

**LES OPERATIONS DE
LEVERAGED MANAGEMENT BUY-OUTS AU CANADA
AU REGARD DES EXPERIENCES AMERICAINES, ANGLAISES
ET FRANCAISES**

Institut de droit comparé
Université McGill, Montréal

Thèse présentée à
la Faculté des études supérieures et de recherche
en vue de l'obtention du diplôme
de maîtrise en droit (LL. M.)

© Jean-Philippe Crot, 1988

novembre 1988

LES OPERATIONS DE LEVERAGED MANAGEMENT

LEVERAGED ALL CANADA

Sommaire

Le Leveraged Management Buy-out désigne une opération particulière par laquelle les dirigeants aidés en cela par des organismes financiers acquièrent le contrôle de la société au moyen d'un emprunt. Ce dernier sera généralement remboursé grâce aux flux générés par l'entreprise.

L'expérience montre qu'il représente une solution adéquate aux problèmes posés des transmissions et restructurations d'entreprises.

Il permet également à l'équipe qui met en place l'opération de devenir propriétaire de la société avec une mise de fonds initiale limitée et offre aux investisseurs institutionnels une nouvelle source de placement à rendement élevé. Une ombre au tableau, la disparition de l'actionnariat public qui soulève le problème de sa protection.

Cette nouvelle technique financière a secoué le paysage industriel américain et anglais. En France, bien que le phénomène soit récent et sa philosophie quelque peu différente, l'engouement est unanime. Au Canada, si le marché est encore peu développé, la formule est promise à un très bel avenir.

Abstract

The Leveraged Management Buy-out stands for a particular transaction by which management with the help of financial organizations purchase the control of a company by means of a loan. This loan is usually paid with the income generated by the company.

Experience shows that this is an adequate solution to the problems that arise with the transfer and restructurization of companies

Furthermore, it allows the group which manages the day to day affairs of the company to become its owners with limited funds and it offers institutional investors a new source of investment with a high return. The only drawback appears to be that public ownership disappears and this gives rise to the issue of the necessity to protect shareholders.

This new financial technique has shaken up the American and British industrial scene. In France, while the phenomenon is rather recent and its philosophy somewhat different, the interest in this technique is unanimous. If this type of transaction is still underdeveloped in Canada it has nevertheless a promising future.

Remerciements

Je tiens à remercier monsieur Ralph Simmonds, professeur à l'Université McGill, pour avoir bien voulu être mon directeur de thèse ainsi que pour les conseils qu'il m'a prodigués.

Je remercie également les personnes que j'ai rencontrées durant mes recherches et qui ont bien voulu me consacrer un peu de leur temps afin de répondre à mes questions. Un remerciement tout particulier à mon frère Frédérick, pour m'avoir fourni un certain nombre de documents et de renseignements sur les LMBO.

Merci au personnel de la "Public Library of New-York", pour l'aide apportée lors de mes recherches.

Je dédie cette thèse à mes parents.

TABLE DES MATIERES

	pages
INTRODUCTION	1
PREMIERE PARTIE LE LEVERAGED MANAGEMENT BUY-OUT	3
Chapitre I Introduction	4
1.1. Définitions	4
1.2. Un mécanisme simple dans ses principes	5
1.3. Des acteurs multiples	7
1.4. Les techniques utilisées	9
Chapitre II L'environnement du LMBO	11
2.1. Une intense activité de fusions et d'acquisitions	12
2.1.1. Concentration de l'activité de l'entreprise sur sa spécialité	13
2.1.2. Le LMBO comme parade à une OPA	15
2.2. Un contexte économique favorable	16
2.2.1. La baisse des marchés boursiers	17
2.2.2. L'apparition de nouveaux produits financiers	18
2.3. Les limites de ce marché	21
2.3.1. L'entreprise visée	22
2.3.2. Les dirigeants repreneurs	26
2.3.3. L'apport des conseillers	29
Chapitre III Les caractéristiques du LMBO	31
3.1. Le financement du LMBO	32
3.1.1. Les fonds propres	32
3.1.2. Un financement basé sur un fort endettement	34

	pages
3.2 L'impact du LMBO	36
3.2.1 L'impact du LMBO sur la gestion de l'entreprise	37
3.2.1.1. Un gestion placée sous le signe de la liberté	37
3.2.1.2. Un fort endettement qui nécessite une gestion serrée	39
3.2.2 L'impact sur l'économie	41
3.2.2.1 L'impact sur l'industrie	41
3.2.2.2 L'impact sur les banques	46
 Chapitre IV. Les problèmes soulevés par la disparition de l'actionnariat public	 48
4.1. Les actionnaires sont-ils payés au juste prix ?	49
4.1.1. Les gains des actionnaires reflètent des disparités de traitement	49
4.1.1.1 Les dirigeants et l'exploitation d'informations privilégiées	50
4.1.1.2 Une hausse brutale des cours, inégalement répartie	53
4.1.2 Justification possible de ces disparités	56
4.2 L'obligation de nature fiduciaire	59
4.2.1 Le devoir des dirigeants	60
4.2.2 Les limites de ce devoir	62
 DEUXIEME PARTIE LES EXPERIENCES ETRANGERES	 65
Chapitre I L'approche anglo-saxonne : absence de cadre législatif	66
1.1 Le LMBO aux Etats-Unis	66
1.1.1 Développement	66
1.1.2 Environnement	69
1.1.3 La protection des actionnaires	73
1.1.4 Bilan	77

	pages
1.2. La protection des actionnaires	122
1.2.1. Le traitement des actionnaires minoritaires	123
1.2.1.1. La règle de la majorité	123
1.2.1.2. Les exceptions	126
1.2.2. La protection des actionnaires	127
1.2.2.1. Les recours ouverts à l'actionnaire minoritaire en droit canadien	127
1.2.2.2. Les recours ouverts à l'actionnaire minoritaire en droit québécois	130
1.2.2.3. La protection des actionnaires en matière d'opérations d'initiés	132
1.2.3. La protection des actionnaires lors d'une acquisition forcée d'actions	135
 Chapitre II. Perspectives	 139
2.1. Développement des fusions-acquisitions	139
2.1.1. L'ouverture des frontières	140
2.1.1.1. L'accord de libre-échange entre le Canada et les Etats-Unis	140
2.1.1.2. L'exemple européen	142
2.1.2. Les privatisations	146
2.2. Le LMBO, une opportunité à saisir et à promouvoir	148
 CONCLUSION	 152
 BIBLIOGRAPHIE	 155

INTRODUCTION

C'est aux Etats-Unis, puis parallèlement en Grande-Bretagne, que se sont d'abord développées les opérations d'acquisitions d'entreprises par leurs cadres dirigeants. Depuis la fin des années 1970, elles connaissent un essor extrêmement rapide, en raison entre autre de la crise économique qui a contraint de nombreux groupes industriels à se recentrer sur leurs activités principales en cédant leurs divisions ou filiales marginales.

