

Management Buy-Out : l'achat d'une société par ses cadres

Par Me Catherine Lapointe

On assiste aujourd'hui, dans tous les secteurs d'activités, à une vague d'acquisitions d'entreprises par leurs cadres. Ces acquisitions, généralement connues sous l'acronyme MBO, de l'anglais « management buy-out », visent davantage des entreprises de taille moyenne que de très grandes entreprises ou encore des divisions ou filiales de groupes importants.

Dans son acception la plus large, MBO signifie tout simplement l'achat d'une entreprise par ses cadres. Cependant, comme l'apport personnel des cadres au prix d'achat est le plus souvent modeste, l'expression MBO est habituellement comprise comme désignant l'achat, avec effet de levier, d'une entreprise par ses cadres. Aussi voit-on parfois l'acronyme LMBO, pour « Leveraged management buy-out ». Aux termes de l'opération, les cadres se retrouvent soit avec le contrôle de l'entreprise achetée, soit simples actionnaires minoritaires, le contrôle étant alors entre les mains des financiers ayant participé au montage en contribuant aux fonds propres.

Dans cet article, nous avons choisi de limiter notre analyse à l'achat d'une société dont les titres ne sont pas inscrits à la cote d'une Bourse reconnue. Quoique presque tous les éléments de notre analyse demeurent valables dans le cas d'une société qui est inscrite en Bourse, plusieurs autres critères et contraintes doivent alors être pris en compte.

I. Circonstance et raisons d'un MBO

a) Quand se produisent-ils?

Diverses circonstances expliquent l'accroissement du nombre de MBO au cours des dernières années. Cette vague est tout d'abord attribuable à ce que les Français ont appelé le « papy-boom », c'est-à-dire le vieillissement de la population qui fait en sorte que plus d'entrepreneurs arrivent au seuil de la retraite qu'il n'y a de preneurs pour leurs entreprises. À défaut de successeurs au sein de la famille ou d'un acheteur stratégique, les cadres de la société, parfois assistés de cadres extérieurs qui se joignent au groupe d'acheteurs, présentent alors une alternative valable afin d'assurer la pérennité de l'entreprise.

D'autres circonstances peuvent favoriser un MBO. Ainsi, un grand groupe ayant un besoin pressant de liquidités ou encore désirant se départir de certaines activités dont il a hérité lors d'une acquisition et qui ne s'intègrent pas à sa stratégie d'évolution, peut être disposé à céder certaines filiales ou divisions à leurs cadres. Il peut en être de même lorsqu'un gouvernement s'engage dans un processus de privatisation. Par ailleurs, lors d'une chute de la valorisation des entreprises, ce type de transactions devient plus accessible aux cadres dont l'apport monétaire au financement est habituellement modeste. Les cadres voudront tenter d'acheter l'entreprise pour laquelle ils travaillent lorsque celle-ci se retrouve en situation d'insolvabilité et ce, afin de protéger leur emploi. Leur projet ne sera cependant viable que dans la mesure où il s'accompagnera d'un plan de redressement crédible.

Enfin, un autre cas de MBO, déjà observé ailleurs dans le monde, se rencontre maintenant chez nous lorsque des investisseurs institutionnels cherchent une sortie pour un de leurs investissements. Le MBO est en effet une alternative à la vente de l'entreprise à un acheteur stratégique ou à son inscription en Bourse. Si le MBO est privilégié comme mode de sortie, des cadres jusque là non-actionnaires le deviennent en remplacement d'investisseurs actionnaires et, si les circonstances le permettent, la transaction peut être structurée de telle sorte que des cadres qui sont déjà actionnaires réalisent une partie de leur gain.

Toutefois, même si toutes les autres circonstances d'un MBO sont rencontrées, celui-ci ne devra être envisagé que si l'entreprise visée peut fonctionner de façon autonome. Pour ce, elle devra avoir mis en place tous les services, posséder ou avoir accès à tous les éléments de propriété intellectuelle et être capable d'obtenir et de supporter seule le financement nécessaires pour assurer ses besoins et générer les profits et liquidités requis pour soutenir son développement et ses dépenses en capital, tout en étant rentable pour ses actionnaires. Il sera donc important dans le cadre d'un MBO de s'assurer que toute carence opérationnelle soit bien identifiée et que les moyens pour y remédier de façon efficace aient fait l'objet d'une réflexion sérieuse. Quant à la propriété intellectuelle nécessaire aux opérations, qu'il s'agisse de marques de commerce, de brevets, de dessins industriels, de droits d'auteur ou de secrets commerciaux, les acheteurs devront s'assurer qu'elle appartient en propre à la cible ou que celle-ci dispose des licences appropriées.

b) L'intérêt d'un MBO pour le vendeur

Plusieurs éléments justifient l'intérêt qu'un vendeur peut porter à une transaction de MBO. Tout d'abord, sur le plan strictement psychologique, certains entrepreneurs auront

de fortes réticences à vendre leur affaire à un concurrent. Un vendeur peut également chercher à restreindre la diffusion de l'information confidentielle relative à l'entreprise, surtout à des compétiteurs. Or, plusieurs des mécanismes classiques de mise en vente, dont celui des enchères, font en sorte que ceux-ci y ont accès. Des négociations avec les cadres de l'entreprise n'entraînent évidemment pas ce problème. De plus, le prix offert par les dirigeants d'une entreprise présente une certaine crédibilité pour un vendeur, en raison de leur connaissance des affaires de l'entreprise et de ses employés. Enfin, un MBO est certainement plus facile à « vendre » aux employés de l'entreprise cible qu'une vente à un tiers.

