

LE MANAGEMENT BUYOUT: UNE SOLUTION POUR PÉRENNISER LES PME SUISSES?

Principaux enjeux financiers et juridiques

Le management buyout (MBO), soit la reprise d'une entreprise par ses dirigeants, est l'une des options qui s'offrent aux propriétaires de PME pour transférer la propriété et la conduite de leur entreprise afin de permettre sa pérennité. Cet article présente de manière synthétique et pratique les principaux enjeux financiers et juridiques d'une telle opération. Le séminaire de formation continue organisé par Expertsuisse, le 27 septembre 2022, à Lausanne, permettra aux personnes intéressées de perfectionner leurs connaissances en la matière et de traiter un cas pratique.

1. INTRODUCTION

Depuis plus de vingt ans, les acteurs du marché observent une tendance de plus en plus marquée aux transferts de PME et d'entreprises familiales à des tiers, plutôt qu'au sein de la famille.

Les ventes à un concurrent, à un groupe étranger ou à un investisseur financier (notamment des fonds de *private equity*) sont devenues monnaie courante. En 2021, selon plusieurs études publiées par des cabinets de conseil spécialisés, plus de la moitié des PME suisses qui ont changé de main ont été cédées à des fonds de *private equity*. Nous vivons donc un véritable changement de paradigme.

Pour les propriétaires d'une PME, vendre est un acte parfois compliqué. Le lien personnel et les émotions attachées à l'entreprise, les sacrifices consentis par l'entrepreneur sa vie durant font échapper la transaction aux critères objectifs stricts. Le prix de vente est certes important, voire primordial, mais dans la culture suisse des entreprises, la pérennité de la société est également un enjeu sensible pour les propriétaires. L'existence d'un lien de confiance préexistant avec l'équipe reprenante, la satisfaction de pouvoir récompenser le dévouement, une confidentialité plus aisée à gérer et une image plus facile à assumer dans le tissu social local (lorsque le vendeur achète son pain à la boulangerie du village!), voilà tant d'éléments qui peuvent pousser un entrepreneur à transmettre l'œuvre de sa vie à ses lieutenants plutôt qu'à un inconnu.

Il arrive aussi que des unités deviennent «non stratégiques» à l'échelle d'un conglomérat. Même si les groupes de sociétés font généralement primer les critères financiers sur des considérations de pérennité lorsqu'ils se séparent d'une unité, cela n'exclut pas la recherche d'une solution de reprise par des cadres existants, pour des raisons de rapidité, de simplicité et dans la perspective de fournir moins de garanties.

Le MBO ne fournit pas des garanties absolues de pérennité de l'entreprise. Toutefois, dans la mesure où les dirigeants en place sont compétents et motivés, nous n'avons observé que rarement des échecs en la matière. Au contraire, la reprise par des dirigeants motivés et engagés personnellement a conduit à une dynamisation et à un développement sensiblement plus important d'entreprises qui stagnaient jusqu'alors dans un contexte d'actionnariat passif ou comme entités non stratégiques d'un grand groupe. Que ce soit pour consolider le tissu économique suisse en général ou pour l'entreprise elle-même, nous sommes d'avis que le MBO est l'une des solutions qui favorisent le mieux la pérennisation d'une PME.

2. ENJEUX D'ÉCONOMIE D'ENTREPRISE ET FINANCIERS LORS D'UN MBO

Dans cet article, nous commençons par exposer brièvement les principaux enjeux suivants:

→ l'évaluation d'entreprise et la détermination d'un prix de vente adapté au MBO;