Le "Leveraged Management Buy-out" (LMBO), est un terme anglo-saxon qui désigne une opération particulière par laquelle l'équipe dirigeante, pouvant être accompagnée à l'occasion par les employés, acquiert le contrôle de la société au moyen d'un emprunt. Si l'on parle le plus communément de "Management Buy-out" ou comme en France de "Rachat d'Entreprise par les Salariés" (RES); nous avons cependant tenu à utiliser le plus souvent le terme LMBO qui, à notre sens, exprime le mieux la spécificité de l'opération. Elle est l'œuvre de dirigeants qui rachètent l'entreprise dans laquelle ils travaillent grâce à un emprunt et à l'effet de levier financier. Ce dernier est recherché en recourant largement à l'endettement lors du montage financier de l'opération.

Pour ce faire, les cadres de l'entreprise se joignent à des organismes financiers pour constituer le capital d'une société holding qui complète ses propres moyens d'intervention en empruntant. La société holding devient alors le "pivot" de l'opération. Le capital engagé correspond au minimum compatible avec la capacité d'endettement et de remboursement de l'entreprise achetée. Le plus souvent ce seront les immeubles, l'outil de production, les actifs, qui garantiront, au moins partiellement, les dettes

souscrites et c'est l'activité de l'entreprise qui générera les moyens de faire face aux remboursements.

Réflexion faite, l'opération est plus risquée qu'il n'y paraît. Elle suppose que les cadres à l'origine de cette initiative ne vendent pas leurs actions au premier concurrent venu. Elle suppose surtout que leur entreprise, pendant cinq, dix voire quinze ans affecte ses bénéfices à son propre rachat. En France, jusqu'à ces dernières années, une telle pratique tombait sous le coup d'une inculpation pour abus de biens sociaux.

Aux Etats-Unis, depuis 1980, près de 2000 entreprises ont fait l'objet d'un tel rachat. En Grande-Bretagne, durant la même période, 1000 opérations ont été conclues. En France, bien que le phénomène soit récent et sa philosophie quelque peu différente, l'engouement est unanime.

Au Canada, si de telles transactions ne constituent pas une nouveauté, le marché de par son volume reste limité. On constate pourtant aujourd'hui, une prise de conscience de la part des spécialistes en fusions et acquisitions et les opportunités, comme nous le verrons, y sont très intéressantes.

Nous définirons dans une première partie le mécanisme du LMBO, son environnement, ses caractéristiques. Dans cette partie, nous aborderons également la question délicate de la position de l'actionariat public face à de telles opérations.

Dans une seconde partie, nous illustrerons nos propos par les différents développements que le LMBO a connus tant dans les pays anglo-saxons les Etats-Unis et la Grande-Bretagne qu'en France.

L'analyse de ces expériences étrangères, nous permettra dans une troisième et dernière partie, après avoir énoncé la situation actuelle du LMBO au Canada, d'en cerner les perspectives.

PREMIERE PARTIE

LE LEVERAGED MANAGEMENT BUY-OUT

Chapitre I. Introduction

1.1. Définitions

Schématiquement, dans un "Leveraged Buy-out"¹, un ou plusieurs investisseurs achètent, par le biais d'un montage financier, une société, puis décident de la retirer de la cotation boursière pour la rendre "privée", au sens américain du terme, c'est-à-dire sans l'actionariat public, ni les obligations sociales qui en découlent. Si une telle opération peut être le fait d'acheteurs extérieurs ; elle est souvent le fait des dirigeants, on parle alors de "Leveraged Management Buy-out"². Ce qui pourrait se traduire par "rachat d'une entreprise par ses cadres avec effet de levier"³. L'effet de levier est recherché en recourant largement à l'endettement lors du montage financier de l'opération⁴.

Même si chaque opération a son originalité propre⁵, la technique du LMBO va avoir pour objet d'utiliser premièrement, des actifs de la société

1. S. C. Diamond, *Leveraged Buyouts*, Homewood, Ill., Dow Jones-Irwin, 1985, C. A. Scharf, E. E. Shea et G. C. Beck, *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers*, 3e éd., Englewood Cliffs, N. Y., Prentice-Hall, 1985, c. 15 à la p. 390 ; "LBOs: a New Capital Market (and How to Cope With It)" *Mergers & Acquisitions* (automne 1983) 21 ; "How to Structure Major Business Agreements" *Insight* (1983) à la p. 39 et s.

2. Afin d'y voir un peu plus clair dans les termes employés : "Buy-out Speak, Guide to the Jargon" *Financial Times of London* (14 octobre 1987) Section 3 à la p. 5. Il s'agit d'un cahier spécial consacré au LMBO.

3. En Grande-Bretagne, on emploie plus fréquemment le terme de MBO alors qu'en France, la loi mentionne : le rachat de l'entreprise par ses salariés (RES). MBO, LMBO, RES, peu importe le sigle, ces techniques sont toutes fondées sur l'achat d'une société par ses dirigeants, à l'occasion ses employés, au moyen d'un emprunt.

4. Pour une définition du terme "leverage": voir W. A. Klein et J. C. Coffee Jr., *Business Organization and Finance: legal and economics principles*, 2e éd., Mineola, N. Y., Foundation Press, 1986 à la p. 4 et s. ; également, Selby, "Learning to Like Leverage" *Institutional Investor* (décembre 1986) aux pp. 118-119.

5. "Il n'existent pas deux montages identiques !" : explique Simon Luel, directeur des affaires industrielles du Crédit Lyonnais et l'un des experts de la banque en matière de LMBO, voir *Tertiel* (juillet/août 1988) 30. (Ce magazine économique français a consacré un dossier spécial sur les RES).

cible, pour servir de garantie aux concours qui seront obtenus pour la reprise de l'entreprise, puis, deuxièmement le cash-flow de l'entreprise pour assurer l'amortissement de l'emprunt qui a été contracté pour cette reprise

Tous les LBO n'incluent pas les dirigeants, mais de nombreux investisseurs croient qu'une participation du management est la clef du succès. Voici ce qu'en dit David Eakin, président de la société Gundle Environmental Systems, qui a été rachetée en 1986 : "The people who are bringing the money to the party are counting on the managers to make the deal work"⁶

La confiance mise dans le dynamisme et les capacités d'innovations de l'équipe peut justifier l'engagement d'investisseurs extérieurs. Le LMBO consacre en effet la dissociation de l'entreprise et de l'entrepreneur

A l'origine de dimensions modestes, montées par quelques intermédiaires financiers qui en sont devenus progressivement des spécialistes, ces opérations peuvent aujourd'hui porter sur des affaires de plusieurs centaines de millions de dollars.

1.2. Un mécanisme simple dans ses principes

Même si par la suite le montage en lui-même devient de plus en plus sophistiqué, le LMBO est une technique simple dans ses principes

Il faut partir de l'élément caractéristique d'un LMBO qui est le rachat par des cadres qui n'ont pas les moyens financiers de l'opération, et vont devoir emprunter pour réaliser le rachat. Cet emprunt sera remboursé sur

⁶ "Going Private: How to Swing the Deal of a Lifetime" *Business Week* (31 août 1987) 84 ; voir également, *infra*, p 26 et s

les profits futurs. Une opération de LMBO se présente comme un "project finance" par lequel les emprunts sont garantis par les profits futurs de l'entreprise.