Il a souvent été affirmé qu'un des éléments favorisant un MBO est la vitesse avec laquelle celui-ci peut être complété. Ceci est peut-être vrai dans certains cas puisque les cadres, ayant une connaissance intime de l'entreprise, n'ont pas besoin d'effectuer des vérifications diligentes opérationnelles détaillées et qu'ils ont besoin de moins de réconfort juridique sur plusieurs aspects de l'entreprise et du prix qu'un acheteur externe. Cependant, dans les cas où le financement de la transaction provient principalement de sources externes, les financiers voudront faire une vérification diligente détaillée et le processus de négociation avec les différents bailleurs de fonds peut s'avérer long et ardu.

Malgré les divers facteurs d'intérêt que présente un MBO pour un vendeur, les sentiments ont rarement à voir avec un processus de vente, surtout au sein d'un grand groupe, et jamais les cadres ne devraient présumer que le vendeur ne débutera pas un processus de sollicitation d'offres afin d'obtenir le meilleur prix. Dans un tel cas, le vendeur pourrait même se montrer hostile à l'offre du management, craignant que, si les autres acheteurs

éventuels apprennent l'existence d'une telle offre, ceci ne vienne réduire leur intérêt pour la cible ou le prix qu'ils seront prêts à offrir pour celle-ci.

Paradoxalement, cette réaction du vendeur illustre que les cadres, qui croient souvent à tort n'avoir que très peu de pouvoir de négociation face au vendeur, ont en fait une certaine influence, puisqu'ils contribuent intrinsèquement à la valeur de l'entreprise. Si les autres acheteurs éventuels venaient à connaître l'existence d'une offre d'achat de la part de la direction, ils pourraient hésiter à acheter une entreprise dont le management déçu par le rejet de son offre serait moins motivé. Ils devront s'assurer de la fidélité des cadres en leur offrant divers intéressements supplémentaires non initialement prévus, ce qui aura indéniablement un impact à la baisse sur le prix d'achat.

c) L'intérêt d'un MBO pour les cadres acheteurs

Le management d'une entreprise va envisager d'acquérir les actifs ou les actions de son employeur pour diverses raisons. On a vu précédemment que l'opération est parfois envisagée en vue de sauver les emplois des cadres. Cependant, ce sont davantage les circonstances, couplées à court et moyen terme à un désir d'autonomie et de pouvoir influencer la stratégie de l'entreprise et sa croissance, qui motivent un MBO. Dans les faits, cette autonomie sera toutefois tempérée par les exigences et contrôles des financiers du projet. À plus long terme, le désir de se constituer un patrimoine et l'expectative d'un gain lors de la revente sont également des motifs importants qui président à la formulation d'une offre par les cadres.

II. Le Groupe de cadres acheteurs

a) La composition du groupe d'acheteurs

Outre la compétence des cadres acheteurs qui, il va sans dire, est une condition *sine qua non* à la levée du financement nécessaire au MBO et à la réussite de l'opération, deux éléments principaux sont à retenir en ce qui a trait à la composition du groupe d'acheteurs. Tout d'abord, afin d'assurer un bon fonctionnement de la société après l'acquisition, l'équipe d'acheteur doit être bien équilibrée. Les dirigeants acheteurs doivent en effet être en mesure d'assurer la direction des différents secteurs de l'entreprise (finances, ventes, opérations, etc.). Ils doivent également former une équipe suffisamment soudée et qui fonctionne bien ensemble. La qualité du groupe de cadres est aussi importante en raison des tâches accrues qui risquent de leur échoir après la transaction. Il n'est pas rare en effet, lorsque la société achetée provient d'un plus grand groupe, que certains services, qui étaient jusqu'alors la responsabilité de sociétés apparentées, soient désormais gérés à l'interne. Chose certaine, la qualité du groupe d'acheteurs et sa détermination à réussir sont des éléments que les financiers de la transaction vont scruter avec une grande attention.

Autre point essentiel, l'équipe de cadres doit comporter un leader clair qui assumera non seulement la direction de la société après l'acquisition, mais également la cohésion des acheteurs dans leur négociation avec le vendeur et surtout avec les différents financiers. La présence d'un leader fera de plus en sorte que les autres cadres de l'équipe seront moins dérangés dans leurs tâches habituelles et que les opérations courantes de l'entreprise en seront moins affectées. Il aura également un rôle important de rassembleur à jouer au cours de toute cette période. Le déroulement d'un MBO est plus imprévisible

que celui de la majorité des transactions d'acquisition, surtout lorsque la structure du financement d'acquisition utilise de façon importante l'effet de levier. La levée du financement est alors généralement plus ardue, plus longue et, sans un vrai leader, l'équipe risque de perdre foi dans la réussite de la transaction.