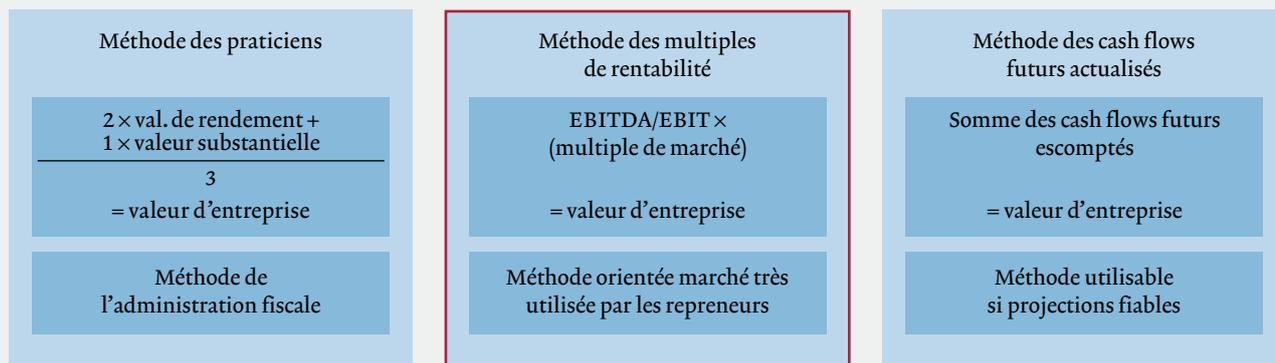


CLAUDE ROMY, ÉCONOMISTE D'ENTREPRISE HES, EXPERT-COMPTABLE
DIPLOMÉ, PRÉSIDENT DE LA CHAMBRE SUISSE DES EXPERTS EN TRANSMISSION D'ENTREPRISES



FRÉDÉRIC ROCHAT
AVOCAT, DOCTEUR EN DROIT, LL.M., ASSOCIÉ, KELLERHALS CARRARD

Encadré 1: MÉTHODES D'ÉVALUATION FRÉQUEMMENT UTILISÉES LORS DE LA TRANSMISSION D'ENTREPRISES FAMILIALES



- le mode de financement du MBO;
- quelques enjeux de gouvernance relatifs à la structure mise en place pour le MBO;
- le rôle des conseillers fiduciaires.

Nous ferons ensuite un tour d'horizon des problématiques juridiques qui surgissent dans le contexte d'un MBO (ch. 3).

2.1 Évaluation et prix de vente. Une évaluation indépendante est primordiale pour permettre au propriétaire et au repreneur de comprendre les paramètres objectifs qui déterminent la valeur de l'entreprise.

Cette évaluation indépendante confortera aussi une banque amenée à financer une partie de la reprise, quand bien même elle procédera probablement elle-même à une estimation selon ses propres critères. Selon la taille, le domaine d'activité et les informations disponibles, deux des trois méthodes d'évaluation les plus pratiquées permettront en général la détermination de la valeur cible.

L'évaluation indépendante devrait ensuite faciliter l'aboutissement des discussions entre vendeur et acheteur pour déterminer le prix de vente. En règle générale, les prix observés pour un MBO sont sensiblement plus bas que ceux payés par un acheteur externe (encadré 2).

Ces modalités plus favorables accordées aux *insiders* de l'entreprise présentent aussi des avantages pour le propriétaire cédant:

- procédure de *due diligence* simplifiée, voire inexistante, par le repreneur dirigeant, qui connaît l'entreprise aussi bien, parfois mieux, que le cédant;
- garanties du vendeur moins importantes, voire presque inexistantes, pour les mêmes raisons;
- continuité des activités de l'entreprise et bénéfice d'image pour le cédant, transmission à des personnes connues des clients, du personnel et des fournisseurs, qui sont rassurées.

2.2 Mode de financement. Le schéma de financement classique d'un MBO (encadré 3) s'articule autour de la création d'une «newco», société holding nouvellement créée autour de laquelle se construira le financement de la reprise.

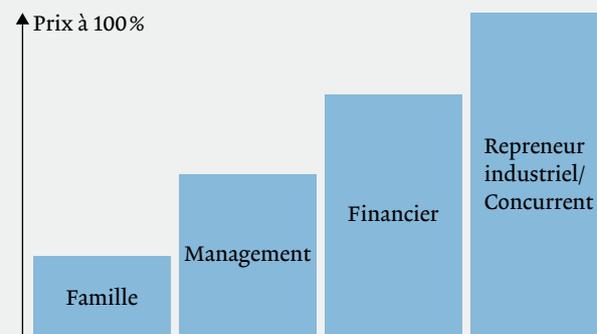
Composé généralement de trois volets qui doivent trouver un équilibre entre eux (encadré 4), le financement d'acquisition provient de diverses sources complémentaires et peut être conforté par l'octroi d'une garantie provenant d'un office de cautionnement.

L'apport de fonds propres supplémentaires par le biais d'un partenaire financier est aussi une possibilité, voire une nécessité, à appréhender. Toutefois, s'ils décident de prendre à leurs côtés un tel actionnaire, les repreneurs devront comprendre exactement les attentes et les contraintes de cet investisseur. Un fonds de *private equity*, par exemple, devra à terme (habituellement entre 4 et 7 ans) pouvoir revendre sa participation pour satisfaire ses propres investisseurs. Ce besoin de vendre pourrait entrer en conflit avec l'intérêt de l'entreprise ou de l'équipe reprenante (p.ex. besoin de réinvestissement, conjoncture défavorable).