Les cadres de la société à racheter se joignent alors à des investisseurs financiers pour constituer le capital d'une société holding, qui complète ses moyens d'intervention en empruntant. Il s'agit de faire financer l'acquisition de l'entreprise par un prêt consenti, non pas aux acquéreurs mais en fait, à l'entreprise elle-même.

La société holding devient alors le "pivot" de l'opération. Le capital engagé correspond au minimum compatible avec la capacité d'endettement et de remboursement de l'entreprise achetée⁷. En effet, ce sont les immeubles, l'outil de production et les créances de l'entreprise qui, le plus souvent, garantiront, au moins partiellement, les dettes souscrites et c'est son activité qui générera les moyens de faire face aux remboursements

Un endettement aussi élevé que possible, en rapport avec les possibilités de remboursement de l'entreprise acquise, permet de faire jouer un fort effet de levier entre le capital propre investi et les capitaux d'emprunt et donc de dégager un rendement des fonds propres très élevé

Le recours à l'emprunt plutôt qu'à l'émission d'actions pour financer la transaction est plus intéressant du fait que l'intérêt est généralement déductible lors du calcul du revenu⁸. Autrement dit, le coût après impôt de la dette pour l'acquéreur sera en général inférieur au taux de dividende

7. Notons à ce titre que les montages réalisés pour certaines opérations de LMBO américains sont très risqués (l'effet de levier poussé au maximum = risques financiers très importants) Les ratios fonds propres-endettement sont souvent de 1 de capital pour 9 d'endettement. A titre de comparaison, on obtient en Grande-Bretagne des ratios de 1 pour 4 voir au maximum 5, voir "Taking Action to Cut Free" *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p 1

8. En tenant compte de la législation fiscale nationale

nécessaire au financement par actions privilégiées, si les frais d'intérêt sont entièrement déductibles. Un rendement élevé permet d'attirer des investissements en fonds propres, mais aussi des prêteurs qui acceptent un risque en crédit plus fort que sur des opérations classiques de prêt en échange d'un taux d'intérêt plus rémunérateur et d'un intéressement en capital (et donc l'espoir d'une plus-value). L'entreprise acquise, qui cherchera à dégager des bénéfices, avant impôt, réguliers, se verra dans l'obligation de modifier sa politique financière d'affectation de ses profits en réduisant temporairement la rémunération des fonds propres du fait de l'accroissement des frais financiers.

1.3. Des acteurs multiples

Il y a trois parties prenantes à une opération de LMBO : les cadres de l'entreprise associés en capital à l'opération, l'intermédiaire financier ayant initié et monté le projet et les investisseurs (en capital ou en prêt).

Les cadres de l'entreprise

Si l'on considère les Etats-Unis où l'actionnariat des cadres dirigeants est courant, l'association en capital de ces derniers revêt un caractère fondamental pour le LMBO

Leur apport en capital est très variable selon les cas et la taille de la société visée. En France, comme nous le verrons, en raison d'une législation particulière, la participation des salariés tient souvent de la nécessité. Pour d'autres raisons, on assiste également au Canada à une participation assez importante des salariés. Aux Etats-Unis, le plus souvent, les dirigeants sont associés minoritairement à l'opération, bien

que l'expression "management buy-out" laisse entendre un contrôle majoritaire, situation qui demeure en fait exceptionnelle. Ils sont cependant les principaux garants de la bonne fin de l'opération. C'est de la qualité de leur gestion que dépendra la tenue des engagements financiers soucrits. C'est de leur motivation que dépendront les performances de l'entreprise et, au bout du compte, la plus-value en capital pour les associés.

Les sociétés d'ingénierie financière

Les cadres seuls ne peuvent mettre en place un LMBO et fédérer les investisseurs nécessaires. Les LMBO sont montés par des sociétés indépendantes d'ingénierie financière, qui le plus fréquemment sont spécialisées dans ce domaine⁹. Nous y reviendrons ultérieurement, mais la plus connue reste sans nulle doute Kohlberg, Kravis, Roberts (KKR) Ces firmes, avec un effectif réduit mais hautement spécialisé, contribuent à donner à ce marché l'ampleur qu'on lui connaît aujourd'hui

Ces sociétés de conseil ne limitent pas leur rôle à l'élaboration du schéma financier et à la recherche des investisseurs. D'une part elles ont généralement et de plus en plus régulièrement, une participation dans les fonds propres de la société holding et d'autre part, elles jouent un rôle de charnière entre l'équipe dirigeante et les prêteurs. Présentes au conseil d'administration (les prêteurs n'y siégeant généralement pas), elles garantissent en fait aux "prêteurs" le contrôle de la direction de l'affaire sur la base des objectifs définis au départ. C'est le fondement de leur crédibilité professionnelle auprès des investisseurs et donc de leur

⁹. Voir *infra*, p 29 et s

capacité à réunir d'autres tours de table pour monter de nouvelles opérations. Mais elles le font tout en laissant aux dirigeants une grande liberté dans leur gestion, à condition qu'ils cherchent à obtenir la rentabilité maximum du capital investi.

Les prêteurs

Les prêteurs qui apportent l'essentiel des capitaux nécessaires à un LMBO sont des banques, des sociétés financières de capital risque mais aussi des compagnies d'assurances et des caisses de retraite.

Ils peuvent eux-mêmes être associés au capital selon des schémas plus ou moins sophistiqués faisant intervenir les nombreuses possibilités du marché financier¹⁰. Pour la dette, il existe deux types de financement : les "senior" dettes, d'une durée moyenne de 5 à 10 ans, qui sont des crédits garantis le plus généralement par les actifs de l'entreprise rachetée ; les dettes subordonnées représentant des crédits de second rang, donc plus risqués et souvent d'une durée sensiblement plus longue pouvant aller jusqu'à 10 ou 15 ans.

En raison de la faiblesse des fonds propres dans un LMBO, les prêteurs demandent sur ces crédits une rentabilité sensiblement supérieure à celle de leurs opérations classiques.

1.4. Les techniques utilisées

En se servant de l'exemple américain, les montages retenus font généralement appel à deux techniques de base

¹⁰ Nous étudierons le financement du LMBO dans le chapitre III.

Pour ce qui est des modalités juridiques de l'opération, la cession de l'entreprise peut prendre la forme de vente des actions ou celle de vente des actifs de la société. Si le cédant est une personne physique, la deuxième solution est en général inacceptable parce que le prix perçu par la société est lourdement imposé lorsqu'il est distribué aux actionnaires. Cependant si le cédant est une société, une vente d'actifs est concevable.

La première repose sur l'acquisition des actions de la société visée¹¹. Une société de contrôle (ou société de portefeuille) emprunte à cet effet les capitaux nécessaires. Peu de temps après, les deux sociétés fusionnent. On voit bien que la fusion est une opération qui n'a pas une justification réellement économique mais une justification purement financière pour faciliter la reprise de l'entreprise par les dirigeants. La société fusionnée se trouve donc "chargée" des dettes contractées par la société de contrôle et détenue par le tour de table de celle-ci.

La seconde repose sur l'acquisition des actifs¹². La société de contrôle constituée par les cadres et l'opérateur du LMBO emprunte là encore les capitaux nécessaires mais ne reprend que les actifs et les dettes de la société visée. Il n'y a donc pas fusion ultérieure des deux sociétés, les actionnaires de la société visée se trouvent à la tête d'une société vidée de sa substance industrielle et ayant pris le caractère de société d'investissement.