b) La dualité des rôles : employés et acheteurs

À titre d'employés, les cadres voulant acquérir l'entreprise sont liés par des obligations de discrétion et de loyauté envers leur employeur prévues par l'article 2088 du *Code civil du Québec* alors que, dans le processus de recherche du financement nécessaire, ils devront obligatoirement divulguer des informations confidentielles relatives à celui-ci. Comment les cadres acheteurs peuvent-ils s'assurer de ne pas contrevenir à leur obligation de discrétion et de loyauté et, de ce fait, ne pas s'exposer à des poursuites de la part de leur employeur? Il doit tout d'abord être rappelé qu'un employé ne peut disposer à sa guise ou faire usage des informations à caractère confidentiel appartenant à son employeur qu'il a obtenu dans l'exécution ou à l'occasion de son travail. Le consentement de l'employeur est donc requis préalablement à toute divulgation.

Afin d'obtenir le consentement de l'employeur, les cadres devront lui divulguer qu'ils ont l'intention de procéder à une offre d'acquisition, avant même d'avoir fait quelque démarche que ce soit qui pourrait entraîner la divulgation d'informations confidentielles. Ceci a donc un impact sur le déroulement des étapes menant à la clôture de la transaction et, dès qu'une entente est intervenue en ce qui a trait à la composition du groupe d'acheteur, l'étape suivante devrait être d'approcher l'employeur pour obtenir son consentement.

L'accord de l'employeur sera assorti de plus ou moins de conditions, selon les circonstances. Au minimum, l'employeur exigera que les tiers auxquels des informations confidentielles sur l'entreprise seront transmises par le management en rapport avec le MBO envisagé signent une entente de confidentialité. Habituellement, il précisera que les seuls tiers auxquels des informations pourront être divulguées sont, outre les conseillers du management, les bailleurs de fonds éventuels et ce, moyennant la signature par eux d'une entente de confidentialité. La teneur de l'entente de confidentialité devant être signée par les tiers est parfois convenue d'avance entre l'employeur et ses cadres. Il faut cependant s'attendre à ce qu'elle fasse l'objet de négociations avec les différents financiers qui possèdent généralement leur propre entente de confidentialité type. Dans d'autres cas encore, l'employeur voudra exercer un consentement *ad hoc* et exigera d'approuver l'identité spécifique de chaque personne qui recevra des informations. Bref, les modalités du consentement de l'employeur varieront selon le degré de confiance existant entre les parties et la sophistication de la transaction.

Il peut être menaçant pour un employeur d'apprendre que ses cadres veulent procéder à un MBO, surtout s'il recherche activement d'autres offres pour son entreprise, que ce soit par un processus d'enchères ou autrement. Dans un tel cas, l'employeur pourra être tenté de refuser à priori l'offre des cadres ou essayer de les décourager. Il doit être rappelé que, dans de telles circonstances, le devoir de loyauté des cadres employés à l'égard de leur employeur demeure entier et qu'ils devront, à titre d'employés, pleinement collaborer au processus de mise en vente. L'employeur cherchera même parfois à s'en assurer par la mise en place de mécanismes de contrôle.

Entre le moment où une entente de principe intervient entre le vendeur et les dirigeants d'une entreprise et la clôture de la transaction, il arrive malheureusement parfois aussi qu'un climat de méfiance s'installe. Dans cette situation, le vendeur ou l'employeur pourrait chercher à contrôler les agissements des acheteurs dans le contexte des opérations courantes de l'entreprise et à s'assurer de façon indépendante du suivi de ces opérations. Ceci dépend bien entendu des personnalités en jeu, mais aussi des circonstances. Ainsi, lorsque la clause de prix comporte certains ajustements qui dépendent de facteurs que le management peut influencer avant la clôture de la transaction, cette situation est davantage susceptible de se produire. De même, moins les actionnaires de l'entreprise sont impliqués dans ses opérations, plus ils se sentiront tributaires de la gestion des cadres et plus ils craindront que, occupés à conclure leur transaction, ceux-ci s'y consacrent moins efficacement. Ces situations résulteront parfois en la nomination de consultants devant chapeauter les opérations ou à une redéfinition temporaire de certains pouvoirs des cadres.

III. La transaction d'achat

a) Le prix

Les transactions de MBO sont le plus souvent financées grâce à un fort effet de levier. L'évaluation de la société cible, élément clé dans l'établissement du prix d'achat, est donc cruciale à la viabilité post-acquisition de l'entreprise et doit être effectuée avec le plus grand soin. La rentabilité de la cible doit évidemment être supérieure au coût du financement et suffisante pour supporter l'entreprise elle-même et éventuellement assurer un rendement aux investisseurs.

Toutefois, bien que l'évaluation ait été faite avec le plus grand soin, aucune transaction ne sera possible sans que le vendeur ne soit disposé à vendre à un prix réaliste. Il arrive en effet parfois qu'un vendeur, attaché à la société qu'il a créée ou qu'il a fait croître, ait des attentes irréalistes. Ceci peut rendre les négociations sur le prix très ardues, voire faire échouer la transaction. Afin de mettre les chances de leur côté et d'éviter de perdre temps et énergie à tenter de lever le financement requis, le groupe de cadres acheteurs devrait donc aborder tôt dans le processus la question du prix d'achat avec le vendeur et, si nécessaire, s'entourer d'experts en matière d'évaluation d'entreprise afin de pouvoir entretenir des discussions crédibles et bien structurées à ce sujet.