2.3 Enjeux de gouvernance liés au MBO. Le changement de statut des repreneurs, qui passent de «simples dirigeants» à dirigeants-propriétaires, implique quelques réflexions pour assurer le succès du MBO.

Il n'y a pas de modèle de gouvernance absolu et nous déconseillons de reproduire des schémas rigides et stéréotypés. La personnalité des parties prenantes à l'opération est un élément clé du succès et ne doit pas être négligée.

Encadré 2: PRIX DE VENTE D'UNE PME SELON LE TYPE D'ACHETEUR

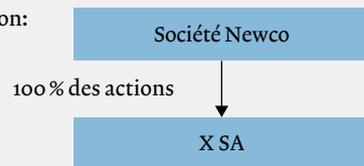


Encadré 3: **SCHÉMA CLASSIQUE D'UN MBO**

Les banques et le fisc sont actuellement habitués à pratiquer un tel «schéma» pour la reprise des titres d'une personne morale (SA, Sàrl):

→ Le capital-actions de la société opérationnelle est repris en partie ou totalement par les cadres de la société à travers une nouvelle entité juridique dans lequel le financement est structuré.

Schéma d'une telle opération:



→ Le financement d'une telle reprise se fait par:

- des *fonds propres*: apport des cadres et d'éventuels investisseurs tiers;
- de la *dette bancaire* dont le montant est fixé en fonction de la rentabilité et de la capacité futures à générer du cash flow libre et à rembourser;
- et par l'éventuel *financement accordé par l'actionnaire sortant*, sous forme p. ex. de prêt vendeur.

- ← Financement en fonds étrangers (banques)
- ← Financement en fonds propres
- ← Prêt du vendeur/Prêt d'un partenaire
- ← Éventuelles garanties ou cautionnements

Les dirigeants concernés par le MBO devraient s'interroger notamment sur les éléments suivants:

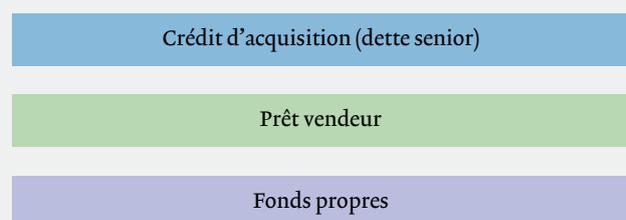
- Quelles sont les nouvelles ambitions, les buts de l'entreprise? Quelle stratégie nous permettra de les atteindre?
- Comment distinguer les thèmes de nos séances de travail internes, qui traitent les affaires courantes et des options tactiques et opportunistes, des enjeux dont le suivi devrait être assuré par un conseil d'administration (stratégie, vision)?
- Disposons-nous de toutes les compétences requises pour assurer le bon fonctionnement du management et du conseil d'administration?
- Le cédant assumait-il des tâches essentielles qu'aucun membre de l'équipe future ne peut reprendre?
- Qu'attendons-nous de l'organe de révision?
- Souhaitons-nous recourir à des avis externes pour certaines activités que nous ne maîtrisons pas ou pour avoir un autre éclairage? Avons-nous besoin d'un regard tiers pour nous aider à discerner, au sein de l'héritage du précédent propriétaire, les éléments à changer et ceux qui ont fait son succès?

2.4 Rôle des conseillers fiduciaires. Les conseillers fiduciaires apportent un appui concret, conseillent objectivement les personnes concernées et aident ensuite à la mise en œuvre pratique du MBO, en coordination avec les divers partenaires participant au projet: banque, office de cautionnement, notaire, avocat. Sans être exhaustif, le conseiller fiduciaire peut notamment:

- évaluer objectivement l'entreprise et aider les parties à comprendre les enjeux de l'évaluation;
- aider à préparer des projections de *cash flows* pour déterminer la capacité de remboursement des emprunts contractés;
- déterminer les besoins d'investissements futurs et la capacité de la société à les absorber, en tenant compte des contraintes de remboursement précitées;
- anticiper les conséquences fiscales pour les vendeurs et les acheteurs, préconiser un mode opératoire permettant de maîtriser la charge fiscale au moment de la transaction et dans la durée;
- seconder les entrepreneurs dans les démarches administratives avec les banques, les offices de cautionnement ou les financiers qui contribuent à la réalisation de l'opération;
- fournir aux diverses parties concernées des informations chiffrées fiables qui facilitent la réalisation du MBO et son suivi financier *a posteriori*.