11. Cette technique, en raison du cabinet d'ingénierie financière qui le premier l'a utilisée, s'appelle la technique "Kohlberg, Kravis, Roberts".

12. Cette technique, pour les mêmes raisons que précédemment énoncées, s'appelle la technique "Oppenheimer".

Chapitre II. L'environnement du LMBO

Dans ce chapitre, seront tout d'abord étudiés les facteurs au sein de l'entreprise, dans le contexte économique actuel, qui sont à la base du développement très important des fusions et acquisitions (et donc, parmi elles, des techniques de LMBO). On assiste aujourd'hui à une concentration des activités de l'entreprise sur sa spécialité parallèlement à une utilisation plus efficace de ses actifs. Ces recentrages forment ainsi un véritable "vivier" pour des opérations de type LMBO.

Le montage d'un LMBO peut apporter également une réponse adéquate à un problème de transmission. En effet, soit pour des raisons fiscales, soit en l'absence de repreneur extérieur, les dirigeants, souvent secondés par les salariés, peuvent alors représenter l'ultime solution afin d'assurer la pérennité de l'entreprise¹³.

Il faut ajouter à cela un contexte économique favorable. Nous pouvons ainsi citer, la baisse des marchés boursiers, la réforme des marchés financiers, la vague de privatisations.

L'équipe dirigeante, de par le fait qu'elle connaît très bien la société est la mieux prédestinée pour la racheter¹⁴.

Le montant souvent très élevé des capitaux empruntés rend le LMBO relativement risqué. Il serait dès lors déraisonnable d'y ajouter des risques économiques ou industriels particuliers, même si ces derniers ne peuvent jamais être totalement éliminés. Aussi, les investisseurs financiers sont-

¹³. Ce problème étant plus particulier à la France, il sera donc traité dans le chapitre consacré à ce pays

¹⁴. "The Rites of Passage from Employees to Owners" *Mergers & Acquisitions* (novembre-décembre 1987) 64

I ils particulièrement prudents et certaines conditions doivent être remplies pour qu'ils s'engagent.

D'une part, l'entreprise doit être peu sensible à la conjoncture, rentable et financièrement saine. D'autre part, l'équipe dirigeante doit se montrer apte à exercer de nouvelles fonctions, se plaçant cette fois-ci à la place du propriétaire.

2.1. Une intense activité de fusions et d'acquisitions

"If you can't beat them, buy them". Jamais cette formule américaine n'aura été autant vérifiée dans la plupart des pays occidentaux qu'aujourd'hui¹⁵, où se multiplient fusions et acquisitions et où la stratégie de croissance externe apparaît comme la plus sûre pour continuer à se développer.

L'importance du mouvement des restructurations qui façonnent le paysage des entreprises, surtout depuis 1982, dépasse amplement la sphère d'activité des "raiders". L'essentiel de ce mouvement en est assuré par des dirigeants dans le cadre de leur fonction de direction. La caractéristique principale de la prolifération actuelle des opérations de restructuration des entreprises a trait à de nouvelles politiques. Deux objectifs tiennent désormais une place majeure dans les stratégies qu'ils retiennent : se concentrer sur leur activité fondamentale et maximiser le rendement des actifs des entreprises, éventuellement en les vendant.

¹⁵ "1988 : l'année des OPA !" *Le Monde* (14 janvier 1988) 17

2.1.1. Concentration de l'activité de l'entreprise sur sa spécialité

Après une longue période où la politique des groupes a été la diversification amenant ceux-ci dans des métiers et des marchés très différents, la nouvelle stratégie tend maintenant à un recentrage des activités. En effet, depuis quelques années, la récession aidant¹⁶, la politique actuelle des dirigeants conduit à spécialiser l'entreprise sur une ou quelques activités, où elle possède un avantage compétitif, en vue de rechercher des synergies, atteindre des économies d'échelle, réaliser des regroupements de moyens (recherche, réseau commercial...) permettant de réduire les coûts, d'améliorer le produit et de maximiser les performances de l'entreprise. L'entreprise monoproduit connaît de nouveau la faveur des dirigeants.

A ces causes, nous pouvons ajouter le cas où un groupe qui exerce une partie marginale de ses activités dans un secteur à forte concurrence pourra, soit se battre sur ce marché en y consacrant des ressources humaines et financières plus importantes, soit se retirer du marché. De nos jours, la deuxième solution sera la plus souvent préférée.

Un autre bouleversement dans la vie des sociétés est la transformation d'une filiale en sous-traitant.

Deux types de concentrations¹⁷ sont traditionnellement distinguées : la concentration horizontale, que réalise l'entreprise qui achète ou contrôle

¹⁶ Voici ce qu'en pense d'ailleurs Phil Doherty, associé de Ernst & Whinney, cabinet comptable également spécialisé dans les fusions et acquisitions : "The recession forced companies to rethink future plans and in many cases, management", voir "Buying the Company" *Executive* (février 1984) 21

¹⁷ "La concentration verticale recule" *Le Figaro* (16 avril 1988) 20

ses concurrents ; et la concentration verticale, qu'effectue l'entreprise qui achète ou contrôle ses fournisseurs ou ses clients.

S'il est difficile de dire si la concentration horizontale augmente, la tendance est plus claire en ce qui concerne la concentration verticale : elle recule. Les entreprises cherchent de plus en plus à acheter à l'extérieur les biens ou les services dont elles ont besoin, à faire faire plutôt qu'à faire. Elles se spécialisent. Elles se limitent aux produits ou aux secteurs pour lesquels elles sont les meilleurs. Elles se resserrent, se concentrent, pour être plus efficaces. C'est pourquoi elles se débarrassent de toutes sortes d'activités annexes : entretien, publicité, transports, filiale de commercialisation, qui deviennent l'activité principale d'autres entreprises pouvant être rachetées par les salariés. Ainsi, le recours à la sous-traitance augmente. Conséquence directe de ce mouvement, la déconcentration verticale crée une illusion d'optique ; elle exagère le glissement vers le tertiaire et le recul relatif de l'industrie. Ce glissement et ce recul sont bien réels ; mais ils n'ont pas l'ampleur qu'on leur prête parfois, parce que la croissance des services des entreprises (industrielles) reflète en partie la désintégration verticale en cours. Les chiffres révèlent que les grosses entreprises ne créent plus d'emplois, à la différence des petites et moyennes entreprises - qui sont devenues de ce fait l'objet de tous les soins des politiques locales et nationales.

Ces recentrages de conglomérats se traduisent généralement par des ventes massives de filiales dont :

- l'activité n'a aucune synergie avec le métier originel de la maison mère, dans certains cas la filiale a pu être acquise par "accident";
- la rentabilité ne correspond plus aux seuils fixés ;
- les besoins en investissements sont trop importants.

Ce crée alors un véritable "vivier" pour des opérations de type LMBO¹⁸.