À l'inverse, les acheteurs ne doivent pas non plus croire naïvement qu'ils seront favorisés simplement parce qu'ils font partie de la direction de l'entreprise. Leur prix se doit d'être compétitif, car il est loin d'être exclu que le vendeur ne cherchera pas à obtenir des offres externes et, dans ce processus, il n'y a pas de place aux sentiments!.

Les formules d'établissement et d'ajustement du prix sont extrêmement variables d'une transaction à l'autre. Mentionnons toutefois que, dans une situation où le vendeur est peu impliqué dans les opérations de l'entreprise, celui-ci sera généralement réfractaire à une formule que le management, aux commandes de l'entreprise, peut manipuler. Ainsi, par exemple, une clause établie sur l'atteinte de certains niveaux de vente à la clôture sera plus difficile à faire accepter d'un tel vendeur qu'une clause basée sur des données historiques.

Quant aux modalités de paiement du prix, elles sont également très diverses. Notons que, comme les entreprises québécoises sont souvent très endettées, ce qui limite le montant du financement additionnel qui peut être obtenu, le fait que le vendeur accepte qu'il y ait

un solde de prix de vente permet de réaliser une transaction qui serait autrement impossible. On se doit cependant de remarquer que les financiers du MBO auront leur mot à dire sur un solde de prix de vente consenti par le vendeur s'ils considèrent que ce solde exerce une pression trop forte sur les liquidités futures de l'entreprise.

b) Le financement d'un MBO

Le financement d'un MBO doit offrir suffisamment de flexibilité afin de permettre de payer les frais de la transaction et de soutenir les besoins de l'entreprise après l'acquisition ainsi que les dépenses en capital qu'elle devra encourir. Il doit également être structuré de telle sorte que les actionnaires de la société puissent espérer un rendement adéquat sur leur investissement.

Un MBO requiert généralement un financement plus important qu'un démarrage ou un projet d'expansion. Ce financement nécessite un montage équilibré, comportant plusieurs niveaux. Tel que mentionné ci-haut, la société doit être capable d'y faire face afin d'assurer sa rentabilité. Le financement se doit donc d'être basé sur un plan d'affaires réaliste qui démontre une bonne compréhension des cash-flow de l'entreprise, de leur qualité et de leur prévisibilité.

La structure du financement d'un MBO évolue souvent de façon significative au cours du processus menant à la transaction. Ainsi, certains financiers, ayant à prime abord montré un intérêt pour la transaction, pourront changer d'avis après leur vérification diligente si celle-ci révèle un niveau de risque supérieur à celui qu'ils avaient escompté. Des alternatives devront alors être trouvées. Dans d'autres circonstances, les conditions de financement offertes par l'un entreront en concurrence avec celles exigées par un autre et

les négociations devront être rouvertes. Autre situation possible, la totalité du financement espéré ne pourra être levé et les acquéreurs éventuels tenteront alors de se retourner vers le vendeur pour des concessions additionnelles. Tout est affaire de circonstances, mais il est clair que, afin d'éviter de graves problèmes avec le financement, le groupe d'acheteur ne devrait pas, au risque d'avoir de mauvaises surprises beaucoup plus tard dans le processus, tenter d'occulter les problèmes éventuels de l'entreprise, mais plutôt les aborder de façon constructive avec les financiers qu'ils sollicitent.

Différents outils de financement sont à la disposition du groupe de cadres acheteurs. Il y a d'une part tous les types de financement sous forme de dette. On retrouve d'une part parmi ceux-ci, le prêt bancaire conventionnel, à court ou à long terme, normalement garanti par des éléments d'actif de l'entreprise et le prêt adossé à des actifs (« asset based lending ») où, moyennant un coût additionnel et un contrôle régulier et serré des éléments d'actif de l'emprunteur, le prêteur prête davantage sur la base de ces éléments d'actif qu'un prêteur conventionnel. Ce dernier type de financement est beaucoup moins fréquent au Canada qu'aux États-Unis, quoiqu'il ait maintenant tendance à s'y répandre.

Viennent ensuite tous les produits de dette subordonnée, garantie ou non, qui viennent combler les besoins non financés par voie de créance prioritaire (dette senior) ou de contribution au capital. Comme leur nom l'indique, ces prêts, qu'ils soient garantis ou non, sont de rang inférieur à la créance prioritaire. Puisqu'il s'agit de prêts en conséquence plus risqués, ils comportent également un taux d'intérêt plus élevé et sont fréquemment assortis de différents droits qui donnent au prêteur la possibilité de participer au capital ou aux profits de l'entreprise (options, redevances, etc.). Les prêts

non garantis ou subordonnés convertibles ainsi que les prêts non garantis ou subordonnés assortis d'un congé de remboursement de capital, voire de paiement d'intérêt, pendant un certain nombre d'années, sont fréquents dans la structure du financement des MBO. Compte tenu de leurs caractéristiques, ils s'apparentent au financement par voie d'équité et, pour cette raison, sont connus sous l'expression de « quasi-équité ».

