques des options cachées associées à l'OBO, puis de les évaluer.

Notre démarche a pris appui sur les enseignements issus de la théorie des options réelles (Dixit et Pindyck – 1994, Trigeorgis - 1996) et nous a permis de simuler la valeur qu'attribue le marché aux options de développement et de transmission.

D'un point de vue stratégique, la valeur de l'option de développement est conditionnée par la capacité des fonds d'investissement à :

- mobiliser des fonds à la hauteur des ambitions de développement,
- pousser plus loin la vision stratégique,
- insuffler une vision partenariale et coopérative facilitant la collaboration entre les différentes parties prenantes participant à l'opération.

Toutefois, la vision positive et consensuelle de la coopération entre dirigeant et capital investisseur devra être nuancée et complétée par l'étude des conflits d'intérêts et cognitifs rencontrés dans la phase post investissement et lesquels sont souvent destructeurs de valeur.

Sur un plan purement financier, l'option de développement s'apparente à une option d'achat à l'américaine ayant pour actif support la valeur attribuée par le marché au projet de développement envisagé. Le prix d'exercice et l'échéance de cette option désignent

respectivement la valeur actuelle des capitaux engagés dans le projet et la date au plus tard de la mise en œuvre du programme d'investissement arrêtée dans le business plan.

Après avoir mis en évidence les enjeux stratégiques de l'option de développement, nous avons cherché à mieux cerner la nature et les caractéristiques financières de l'option de transmission.

D'un point de vue stratégique, la valeur de l'option de transmission est conditionnée par la capacité des fonds d'investissement à :

- faire émerger en concertation avec le propriétaire-dirigeant un repreneur potentiel susceptible de reprendre le flambeau lors de la transmission finale,
- initier le transfert progressif des sticky knowledge (savoir-faire, compétences en management, connaissance du métier et du secteur) au profit du futur repreneur,
- favoriser la mise en œuvre de nouvelles capacités organisationnelles issues du travail coopératif.

Sur le plan financier, l'option de transmission peut être perçue comme une option de vente à l'européenne ayant pour actif support la valeur résiduelle du portefeuille d'activités de l'entreprise. Le prix d'exercice et l'échéance désignant respectivement les capitaux engagés dans l'entreprise et le terme de la phase de développement tel qu'arrêté initialement dans le business plan.

À ce stade du raisonnement, il est possible d'entrevoir deux perspectives de recherche qui méritent d'être étayées si l'on souhaite progresser dans la connaissance des montages à effet de levier du type OBO.

La première perspective, de nature conceptuelle, renvoie aux mécanismes organisationnels qui sont à l'origine du processus de création de valeur.

Dans les travaux antérieurs consacrés au capital-investissement, l'accent a souvent été mis sur la capacité des investisseurs en capital à pousser plus loin les réflexions stratégiques (Martinet, 2002), mais aussi, sur la dimension partenariale et coopérative consécutive à l'accumulation et au partage des connaissances générales et spécifiques développées dans le cadre du projet commun (Desbrières, 2005).

Bien que cette vision soit pertinente, on peut lui reprocher de ne pas tenir compte des limites de la collaboration productive liées notamment à l'émergence de conflits cognitifs.

La crise des valeurs technologiques des années 2000 et celle des subprimes amorcée en 2007 ont incité les investisseurs en capital à davantage de prudence. Leur implication dans l'entreprise a radicalement changé. Au-delà de leur mission originelle de pourvoyeurs de

fonds, les investisseurs financiers spécialisés revendiquent une mission d'accompagnement et de contrôle qui a rehaussé leurs interventions au rang de véritables partenaires financiers.

Or cette implication grandissante, même si elle peut être perçue en amont comme dynamisante peut être vécue en aval par les dirigeants comme une intrusion dans leurs entreprises et conduire à des relations conflictuelles.

Pour les dirigeants qui envisagent le recours aux services d'un capital investisseur, la question est de savoir quels sont les apports mais aussi les contraintes que représente la relation avec l'investisseur. À ce titre, l'approche cognitive de la gouvernance (Charreaux, 2003) pourrait offrir des perspectives intéressantes puisqu'elle considère le système de gouvernance comme un vecteur des échanges et de la construction des connaissances susceptible de faciliter la coordination et la réduction des coûts résultant des conflits cognitifs. Elle s'inscrit plus largement dans le capitalisme cognitif, modalité d'accumulation dans laquelle la connaissance devient la ressource principale de la valeur (Moulier Boutang, 2008)

La seconde perspective de recherche, de nature théorique et empirique, suscite trois séries d'interrogations :

- La première série d'interrogations se rapporte à la valeur des options stratégiques que recèle un montage OBO. En participant à une opération OBO, le capital investisseur acquiert implicitement des options réelles créatrices de valeur et qu'il conviendrait de valoriser avant tout engagement. En d'autres termes, il s'agit de déterminer en amont la valeur qu'attribue le marché aux options cachées implicites à une opération OBO et résultant du travail collaboratif. La réponse à cette question est déterminante aussi bien pour le dirigeant-proprétaire que pour le capital investisseur, qui y voient là une opportunité pour apprécier avant l'heure les perspectives de plus-values offertes à la sortie du montage.