2.1.2. Le LMBO comme parade à une OPA

De nos jours, les dirigeants d'une société sont fréquemment au prise avec des OPA, le plus souvent hostiles. Notre propos n'est pas ici de juger la position qui doit être prise par le management¹⁹, mais face à de telles manœuvres, la solution possible n'est-elle pas justement pour les dirigeants et les employés de racheter leur entreprise²⁰? Avec la chute du marché boursier, de nombreux dirigeants imaginent des schémas de type

¹⁸ Nous pouvons citer l'exemple du conglomérat américain Whittaker qui a décidé un jour de recentrer ses activités sur la chimie et la pharmacie. Il annonce alors aux dirigeants de leur filiale Marré, entreprise française spécialisée dans la construction mécanique et hydraulique, sa volonté de désengagement. L'entreprise (940 millions de chiffre d'affaires en 1986) perdait des parts de marché depuis 1982 et supportait depuis 7 à 8 ans des réductions d'effectifs qui amputaient à court terme ses résultats. C'est finalement un LMBO de 180 millions de francs qui va apporter une solution à la volonté de désengagement de Whittaker, voir *Tertiel, supra*, note 5 à la p. 33.

Plus près de nous, l'exemple, sur lequel on reviendra par la suite, de la société Bombardier qui dans un souci de recentrage voulait se séparer de sa filiale Héroux. En juin 1985, les deux dirigeants de Héroux se portaient acquéreurs de toutes les actions en circulation de la société détenues depuis 1973 par Bombardier.

¹⁹ La position de l'équipe dirigeante face à une offre hostile est très controversée et la littérature essentiellement américaine, ne manque pas. En voici une liste non exhaustive : M. Bradley et M. Rosenzweig, "Defensive Stock Repurchases" (1986) 99 *Harvard L. Rev.* 1377 ; F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer" (1981) 94 *Harvard L. Rev.* 1161, R. J. Gilson, "A Structural Approach to Corporations : the Case Against Defensive Tactics in Tender Offer" (1981) 33 *Stanford L. Rev.* 819, J. H. Matheson et J. R. Norberg, "Hostile Share Acquisitions and Corporate Governance : a Framework for Evaluating Antitakeover Activities" (1986) 47 *University of Pittsburgh L. Rev.* 407, D. A. Osterle, "Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers : a Reply to the Passivity Thesis" (1985) 71 *Cornell L. Rev.* 53 ; M. Lipton, "Takeover Bids in the Target's Boardroom" (1979) 35 *Bus. Law.* 101 ; L. Lowenstein, "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers : a Proposal for Legislation" (1983) 83 *Columbia L. Rev.* 249 ; J. C. Coffee Jr., "Regulating the Market for Corporate Control : a Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance" (1984) 84 *Columbia L. Rev.* 1147.

²⁰ "TIP : the MBO as a Poison Pill" *Euramoney* (supplément de l'*Euramoney* de décembre 1986) 50 ; voir également, "A Challenge to U.K. Tradition" *Mergers & Acquisitions* (mars-avril 1986) 66 ; "Une arme anti-OPA" *Les Echos* (13 juin 1988) 24.

LMBO pour contrer de façon préventive et consensuelle des OPA indésirables²¹.

On constate alors que ces dirigeants, cherchant à protéger les actionnaires, mais aussi leurs positions, décident de choisir l'approche de combattre le feu par le feu en utilisant, à leur tour, l'effet de levier et le redéploiement des actifs de l'entreprise dans le but d'obtenir pour eux-mêmes, les profits que certains avaient espérés.

Les sociétés opérables mesurent tout l'intérêt d'une formule qui peut être une excellente arme anti-OPA²². "D'autant que la conjoncture boursière s'y prête, analyse Nicholas Green du cabinet britannique 3 I. Certes, la baisse des cours n'incite pas les banques à prendre des risques. En revanche, elle permet d'acquérir des actions à un prix raisonnable. Certaines entreprises en profitent pour se constituer un noyau dur anti-OPA"²³.

En revanche, il faut savoir qu'un LMBO est difficilement montable en riposte à une OPA déclarée, par manque de temps et par la difficulté d'estimer jusqu'où ira la surenchère.

2.2. Un contexte économique favorable

La baisse des marchés boursiers, la réforme des marchés financiers avec ses nouveaux outils de financement, les impératifs de croissance, de

21. En France, de nombreuses propositions de LMBO (qui n'ont le plus souvent pas abouties) ont vu le jour afin de contrer une OPA hostile. On peut citer les employés de la chaîne de télévision TF1 et ainsi que ceux de la Télémécanique, très importante société française d'électronique, dont les employés pour faire face à une offre, avaient envisagé de monter un LMBO, voir "Télémécanique cherche une issue dans un RES" *Les Echos* (2 juin 1988) 6

22. Voir "The New Way to Halt Raiders" *The New York Times* (29 mai 1987) D 1

23. Voir "Patrons à la place du patron" *Dynasteur* (le mensuel des *Echos*, juin 1988) 70

modernisation et de compétitivité : autant d'éléments favorables, motivants et utiles pour des opérations de cessions et de transformations d'entreprises.

2.2.1. La baisse des marchés boursiers

Le développement des "going private transactions"²⁴ dans les années soixante-dix s'expliquait en partie par la faiblesse des marchés boursiers. Une cause similaire peut justifier la croissance des restructurations industrielles

Pour illustrer nos propos, on s'appuyera en grande partie sur l'exemple américain. En effet le marché américain, de par son volume, est à même de démontrer l'influence du krach d'octobre 1987²⁵ sur la restructuration financière des entreprises.

Ainsi, et dans les deux mois qui ont suivi le krach, les entreprises et les spécialistes ont annoncé des offres de prises de contrôle dont le total avoisinait les 50 milliards de dollars et l'année 1988 a été annoncée comme une année record en ce qui concerne le volume des transactions²⁶. Le krach n'a pas -en tout cas pas encore- déclenché de ralentissement économique. Il a eu comme effet de rendre les prix plus accessibles, durant les six mois qui ont suivi, pour les acquéreurs -et par conséquent pour les dirigeants repreneurs- ayant des visions stratégiques, si bien qu'il y a eu

²⁴ Voir *infra*, p. 66 et s.

²⁵ Le krach boursier du 19 octobre 1987 de par son ampleur, avec une chute des cours d'environ 22%, a rendu le prix des entreprises plus intéressant, les PER ("price earning ratios") se situaient en moyenne à des niveaux inférieurs de 20 à 30 % à ceux du printemps et de l'été 1987.

²⁶ "Unhappy About Share Prices, Some Companies Are Feeling ... the Urge to Go Private" *Financial Times of London* (13 octobre 1988) Section 3 à la p.4 (Il s'agit d'un second cahier spécial consacré au LMBO, voir *supra*, note 2), "Le vent des OPA souffle d'Amérique" *Le Figaro* (4 juin 1988) 20

deux fois plus de fusions-acquisitions que durant la période correspondante de 1987.

2.2.2. L'apparition de nouveaux produits financiers

Une nouvelle fois, il sera fait mention de l'exemple américain, où l'imagination, tant à la fois des repreneurs et des financiers, n'a pas de limite. Rappelons ici que le LMBO est une opération fondamentalement financière.

A côté des techniques élémentaires de l'emprunt, sont venus se greffer de nouveaux instruments financiers facilitant grandement le rachat de l'entreprise par les dirigeants.