On retrouve enfin le financement par voie d'équité ou, si l'on préfère, de participation au capital. C'est habituellement sous cette forme que les cadres acheteurs participeront au financement de l'acquisition qu'ils projettent, en effectuant une souscription à des actions ordinaires. Cette composante du financement est très importante pour les financiers de la transaction. L'apport des dirigeants au financement est parfois appelé « pain money », car l'implication des cadres au projet à même leur actif personnel est un gage de sérieux et d'implication.

Plus la portion du financement apportée par les cadres est importante, plus leur pourcentage de participation au capital sera grand au point d'être parfois suffisant pour leur assurer la majorité des actions votantes. Ceci ne leur garantit toutefois pas le même pourcentage de rendement, compte tenu de la structure de financement mise en place.

La contribution des cadres acheteurs est la plupart du temps assez restreinte. Une façon de maximiser cette contribution consiste à structurer la transaction de façon à ce que ceux-ci puissent recourir à leur REER (ou à leur FEER) afin d'investir dans la société.

Les sociétés de capital de risque assurent, en règle générale, le solde du financement par voie d'équité. Réseau capital, l'association québécoise regroupant les joueurs de l'industrie du capital de risque, comptait 87 sociétés parmi ses membres en 2004-2005, dont certaines s'intéressent tout particulièrement aux dossiers de transmission

d'entreprises. En raison du caractère risqué de ce type de financement, les investisseurs recherchent des dossiers qui leur apporteront un rendement élevé et participent habituellement au financement par voie de souscription à des actions privilégiées. Sans rentrer dans toutes les subtilités et variantes, les actions souscrites comportent la plupart du temps un droit de vote et un dividende fixe non cumulatif. Elles sont également convertibles en actions ordinaires en tout temps au gré du détenteur selon un mécanisme pré-établi et peuvent également faire l'objet d'une conversion automatique en actions ordinaires selon un ratio déterminé à l'avance dans le cas où la société procède à un appel public à l'épargne d'une certaine taille alors que ses actions ordinaires deviennent inscrites à la cote d'une Bourse reconnue. De plus, elles comportent un privilège de rachat au gré de leur détenteur dans le cas de la vente de la totalité ou d'une partie substantielle de ses éléments d'actif. Enfin, les actions sont assorties d'un droit de préférence en cas de liquidation ou de changement de contrôle de la société.

Souvent, la structure des clauses de conversion ou de rachat et le droit de préférence visent à faire en sorte d'accorder une prime à l'investisseur qui se fait racheter et qui, par exemple, reçoit d'abord paiement d'un montant égal à deux fois sa mise de fonds avant de participer à l'excédent au prorata avec les détenteurs d'autres catégories d'actions. Cette prime s'était répandue au Canada sous l'influence des structures de financement de capital de risque mises en place aux États-Unis suite à la chute des évaluations d'entreprises survenue à compter de 2001. Cependant, dans un contexte où les investisseurs recherchent davantage des sociétés rentables et où il existe une concurrence plus forte entre les divers investisseurs pour ces projets, il est rare que l'investisseur reçoive plus d'une fois sa mise avant de participer à l'excédent.

Les sociétés de capital de risque exigent la signature d'une convention d'actionnaires qui leur assure notamment un grand degré de contrôle, surtout passif, sur les opérations de l'entreprise. En effet, outre une présence minoritaire au conseil d'administration, les investisseurs actionnaires se font accorder des droits de gestion contrôlée, aussi connus sous le nom de droits de veto, qui soumettent à leur consentement presque toutes les décisions importantes. De plus, ces conventions, à moins que ce ne soit les statuts de la société eux-mêmes, accordent souvent aux investisseurs le droit de se faire racheter leurs actions par la société émettrice à une date et à un prix déterminés. Si l'entreprise est incapable de procéder au rachat à la date dite, on rencontre parfois un mécanisme qui permet aux investisseurs d'enclencher un processus de vente de l'entreprise. Enfin, lorsque les investisseurs entretiennent certaines réserves sur le réalisme du plan d'affaires, ils pourront également exiger la mise en place de mécanismes de dilution de la part des cadres acheteurs si certains niveaux de performance ne sont pas atteints à des dates spécifiques.

Dans le cadre d'un MBO, la participation du vendeur au financement de l'acquisition est fréquente et ne doit pas être négligée. Celle-ci peut prendre différentes formes. Un vendeur pourra ainsi accorder un solde de prix de vente au groupe d'acheteurs. Une des questions qui se posent alors est celle des sûretés qui peuvent être consenties au vendeur pour garantir le solde de prix de vente, alors que tous les éléments d'actif de l'entreprise sont généralement hypothéqués en faveur des prêteurs garantis. Tel que mentionné plus haut, les financiers de la transaction ne seront pas prêts à accepter un solde de prix de vente que la société aurait difficilement la capacité de payer plus tard. Le vendeur pourra également participer au financement sous d'autres formes comme, par exemple, le report

du remboursement de certaines avances ou encore le cautionnement, pendant une certaine période, de certaines obligations de l'entreprise vendue moyennant la fourniture au vendeur de garanties raisonnables.

c) La vérification diligente

Lors de l'acquisition d'une entreprise, il est recommandé de procéder à une vérification diligente approfondie de tous les aspects de la cible. Dans le cas d'un MBO, la situation est un peu particulière puisque les cadres acheteurs connaissent déjà très bien l'entreprise, souvent mieux que le vendeur sous certains aspects.