3. LES PRINCIPAUX ENJEUX JURIDIQUES DU MBO

3.1 Questions juridiques communes aux leveraged buyouts. On appelle généralement *leveraged buyout* une transaction par laquelle le prix d'achat d'une entreprise est financé de manière importante par de la dette. Ainsi, les risques et les profits que peut réaliser l'investisseur au moyen de ses fonds propres sont multipliés par l'effet de la dette, puisque celle-ci devra être remboursée quoi qu'il arrive.

Encadré 4: **SOURCES DE FINANCEMENT FRÉQUENTES LORS D'UN MBO**

Mis à disposition par les banques
Proportion de financement: en général 50 % à 60 % du prix

Prêt et/ou paiement différé du prix consenti par le cédant
Remboursement du prêt «subordonné» au crédit d'acquisition

Apport d'investisseurs (Management et autres investisseurs), immobilisés dans le projet à long terme (> 7 ans)

Prenons l'exemple d'un acheteur qui finance le prix d'achat d'une entreprise, de 100, à hauteur de 40 avec ses fonds propres et de 60 avec une dette bancaire. Pour simplifier, omettons les intérêts.

→ L'acheteur doublera son profit s'il revend l'entreprise pour 140: après remboursement des 60 de dette, il lui restera 80, soit le double de son investissement de départ.

→ L'acheteur perdra entièrement son investissement s'il revend l'entreprise pour 60, puisqu'il ne lui restera rien après remboursement de la dette.

Le MBO est une forme spécifique de *leveraged buyout* avec ceci de particulier que l'acheteur est déjà employé de l'entreprise qu'il rachète.

3.1.1 Constitution du véhicule d'acquisition. La plupart des transactions de *leveraged buyout* requièrent la création d'une nouvelle société, véhicule d'acquisition («newco», encadré 3). Cette exigence provient généralement des banques et répond aussi à des impératifs d'optimisation fiscale liés à la déduction des intérêts. C'est newco qui achètera les actions de la société, recevra les fonds propres des nouveaux actionnaires, contractera les dettes pour financer le solde du prix payable à l'exécution et remboursera ces dettes par les dividendes servis à l'avenir par la société. C'est également newco qui devra s'acquitter du remboursement du prêt vendeur, le plus souvent après que les prêts bancaires seront amortis, entièrement ou du moins en grande partie.

La constitution d'une newco, qui a pour but principal d'acheter les actions de la cible, entraîne généralement l'application des dispositions sur la reprise de biens (art. 628, al. 2, CO), avec une problématique souvent épineuse de publicité s'agissant du prix d'achat. Cette contrainte devrait disparaître dès le 1^{er} janvier 2023 avec l'entrée en vigueur du nouveau droit de la SA qui abolit les règles sur la reprise de biens.

3.1.2 Convention d'investissement. Les repreneurs, entre eux, co-actionnaires de newco, doivent déterminer de nombreuses modalités de leur coexistence à long terme. À cette fin, ils concluront une ou plusieurs conventions qui comprendront des dispositions sur les sujets suivants:

La répartition de l'actionariat: les accords pourront prévoir (i) des actions à droit de vote privilégié au profit des personnes chargées de la gestion de la société si elles ne sont pas majoritaires, et des privilèges de dividendes ou de liquidation attachés aux actions allouées aux investisseurs financiers, le cas échéant; (ii) des mécanismes de restitution d'actions pour le cas où un repreneur viendrait à quitter son emploi au service de la société reprise (avec un mécanisme de *vesting* réduisant cette obligation de restitution au fur et à mesure que le temps s'écoule); (iii) des obligations de vendre (*drag-along*) ou des droits de vendre (*tag-along*) les actions de newco dans certaines circonstances; (iv) des obligations de compléter l'investissement, le plus souvent à la charge de l'investisseur financier et pour autant que certains objectifs (*milestones*) soient atteints.

→ *La gouvernance de l'entreprise:* les accords prévoient les droits des différents repreneurs (y c. des investisseurs financiers) à

siéger au conseil d'administration et à recevoir des informations, voire à s'opposer à certaines décisions importantes.

→ *Conditions de travail des dirigeants:* les accords régleront encore les termes de la rémunération des repreneurs dirigeants (salaire de base, critères d'attribution de salaire variable), mais également les conditions auxquelles leur contrat de travail peut être modifié ou résilié.

3.1.3 Crédit bancaire. Le contrat de crédit bancaire contiendra les clauses usuelles, s'agissant notamment de l'utilisation du crédit, des conditions au versement, des intérêts, de l'accélération en cas de défaut, des garanties.