On constate aujourd'hui un développement considérable de ces fonds²⁷ prêts à être investis dans des LMBO²⁸, provenant soit des cabinets spécialisés tels KKR, de fonds de pension, de fondations, de compagnies d'assurances, de sociétés de capital risque ("venture capital")²⁹. En France, le phénomène est très récent³⁰ et en constante augmentation³¹. Il est aujourd'hui utilisé dans le financement de sociétés se situant dans un secteur de haute technologie mais également ces sociétés de capital risque jouent un rôle majeur dans le développement des LMBO. Depuis un certain temps, la part des fonds propres dans les plans de financement a tendance à

27. Voir "Leveraged Buyout Funds" *Forbes* (5 septembre 1988) 138, également, "The Leverage Buyout Market, (New LBO Players)" *Mergers & Acquisitions* (été 1984) 38.

28. Voir "Spawn of an Era. Specialist Firms" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la p 31.

29. Pour une étude approfondie sur les sociétés de capital risque. G. Kozmetsky, M. D. Gill et R. W. Smilor, *Financing and Managing Fast-growth Companies: the Venture Capital Process*, Lexington, Mass., Lexington Books, 1985, P. E. McQuillan et D. Kennedy, *Understanding Venture Capital and the Government Incentives for Venturing*, Don Mills, CCH Canadian, 1987

30. Voir "The French Call it Risque" *Euramoney* (supplément de l'*Euramoney* d'avril 1988) 13.

31. Pour citer un chiffre, le nombre de sociétés en France engagées dans le capital risque est passé de 45 en 1983 à une centaine à la fin 1987

croître sous le double effet du risque accru que représentent certaines opérations et de l'abondance relative de capitaux prêts à s'investir.

La dette constitue la source principale de financement et la disponibilité de cette source de financement a permis le mouvement actuel d'acquisitions de sociétés. Nous savons que la distinction est couramment faite entre la "senior" dette et la dette subordonnée. C'est dans cette dernière, que l'ingénierie financière a trouvé un champ de développement et des montages très sophistiqués, ajustés aux caractéristiques de chaque opération, ont été expérimentés. C'est ainsi qu'est apparu aux Etats-Unis la technique dite de "mezzanine financing"³². Cette technique est appelée de la sorte car ce moyen de financement se situe entre les capitaux propres et la dette principale. Il sert en quelque sorte de jonction. C'est le domaine des "bridge loans", "high yield bonds", "junk bonds"³³, obligations à haut rendement et à haut risque³⁴ pour l'investisseur³⁵.

Au Canada, il n'existe pas réellement de marché pour ces obligations à haut rendement, mais ce n'est qu'une question de temps car l'usage croissant de cet instrument financier flexible et adapté devrait favoriser le développement graduel d'un marché. Ce dernier restera cependant moins

32. "Lending to Bridge the Gap" *Financial Times of London*, *supra*, note 2, à la page 5 ; également, "The Leverage Buyout Market, (Leverage and Risk)" *Mergers & Acquisitions*, *supra*, note 27 à la p. 31 et s.

33. Ce type d'obligation a été créée par Michael Miken de la firme Drexel Burnham Lambert. Ces obligations, primitivement émises par des sociétés de situations financières relativement précaires à des taux dépassant de 3 à 4 points les taux des sociétés plus sûres, sont largement utilisés par ceux qui lancent une offre de prise de contrôle comme un moyen "d'acheter maintenant et payer plus tard".

34. Voici les propos de Damon H. Ball, vice-président de la banque d'investissement Needham : "Loans made by an investment bank are very risky because they're based on only a limited knowledge of the real values of the company which are being tendered for. It can tie up a very large amount of the investment bank's capital of the order of hundreds of millions of dollars", voir *Euramoney*, *supra*, note 36 à la p. 2.

35. Dans un article intitulé "Takeover Abuses Mortgage the Future", paru dans *The Wall St. J.* (5 avril 1985) à la p. 16, voici ce qu'écrit Martin Lipton : "We have entered the era of the two-tier, front-end loaded, bootstrap, bust-up, junk-bond takeover".

actif qu'aux Etats-Unis à moins que l'engouement du libre-échange attire les institutions financières américaines vers les valeurs canadiennes.

Depuis plusieurs années et parallèlement à une amélioration des moyens informatiques, on constate mondialement une modernisation des marchés financiers. De nombreuses mesures ont été prises dans ce sens : décloisonnement des marchés de capitaux, création de nouveaux instruments financiers et de gestion des risques, réforme en profondeur de la bourse

Les réformes se sont opérées sous trois axes : la déréglementation, le décloisonnement et la modernisation.

Sous l'influence des marchés anglo-saxons, une vague spontanée d'innovations est apparue sur le marché français : obligations à fenêtre, à bons de souscription, à paiement partiel, certificats d'investissement sans droit de vote.

Sur le marché secondaire, les mécanismes dits "de la contrepartie" sont venus ouvrir une brèche dans le monopole des agents de change. C'est ainsi qu'a été créé le second marché³⁶ avec pour objectifs : (1) permettre aux entreprises de taille moyenne d'accéder au marché financier réglementé et faciliter ainsi le renforcement de leurs ressources permanentes, (2) favoriser des prises de participation dans leur capital par des investisseurs institutionnels, (3) renouveler les possibilités de placement en actions sensiblement diminuées par les nationalisations de 1982.

36. Voir également, *infra*, pp. 93 et 94.

"The formation of the "second marché " in France, which gives access to finance, and the possibility of a less expensive listing and market for equity in the way that the Unlisted Securities Market has done for the UK may well give a further boost to French activity"³⁷.

Le décloisonnement des marchés financiers a facilité l'accès vers de nouveaux marchés à des établissements non bancaires tels que les compagnies d'assurances, les caisses de retraite, les fonds communs de placements et les SICAV³⁸. Les pouvoirs publics ont souhaité unifier les marchés de capitaux et créer un vaste marché ouvert à tous, du plus court au plus long terme

Pour compléter ce tour d'horizon très rapide du marché français, il convient également d'ajouter la création du MATIF³⁹. Au total, ces nouveaux instruments, ajoutés aux anciens, créent bien un marché des capitaux, avec des solutions de continuité pour des durées allant de dix jours à vingt ans. Tous ces titres sont librement négociables, aisément accessibles et cessibles, et mutuellement substituables à durée égale, sous réserve des caractéristiques fiscales parfois légèrement différentes

2.3. Les limites de ce marché

Pour une entreprise industrielle, la valeur des actifs représente une sécurité pour les investisseurs et peut faire l'objet de refinancement. A

³⁷ M. Wright et J. Coyne, *Management Buy-outs*, London, Croom Helm, 1985 à la p. 43.

³⁸ Société d'investissement à capital variable

³⁹ Marché à terme des instruments financiers

l'inverse une société de service aura moins d'immobilisations et devra compenser par une meilleure rentabilité⁴⁰.

Si le LMBO a un champ d'application très vaste⁴¹, il ne doit pas et ne peut pas s'appliquer à toutes les situations⁴². Les entreprises doivent répondre à des critères précis de structure financière saine et de rentabilité. Il reste que les cadres de l'entreprise sont les principaux garants de la bonne fin de l'opération, aidés en cela par des conseillers de plus en plus qualifiés.