Sur quels éléments de la vérification diligente les cadres acheteurs devraient-ils donc se concentrer? Ceci dépend bien entendu de la composition du groupe d'acheteurs mais, de façon générale, il est rare qu'une vérification diligente poussée des opérations leur soit nécessaire sauf afin d'établir les changements qui devront éventuellement y être apportés (surtout dans le cas où l'entreprise cible se sépare d'un grand groupe). Les aspects comptables et financiers de l'entreprise sont également la plupart du temps bien maîtrisés par certains membres du groupe d'acheteurs.

Qu'en est-il des contrats et engagements de l'entreprise? Si ceux-ci ont été négociés par les acheteurs, ils ne verront pas grand intérêt à les faire revoir afin d'en connaître le contenu d'affaires. Cependant, lorsque l'entreprise visée fait partie d'un grand groupe, une attention particulière devrait être portée aux ententes, même non écrites, qui lient la société cible aux autres sociétés du même groupe. De même, dans le cas d'une société contrôlée par des individus, les ententes avec ces personnes et les membres de leur famille devraient être révisées et évaluées en fonction de la transaction projetée. Par

ailleurs, l'ensemble des contrats et engagements importants de la société devraient être revus afin d'identifier les clauses de changement de contrôle ainsi que les clauses régissant les fusions qui peuvent faire en sorte que la société se retrouve en défaut si le co-contractant, le créancier ou le bénéficiaire d'une telle clause n'a pas consenti au MBO tel que structuré.

Chose certaine, une vérification diligente élaborée des aspects fiscaux de l'entreprise devrait être effectuée et ce, pour deux raisons. Premièrement, les attributs fiscaux de la cible doivent être bien identifiés afin que la structure de la transaction puisse être adaptée afin d'en tirer parti au maximum. Deuxièmement, la grande majorité des transactions de MBO procédant par voie d'un achat d'actions, il faut donc bien identifier les passifs fiscaux de l'entreprise et le traitement fiscal des opérations et transactions passées afin de bien évaluer les réclamations des autorités fiscales qui pourraient survenir après l'acquisition.

Un autre élément qui mérite une vérification approfondie dans le cadre d'un MBO est celui de la propriété intellectuelle, afin de s'assurer des chaînes de titre et des territoires où une protection est offerte. Il n'est en effet pas rare que cette analyse révèle que certains droits de propriété intellectuelle n'appartiennent pas à la société mais à ses actionnaires, aux personnes qui les contrôlent ou encore à d'autres sociétés du même groupe. Les cessions et licences appropriées devront alors être négociées dans le cadre de la transaction. À l'inverse, cette analyse devrait aussi permettre d'identifier les droits des tiers dans la propriété intellectuelle de la cible. Enfin, lorsque la société fait partie d'un grand groupe, il arrive que certains éléments de sa propriété intellectuelle soient utilisés

par des sociétés affiliées, sans que des contrats ne formalisent le tout. Cette situation doit également être régularisée avant la clôture.

Enfin, quoique les cadres acheteurs soient souvent tentés de procéder à une vérification diligente plus superficielle que lorsque l'acquisition est faite par un tiers non impliqué dans l'entreprise, ce sont les financiers de la transaction qui forceront un processus plus formel. Tous les créanciers garantis par des actifs de l'entreprise voudront, par exemple, s'assurer des titres de propriété de l'entreprise sur ces éléments d'actif et seront préoccupés des questions de responsabilité environnementale, des poursuites contre la société et de tout autre élément qui pourrait mettre en péril les opérations, la viabilité financière ou la réputation de l'entreprise. Les autres financiers, prêteurs non garantis ou sociétés de capital de risque, auront également le même type de préoccupations. Dans ce dernier cas, il est possible qu'ils n'insistent pas sur des vérifications formelles aussi élaborées, mais exigeront des représentations et garanties personnelles des cadres acheteurs sur tous ces aspects.

d) La structure d'une transaction de MBO

Les circonstances particulières d'un MBO ainsi que la planification fiscale envisagée tant par les vendeurs que l'équipe d'acheteurs peuvent faire varier la structure d'une transaction de MBO. Sur le plan fiscal, les acheteurs voudront en effet réduire au maximum les coûts du financement en s'assurant, par exemple, de la déductibilité des intérêts. Ils chercheront de plus à préserver les pertes accumulées dans l'entreprise et privilégieront également une structure qui leur permet d'effectuer le report du plus d'impôts possibles. Si les acheteurs comptent utiliser leur REER afin de financer la transaction, la structure devra également être adaptée.