À cet égard, la théorie des options réelles pourrait offrir un cadre d'analyse approprié et apporter un éclairage suffisant aux préoccupations légitimes des principaux acteurs.

Si l'on se place dans cette perspective, on pourrait par exemple s'attacher à évaluer l'option de croissance interne ou externe liée à l'OBO, ou encore, l'option de différer dans le temps la transmission finale au futur repreneur. Ces options modulables à souhait constituent des applications concrètes de la théorie des actifs contingents.

- La deuxième série d'interrogations s'interroge sur la manière dont sont engendrés les effets bénéfiques tant attendus et résultant du travail de collaboration productive relatif à l'OBO. Il conviendrait dans le même ordre d'idées d'identifier les conflits cognitifs qui en résultent, de mesurer leurs conséquences en termes de coopération et d'envisager les mécanismes de

gouvernance qui permettent leur résolution. Selon Charreaux (2003), le véritable rôle de la gouvernance est la coordination qualitative, l'alignement des schémas cognitifs et des modèles d'anticipations.

- La troisième série d'interrogation s'inscrit dans une perspective purement empirique, à savoir, si les montages OBO associant les investisseurs du private equity se traduisent bien in fine par une création de valeur véritable et à la hauteur des résultats escomptés. Ce type d'investigations nécessite l'accès à des bases de données qui ne sont malheureusement pas encore disponibles. Quoiqu'il en soit, et comme le souligne à juste titre Guéry – Stévenot (2006), la vision positive et consensuelle de la coopération entre dirigeant et capital investisseur devra être nuancée et complétée par l'étude des limites de la collaboration et des conflits.

Références

- Amidieu P., Ben Larbi S. (2008), « L'Owner Buy Out : une solution purement patrimoniale ? », Euro – Mediterranean Economics and Finance Review, Vol.3, n°3, Third Quarter.
- Baker G., Gibbons R., Murphy K. (1994), « Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts », Quarterly Journal of Economics.
- Barry C., Muscarella C., Peavy J., Vetsuypens M. (1990), "The Role of Venture Capital in the creation of Public Companies : Evidence from going public Process", Journal of Financial Economics, n° 27, p. 447-471.
- Becker G. (1964), Human Capital, A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education, Univ. of Chicago Press, Chicago, 1964 (2ème édition 1975; 3ème édition: 1994).
- Belze L., Gauthier O. (1993), « Innovation et croissance économique : rôle et enjeux du financement board », Journal of Business Venturing, vol. 8, n° 2, mars, p. 99-114.
- Ben Larbi S. (2011), « Enjeux stratégiques, options cachées et conditions d'éligibilité d'une opération OBO », 6th International Finance Conference, Hammamet – Tunisie, 10-12 mars.
- Caby J., Clerc-Girard M-F., Koehl J. (1996), "Le processus de création de valeur", Revue Française de Gestion, mars-avril.
- Caby J., Hirigoyen G. (2005), La création de valeur de l'entreprise, Economica.
- Chandler A. (1992), « Organizational Capabilities and the Economic History of the Industrial Enterprise », Journal of Economic Perspectives, vol. 6, n° 3.
- Charreaux G. (1998), "La mesure de performance des entreprises", Banque et Marchés, n°34, mai-juin.