2.3.1. L'entreprise visée

On distingue trois grands types de sociétés qui peuvent, de par leur situation, être un facteur de réussite ou non : les sociétés exemplaires, les sociétés moyennement performantes et les sociétés troubles.

1. Les sociétés exemplaires

Ce sont les sociétés idéales pour un LMBO. Elles répondent aux critères demandés par les prêteurs et les investisseurs les plus exigeants. Elles incluent des équipes de management efficaces et expérimentées, un

⁴⁰ Pour un tableau des secteurs concernés aux Etats-Unis, voir *Mergers & Acquisitions, supra*, note 14 à la p. 66.

⁴¹ Nous faisons référence ici à l'enquête conduite par les professeurs Wright et Coyne, *supra*, note 37. Les auteurs qui dirigent le "Nottingham Center for Management Buy-out Research" ont effectué une très large enquête [ci-après Enquête] dont les résultats que nous pouvons retrouver dans leur livre montrent l'ampleur et la répercussion de ces opérations sur la vie économique et industrielle dans ce pays. Cette enquête qui a eu lieu en 1983 a porté sur environ 200 cas de management buy-outs et s'est déroulée d'une part par l'intermédiaire de questionnaires et d'autre part par de nombreuses rencontres avec les différents intéressés.

⁴² L'Enquête, *supra*, note 41, révèle que la plupart des opérations concerne essentiellement des industries lourdes et de transformation, le secteur de la finance et des services ne représentant que 6 %.

bilan solide⁴³ avec peu de dettes à long terme, des parts de marché dominantes, des produits propres à l'entreprise, des cash-flows consistants et des actifs sous-évalués. L'entreprise doit en effet être rentable puisque la rentabilité déterminera la capacité de remboursement de la société. Une entreprise qui dégager une rentabilité moyenne devra s'appuyer sur un montage avec des capitaux propres importants.

Un élément qu'il s'agira de surveiller lors du rachat d'une filiale, est celui de la position de la société mère vis-à-vis de son ancienne entité.

Parce qu'elles ont toutes les caractéristiques du "deal parfait", ces sociétés valent presque toujours très chères. Elles sont généralement vendues à leur valeur comptable. Cependant, dans le climat économique favorable que l'on enregistre actuellement et la forte demande, ces sociétés sont vendues avec une prime substantielle rajoutée à leur valeur comptable. C'est avec ce type de sociétés, bien évidemment, qu'une opération de LMBO a le plus de chance de réussir.

2 Les sociétés moyennement performantes

Ces sociétés se différencient du premier groupe par l'absence d'un ou des traits favorables d'une société "exemplaire". Nombreuses de leurs déficiences peuvent être corrigées dans le temps, mais leurs existences mêmes placent ces sociétés dans cette autre catégorie.

Elles sont généralement dans une industrie cyclique ou ont des problèmes avec un cash-flow et des revenus irréguliers. Ces sociétés en question peuvent avoir également une faible part de marché ou un manque

⁴³ "Puisque le mécanisme est basé sur un effet de levier, il ne faut pas que la capacité d'endettement soit "entamée", explique Daniel Venon d'Avenir Entreprises (société française de capital risque) dans un entretien paru dans *Les Echos*, *supra*, note 20 à la p 22

de produits propres à l'entreprise ce qui les rendent plus vulnérables à la concurrence.

Les mauvaises performances financières peuvent constituer une raison valable pour la vente de l'entreprise. Mais il faut considérer ces mauvais résultats comme relatifs et non absolus car ils peuvent ne pas correspondre à ce que recherche l'actuel propriétaire. Un changement de propriété apporte l'opportunité d'un changement possible.

De nombreux prêteurs ou investisseurs ne seront pas intéressés à financer de telles sociétés à moins qu'ils ne soient assurés que l'équipe repreneuse a les capacités pour corriger ces problèmes. Ces faiblesses se traduisent par des revenus nets faibles ou un actif mal comptabilisé. Ces facteurs, de pair avec la difficulté d'obtenir des taux d'intérêts bas pour l'acheteur, ont pour conséquence une évaluation de l'entreprise plus modérée et diminuent la possibilité pour le vendeur de se faire payer à 100 % en cash. En fait, dans la plupart des cas, le vendeur participe au financement en tant que débiteur subordonné.

3. Les sociétés dites "troubles"

Les sociétés ayant de graves problèmes d'exploitation, reflétés par des pertes, constituent le troisième type d'entreprises. Elles sont en général à l'opposé du bon candidat pour un LMBO. Cependant, certaines équipes se sont spécialisées dans les "buy-outs" très risqués de ce type d'entreprises, essentiellement aux Etats-Unis.

A la différence du "leveraged buy-out" classique, l'effet de levier est déjà en place et, dans la plupart des cas, très mal engagé. Généralement, les performances d'exploitation et/ou les conditions financières de la société se sont tellement détériorées que les prêteurs et les investisseurs

cherchent à se retirer de l'affaire. Leur objectif principal est de récupérer au plus tôt leur argent. Les actionnaires majoritaires et l'équipe dirigeante sont à la merci de ces sources de financement parce qu'ils dépendent d'elles pour de futures levées d'argent. D'où la difficulté d'une opération de LMBO puisqu'il est très difficile de trouver et de convaincre des financiers de se lancer dans l'affaire.

Cependant, cela représente une excellente opportunité pour les acheteurs ou les cadres qui ont de solides références : ils ont les moyens et les capacités de prendre les mesures nécessaires au redressement de l'entreprise. D'autre part, leur expérience influencera ceux qui ont des fonds investis dans l'entreprise à transférer le contrôle de la société à une équipe de redresseurs. L'achat intégral de l'entreprise est financé par la dette existante ou par la conversion de la dette en parts de capital à des taux d'intérêts et à des conditions favorables.

Dans cette catégorie entrent également les sociétés qui ont été placées sous administration judiciaire⁴⁴. Lors du rachat par l'équipe dirigeante, il est nécessaire de s'assurer d'une part de la continuité de l'approvisionnement en matières premières et d'autre part que les clients seront toujours là.

Notons enfin qu'un autre élément important doit être pris en considération et ceci quelle que soit la situation financière de l'entreprise. La société doit être dans une activité qui ne nécessite pas des investissements lourds ou de gros efforts de recherche et de développement. Des secteurs peu marqués par les évolutions

⁴⁴. En 1986, en Grande-Bretagne, environ 10 % des rachats de sociétés par les dirigeants provenaient de sociétés sous administration judiciaire. (source : Centre de recherche en MBO de l'Université de Nottingham)

conjoncturelles et peu sujets aux bouleversements technologiques s'adaptent bien au LMBO⁴⁵. Le portrait-robot idéal est une société déjà rentable qui a atteint sa phase de maturité et procédé aux investissements nécessaires pour gérer son développement⁴⁶. Les sociétés de haute technologie ne sont donc pas les mieux adaptées, même si des exceptions sont là pour confirmer la règle⁴⁷.

2.3.2. Les dirigeants repreneurs

Le facteur humain se révèle déterminant dans la réussite d'un LMBO. Une culture d'entreprise suffisamment forte, pour mobiliser l'équipe dirigeante et dans certains cas les salariés, est nécessaire.