Les vendeurs quant à eux, chercheront à maximiser l'utilisation des exemptions de gains en capital disponibles, ce qui les amènera à favoriser une transaction par voie de vente d'actions. Cependant, dans certains cas, lorsque par exemple il y a des pertes importantes accumulées dans la cible et que les vendeurs ont déjà pleinement pris avantage des exemptions de gain en capital ou n'y ont pas droit, les vendeurs pourraient favoriser une vente des éléments d'actif. Dans une telle situation, les éléments d'actif de la cible sont réévalués, ce qui permet aux acquéreurs de les amortir sur une plus longue période.

À défaut de pouvoir entrer dans toutes les variantes, voici la description d'une structure classique de MBO. Le groupe de dirigeants constitue une société de la même juridiction que celle de la société cible. Cette société sera l'acheteur des actions de la cible. Les cadres acheteurs souscrivent à des actions ordinaires de cette nouvelle société jusqu'à concurrence de la somme qu'ils contribuent au financement du projet. Le solde du financement, sous forme d'apport au capital est également effectué par voie de souscription à des actions par les diverses sociétés de capital de risque impliquées. Les divers prêts nécessaires au financement du projet sont également mis en place dans cette nouvelle société. Puis, la société constituée par les cadres procède à l'acquisition des actions de la cible qui devient dès lors une filiale à part entière de la première. Les deux sociétés sont ensuite fusionnées, immédiatement après l'acquisition. Les cadres et les autres actionnaires de la société ayant fait l'acquisition se retrouvent donc actionnaires de la société opérante issue de la fusion et les prêteurs ont maintenant une créance contre celle-ci.

En ce qui a trait aux sûretés devant être mises en place pour garantir les prêts nécessaires au financement, deux scénarios sont possibles. Dans le premier cas, le vendeur accepte

que les sûretés garantissant les prêts à la société acheteur soient immédiatement mises en place sur les éléments d'actif de la cible, bien que la vente n'ait pas encore été conclue. Ceci présente un risque pour le vendeur. Celui-ci va donc vouloir se faire fournir les assurances nécessaires, de la part des prêteurs et acheteurs, à l'effet que toutes ces sûretés seront radiées, sans qu'il n'encoure de frais, si la transaction n'est pas conclue à une certaine date. Dans le second cas, les sûretés sont prises dans la société constituée pour acheter les actions de la cible. Suite à la fusion, les sûretés prises en garantie du financement du projet sont assumées par la société issue de la fusion.

e) La documentation juridique d'un MBO

Un grand nombre de documents juridiques doit être préparé afin de mener à terme un MBO. Aucun n'est vraiment spécifique à un MBO, aussi nous limiterons-nous à un bref survol, tout en insistant sur les particularités qu'une transaction de MBO peut y apporter.

Après avoir identifié l'occasion d'affaires et constitué leur équipe d'acheteurs, les dirigeants d'une entreprise qui désirent s'en porter acquéreurs doivent, autant que possible, obtenir rapidement du vendeur un accord de principe à la vente ou, à tout le moins, une indication claire que celui-ci est disposé à vendre et à quel prix. Dans une situation idéale, ceci se traduit par la conclusion d'une entente de principe entre les parties. Cette entente est conclue sous réserve de la mise en place du financement nécessaire et ne fera que résumer les grandes lignes de la transaction, la négociation détaillée des contrats étant laissée à plus tard. Parfois, l'entente ne constituera même pas une entente de principe, mais donnera simplement aux acheteurs éventuels la possibilité d'entreprendre des démarches en vue de lever le financement nécessaire afin de faire une offre plus tard. Cependant, quel que soit le degré de certitude que l'entente conclue

procure, celle-ci devra établir le mécanisme selon lequel les cadres seront autorisés à diffuser l'information confidentielle relative à l'entreprise cible dans le cadre de leur recherche de financement et du montage de la transaction. Si une entente de principe a été conclue, elle devra comporter une période d'exclusivité en faveur de l'équipe d'acheteurs ainsi qu'un échéancier pour la levée du financement et la conclusion de la transaction.

Armés de l'entente intervenue avec le vendeur, les dirigeants acheteurs chercheront ensuite à mettre en place la structure du financement. Les financiers intéressés au projet émettront des lettres d'intérêt ou des lettres d'offres qui devront être acceptées par les acheteurs éventuels s'ils veulent que ces financiers entament leur processus de vérification diligente et, éventuellement, procèdent à leur financement. L'acceptation de chacune de ces lettres, diverses étapes du processus de vérification diligente et la clôture de la transaction s'accompagnent de paiements qui doivent être faits par les acheteurs éventuels aux divers financier afin de couvrir leurs frais d'étude et les honoraires des experts qu'ils embauchent dans le cadre de leur vérification diligente. Si le financement envisagé est à plusieurs niveaux et implique plusieurs financiers différents, les sommes payées ou engagées peuvent rapidement devenir substantielles alors que les propositions de financement demeurent toujours conditionnelles et peuvent être retirées si, par exemple, la vérification diligente démontre un niveau de risque supérieur à celui escompté. Les cadres acheteurs doivent donc tenir compte de ces déboursés lorsqu'ils préparent un MBO.