Les particularités du crédit dans le cadre d'une opération de *leveraged buyout* tiendront souvent à (i) un amortissement relativement rapide de la dette (à tout le moins jusqu'à ce qu'elle atteigne un niveau moins risqué pour la banque), (ii) des droits d'information plus étendus pour la banque sur les affaires de la newco et de la société cible, (iii) des restrictions sur l'affectation des bénéfices futurs et la distribution de dividendes, (iv) l'octroi de sûretés sur les actions de la société cible (voire sur les actions de newco elle-même) et (v) la constitution d'une police d'assurance-vie sur la tête du ou des repreneurs.

Les parties veilleront à ne pas constituer des obligations par lesquelles la société reprise se porterait elle-même garante des obligations de newco envers la banque (garanties *upstream*), ou du moins à limiter convenablement l'étendue de telles garanties pour éviter la qualification de distribution de substance, problématique, voire interdite par les règles du droit commercial.

3.2 Questions juridiques particulières aux MBO. Comme mentionné en introduction, l'asymétrie d'information entre l'acheteur et le vendeur est le plus souvent inexistante, voire inversée, dans un contexte de MBO. La limitation de la *due diligence* et des garanties du vendeur est une caractéristique importante du MBO.

Cela ne signifie pas pour autant que les intérêts soient parfaitement alignés. Au contraire, si le management en place a l'ambition de se porter acquéreur de l'entreprise, il peut adopter des comportements nuisibles à l'entreprise ou à son actionnaires, destinés à favoriser ses projets:

→ *Divertissement des ressources et de l'énergie du management:* le management qui s'intéresse à une reprise devra y consacrer un temps et une énergie peu compatibles avec ses obligations de gestion de l'entreprise.

→ *Obstruction:* le management verra d'un mauvais œil des offres de reprise de tiers et pourra œuvrer à les faire échouer. Il n'y a qu'à imaginer un processus de *due diligence* sans participation active du management pour se rendre compte des conséquences néfastes potentielles d'une telle attitude.

→ *Péjoration des critères de valorisation:* connaissant les critères habituels de valorisation d'une entreprise, le management pourrait être incité à les péjorer, cela dans un double but égoïste de décourager de potentiels offrants et d'améliorer (à la baisse!) les conditions de sa propre reprise de l'entreprise.

→ *Reporting orienté de l'actionnaire:* enfin, si le propriétaire n'a pas conservé une maîtrise suffisante de sa société, le manage-

ment peut être tenté de créer des réserves latentes connues de lui seul et qui ne seront pas prises en compte dans le calcul d'un possible prix de reprise.

Certes, le droit du travail et le code pénal posent des limites juridiques aux manœuvres que le management peut être tenté d'effectuer, mais la preuve d'agissements souvent explicables ou ambigus sera difficile à apporter.

Le propriétaire qui envisage d'inclure le management parmi les repreneurs potentiels de son entreprise sera bien inspiré de mettre en place des incitations motivantes pour aligner les intérêts ou d'instaurer un processus le protégeant autant que possible de ces conflits d'intérêts, notamment:

- en fixant des règles de comportement, d'abstention de certaines décisions et en reprenant certaines compétences déléguées;
- en introduisant un tiers *ad interim* dans le management de la société;
- en proposant un bonus au management en cas de transaction de vente qui atténuera l'incitation à faire échouer une telle opération, mais le curseur devra être bien placé pour ne pas faire pencher la balance dans l'autre sens;
- en recourant, comme nous l'avons dit en introduction, à une évaluation de la société suffisamment tôt pour disposer

d'une base de comparaison objective et d'un partenaire de discussion – l'évaluateur – indépendant et fiable.

4. SYNTHÈSE

Par rapport à une vente à un tiers, qui peut engendrer des difficultés, le MBO, dont le prix de transaction est souvent moins important, présente divers avantages potentiels et nous paraît une option efficace pour la transmission de PME en Suisse:

- transmettre l'entreprise en douceur et conforter sa pérennité, pour autant que les paramètres financiers liés à la reprise soient raisonnables;
- permettre au management motivé qui croit en l'avenir de l'entreprise de reprendre le flambeau;
- processus de transmission plus maîtrisable par les propriétaires actuels, démarche simplifiée et coûts de transaction plus bas;
- acceptation souvent plus aisée par les parties prenantes de l'entreprise, en particulier le personnel et les clients de l'entreprise.

Les parties devront toutefois veiller à ce que leurs intérêts restent alignés et prendre des mesures organisationnelles pour que le processus reste bien ordonné, sans impact négatif sur la gestion de la société. ■