- Charreaux G. (2002 a), «Au-delà de l'approche juridico-financière : le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance», Université de Bourgogne.
- Charreaux G. (2002 b), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, novembre - décembre, p. 77-107.
- Charreaux G. (2002 c), « Variation sur le thème "A la recherche de nouvelles fondations" pour la finance et la gouvernance d'entreprise », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 5, n° 3, p. 5-68.
- Charreaux G. (2003), « Le gouvernement d'entreprise », *Encyclopédie des ressources humaines*, in Allouche J. éd., Vuibert, Paris, p. 628-641.
- Charreaux G., Desbrières P. (1998), « Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale », *Finance Contrôle Stratégie*, volume 1, n°2, juin.
- Desbrières P. (2005), « La relation entre CI et firmes financées : Gouvernance actionnariale ou gouvernance cognitive », *Colloque sur la Gouvernance*, Mons, mai.
- Desbrières P., Schatt A. (2002), « L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français », *Finance Contrôle et Stratégie*, vol.5, n°4, décembre.
- Dixit A., Pindyck R. (1994), *Investment Under Uncertainty*, Princeton University Press.
- Falconer M., Reid G., Terry N. (1995), "Post investment demand for accounting information system development", *Entrepreneurship Theory and Practice*, p. 45-62.
- Falconer M., Reid G., Terry N. (1997), "Venture capital supply and accounting information system development", *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 21, n° 4, p. 45-63.
- Fernandez Jardon C. M., Martinez Cobas X. (1999), "Effets indirects des sociétés de capital-risque dans les PME", *Congrès International de la PME*, Metz.
- Fried V., Hisrich R. (1995), "The Venture Capitalists: a Relationship Investor", *California Management Review*, vol. 37, n° 2, p. 101-113.
- Gorman M., Sahlman W. (1989), "What do venture capitalists do?", *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 4, juillet, p. 231-249.
- Gorman M., Sahlman W. (1989), "What do venture capitalists do?", *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 4, juillet, p. 231-249.
- Gorman M., Sahlman W. (1989), "What do venture capitalists do?", *Journal of Business Venturing*, vol. 4, n° 4, juillet, p. 231-249.
- Guéry-stévenot A. (2006), *Conflits entre investisseurs et dirigeants. Une analyse en termes de gouvernance cognitive*, *Revue française de gestion*, n° 164, p. 157-180.
- Jensen M.C., Meckling W.H. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3.

- Kreps D. (1990), « Corporate Culture and Economic Theory », in J. Alt, K. Shepsle (Eds), Perspectives on Positive Political Economy, Cambridge University Press.
- Langlois, R., & Foss, N. 1999. Capabilities and Governance : The Rebirth of Production in the Theory of Economic Organization. *Kyklos*, vol. 52 : 201-218.
- Mahieu P., Ben Larbi S. (2009), Tout savoir sur l'OBO : les attraits d'une cession en deux temps, numéro spécial hors-série n°4, Reprendre et Transmettre Magazine, Editions Marc Chamorel, novembre.
- Martinet A-C. (2002), « L'actionnaire comme porteur d'une vision stratégique », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 141, novembre - décembre, p. 57-73.
- Moscovici S., Doise W. (1992), Dissensions et consensus. Une théorie générale des décisions collectives, PUF, coll. « Psychologie sociale », Paris.
- Moulier Boutang, Y. 2008. Le capitalisme cognitif, Editions Amsterdam.
- Nelson R., Winter S. (1982), An Evolutionary Theory of Economic Change, Cambridge, Bknap Press of Harvard University Press.
- Nonaka I., Takeuchi H. (1995), The Knowledge-Creating Company, New York: Oxford University Press.
- Quiry P., Le Fur Y. (2010), « Création et partage de valeurs dans les LBO », *La lettre Vernimmen.net*, n° 84, février.
- Robbie K., Wright M., Chiplin B. (1997), "The monitoring of venture capital firms", *Entrepreneurship and Theory and Practice*, vol. 21, n° 4, p. 9-28.
- Rosenstein J., Bruno A., Bygrave W., Taylor N. (1993), "The CEO, venture capitalists and the board", *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 2, mars, p. 99-114.
- Ross S.A. (1973), "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem", *The American Economic Review*, 63.
- Sapienza H. J., Gupta A. K. (1994 a), "Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-chief executive officer (VC-CEO) interaction", *Academy of Management Journal*, vol. 37, n° 6, p. 1618-1638.
- Sapienza H. J., Manigart S., Vermeir W. (1996), "Venture capitalist governance and value-added in four countries", *Journal of Business Venturing*, vol. 11, n° 6, novembre, p. 439-470.
- Sapienza H.J., Allen A., Manigart S. (1994 b), "The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies: a study of three European countries", *Managerial Finance*, vol. 20, n° 1, p. 3-17.
- Sorsana C. (1999), *Psychologie des interactions sociocognitives*, Armand Colin, coll. « Psychologie », Paris.

Stéphany E. (1998), « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME », PME De Nouvelles Approches, Torres O. (sous la direction de), Economica, coll. « Recherche en Gestion », Paris, p. 105-120.

Trehan N. (2000), « Usages de la société de holding par les entreprises personnelles et familiales : application aux entreprises de moyenne dimension pratiquant une stratégie de croissance externe », Actes de la IXe Conférence de l'AIMS, 24-26 mai 2000, Montpellier.

Trigeorgis L. (1996), Real options, The MIT Press, Cambridge.