Le financement par voie de dette sera constaté par la conclusion de contrats de prêts et la prise de sûretés et le financement par voie d'équité par des conventions de souscription assorties d'une convention unanime d'actionnaires. Les contrats de prêts et les

conventions de souscription comportent des représentations et garanties détaillées qui devront, la plupart du temps, être données par les individus impliqués dans l'achat ou certains d'entre eux. Ces représentations et garanties couvrent tous les aspects de la cible, même ceux dont les acheteurs n'ont pas nécessairement une connaissance personnelle. Il est donc important qu'ils aient fait de façon détaillée leurs propres vérifications diligentes sur ces questions et qu'ils essaient, autant que possible, d'obtenir les mêmes représentations et garanties du vendeur avant de s'engager ainsi à titre personnel. S'il y a plusieurs prêteurs, une convention inter-crédanciers devra également être conclue entre eux afin de prévoir notamment le rang des sûretés et les modalités d'exercice des droits hypothécaires.

Les contrats de prêt et la convention d'actionnaires comportent les différents éléments de contrôle que les financiers mettent en place afin de pouvoir influencer les décisions prises par l'entreprise dans laquelle ils investissent. Du côté des prêteurs, il s'agit d'un type de contrôle passif, la plupart des décisions importantes de l'entreprise, surtout celles qui pourraient influencer la capacité de l'entreprise à rembourser ses emprunts, affaiblir les sûretés consenties ou modifier le niveau de risque du dossier, devant faire l'objet de leur accord préalable. Les financiers ayant participé au projet par voie d'équité requièrent également ce type de contrôle tout en s'impliquant dans la gestion de l'entreprise par une participation, minoritaire s'ils ne détiennent pas le contrôle de l'entreprise, au conseil d'administration.

L'acquisition elle-même est constatée par un contrat de vente. Ce contrat établit le prix d'achat et ses modalités de paiement. Il comporte également les diverses conditions de clôture de la transaction, les représentations et garanties fournies par le vendeur et les

représentations et garanties données par la société acheteur au vendeur de même que des clauses de non-concurrence, non-sollicitation et confidentialité.

Nous avons vu un peu plus haut que les financiers de la transaction exigent souvent, de la part des dirigeants, des représentations et garanties personnelles élaborées sur la société cible. Ceux-ci devraient donc, afin de se protéger, tenter d'obtenir du vendeur ces mêmes représentations et garanties. Une dynamique particulière existe à cet égard dans le cadre d'un MBO. Lors de l'acquisition d'une entreprise par un tiers non impliqué dans ses activités, il est habituel qu'il se fasse donner des représentations et garanties complètes qui lui procurent un portrait photographique précis de l'entreprise à la date de la transaction. Lors d'un MBO, les cadres acheteurs rechercheront la même protection. Cependant, ils se verront fréquemment opposer par le vendeur qu'il n'a pas à donner de représentations et garanties sur des points que les acheteurs connaissent, à titre de cadres de l'entreprise, aussi bien voire mieux que lui. Dans un tel contexte, les acheteurs devront identifier, à l'aide de leurs conseillers, les éléments sur lesquels ils doivent orienter leur négociation des représentations et garanties. Ainsi, par exemple, ils se sentiront souvent à l'aise de renoncer aux représentations et garanties qui touchent les opérations de l'entreprise dans lesquelles ils sont personnellement impliqués, mais voudront tout de même insister sur celles visant la fiscalité et la propriété intellectuelle. Ils voudront aussi se faire dire par le vendeur que ni lui, ni les autres sociétés du même groupe, ne possèdent de droits dans les éléments d'actif de la cible et qu'ils ne sont pas au courant que de tels droits aient été consentis à des tiers. Ils chercheront également à se faire confirmer que le vendeur n'est pas au courant de faits qui pourraient avoir un effet défavorable important sur la société visée.

Conclusion

Un MBO est une transaction qui requiert une préparation minutieuse et un plan d'affaires solide. Elle requiert aussi beaucoup de détermination de la part des dirigeants acheteurs qui doivent lors de ce processus gérer à la fois leurs relations entre eux ainsi que l'interface avec le ou les vendeurs, leur employeur, s'il s'agit d'une entité différente, et les divers financiers du projet. De plus, alors que beaucoup d'énergie doit être consacrée par les acheteurs afin d'assurer la réussite de la transaction, ceux-ci doivent continuer d'assurer le bon déroulement des opérations courantes de l'entreprise visée. Par ailleurs, plus la structure du financement envisagé utilise l'effet de levier, plus la négociation de la transaction sera complexe en raison de l'imbrication des divers niveaux de financement et la multiplicité des intervenants.

Une transaction de MBO comporte donc bien des défis. Cependant, si elle est bien préparée par une équipée de cadres se distinguant par sa compétence, sa complémentarité et sa solidarité et bien appuyée par des conseillers financiers et juridiques solides et impliqués, ses chances de succès se verront fortement accrues. Cependant, pour les acheteurs, l'aventure ne s'achève pas avec l'acquisition elle-même et, dès après, ils devront plus que jamais maintenir le cap et « livrer ». Bref, devenus maîtres à bord, ils devront se dépasser afin de démontrer leurs qualités entrepreneuriales, leur ténacité et leur soif de réussite.