Il est indispensable, avant toute chose, qu'il y ait une très bonne entente au sein de l'équipe de direction qui va mener le LMBO. Un groupe de 2 à 5 personnes⁴⁸ est un facteur de succès. Il entraîne moins de désaccords et permet des négociations plus rapides, clefs de la réussite. L'équipe constituée devra préparer un solide dossier, avec des prévisions réalistes. Tout LMBO mal préparé est systématiquement rejeté par les banques d'affaires et les sociétés de capital risque, qui voient passer de nombreux dossiers par an.

⁴⁵ G. Ralli et T. Défforey, "Le rachat d'une entreprise par ses cadres" *Crédit du Nord Magazine* (janvier 1985) 14.

⁴⁶ Pour une bonne appréciation, "Roundtable, the Leveraged Buyout Market" *Mergers & Acquisitions, supra*, note 27 à la p. 26, voir également, "If You're so Smart, Buy It Yourself", *Forbes* (18 mai 1987) 220.

⁴⁷ On peut citer à titre d'exemple, la société française SMT Goupil, unité de production informatique créée en 1979 et rachetée en 1987 par ses quelques 200 salariés, *La Vie Française* (magazine économique français) (20 avril au 26 avril 1987) à la p. 52. C'est ainsi que l'équipe dirigeante d'une firme à hauts risques technologiques, encore en croissance forte, 40 % à 50 % l'an, a pu réaliser l'opération. Citons également la société Héroux sur laquelle nous reviendrons par la suite.

⁴⁸ Selon l'enquête, *supra*, note 41, 22 % des équipes repreneuses sont constituées de 2 membres, 18 % de 3, 18 % de 4 et 19 % de 5.

Un autre facteur de réussite tient en la qualité même de management de l'équipe repreneuse⁴⁹. Les financiers font d'ailleurs bien plus confiance à une bonne équipe de management dans un secteur industriel en difficulté qu'à une mauvaise équipe dans un secteur économique en pleine expansion. "The quality of management is more important than any income statement or balance sheet" estime Richard Urfer de la Chase Investment Bank⁵⁰. Ils devront convaincre les financiers qu'ils feront l'affaire de par leurs motivations, leurs expériences, leurs qualités personnelles et qu'ils seront prêts à faire le saut d'employé à détenteur de leur propre affaire. Il apparaît que l'équipe repreneuse est souvent constituée non pas de jeunes cadres mais plutôt de cadres aguerris de 45-55 ans⁵¹. Ces derniers ont souvent une expérience diversifiée et exercent effectivement des responsabilités de direction générale. Leur âge et leur expérience leur permettent d'asseoir d'emblée leur autorité sur les cadres en place. Les organismes prêteurs jugeront également leur motivation au regard du niveau d'endettement personnel des repreneurs. Plus ceux-ci risquent gros, plus les financiers se montreront généreux.

Outre la compétence, la mentalité de l'équipe fait beaucoup. Les dirigeants qui ont toujours fait partie d'une grande organisation, où ils n'avaient pas une entière et directe responsabilité sur les décisions stratégiques, peuvent avoir été des collaborateurs d'une grande qualité. Mais lorsque le "parapluie" protecteur de la société mère n'est plus et qu'ils

49. Selon J. Kohlberg, associé du cabinet KKR, l'équipe dirigeante est le cœur de l'opération : "It makes for tremendous motivation, it puts everybody on the same side of the table. That is their incentive, and we as investors really require that", voir "Funds Galore for LBO Prospects" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la page 3.

50. "Managers Who Succeed as Bosses" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la page 38.

51. L'Enquête, *supra*, note 41, nous révèle que la moyenne d'âge varie, selon bien-sûr la fonction occupée par le dirigeant, de 42 à 48 ans.

doivent décider pour eux-mêmes, le vrai visage du management apparaît alors. De l'habileté des dirigeants comme propriétaires, de modifier l'ancienne politique suivie et d'introduire de nouveaux produits, d'explorer de nouveaux marchés dépendra, le succès de l'opération. Encore faut-il, que l'équipe soit considérée dans son ensemble. Il est nécessaire, par conséquent, que cette équipe repreneuse soit à même de couvrir les différentes fonctions de direction. Si dans un domaine, elle présente des lacunes, les risques d'échec sont fondamentalement plus élevés. Il est donc nécessaire que des cadres compétents assument déjà en grande partie la direction de l'entreprise afin d'éviter les troubles de tout ordre, notamment de pertes d'exploitation, que pourraient entraîner un changement de direction brutal et la période d'adaptation des nouveaux dirigeants. Par conséquent, ils doivent connaître parfaitement l'étendue de leurs responsabilités et les risques qu'une telle opération entraînent.

Si la qualité de l'équipe repreneuse est fondamentale, cette dernière doit réfléchir longuement avant de se lancer dans une telle expérience car les propos de Phil Doherty sont clairs "A management buyout is a big, big decision. It has ramifications upon your career, family and finances. Your life will never be the same"⁵².

De la confidentialité des démarches entreprises dépendra pour une part non négligeable la réussite de l'opération. Une divulgation trop rapide et l'équipe qui propose le montage de LMBO risque le renvoi pur et simple. Il faut éviter à tout prix que la direction ou tout repreneur potentiel soit au courant du montage : très souvent, le conseil d'administration réagira négativement aux propositions de rachat d'une partie du management et il y

⁵². *Executive*, *supra*, note 16 à la p 25

a par ailleurs le risque d'une concurrence de plus en plus forte de rivaux tels que "raiders" ou équipes professionnelles en rachat, secondés par d'importantes institutions financières. Cette concurrence pousse d'ailleurs les vendeurs à être plus exigeants en ce qui concerne le prix de cession. Ce qui suppose confidentialité, nécessite également dans ce type d'opération une grande rapidité. Doherty⁵³ conseille aux dirigeants de compter environ 30 jours pour boucler l'offre.

2.3.3. L'apport des conseillers

Les LMBO échouent souvent à cause de questions techniques, légales et financières. Même si cependant, il semblerait que la raison la plus importante de leur échec soit de nature personnelle : l'incapacité de communiquer entre les parties (équipe repreneuse/vendeur).

C'est donc dire l'importance que va avoir le conseiller dont la mission consiste à structurer l'opération, conseiller les types de financement et des montages adéquats correspondants, sans oublier les problèmes juridiques. Bien sûr, il devra négocier, servir d'intermédiaire entre les deux parties tout au long de la transaction.

L'expérience acquise dans le financement de "leveraged buy-outs" donne au conseiller le savoir-faire qui lui permettra de proposer le montage adapté spécifiquement à l'opération en question. Ses relations avec des prêteurs et des emprunteurs dans le domaine des LMBO lui permettent de réunir rapidement un tour de table solide de financiers prêts à participer à l'opération.

⁵³. Voir *supra*, note 52 ; l'opération pour le rachat de la société Darty en France (*infra*, pp. 109 et 110) a été montée en 17 jours.

L'équipe dirigeante qui souhaite réaliser le LMBO n'est pas en bonne posture pour négocier directement le prix et les clauses de l'opération. En tant qu'employés de la cible, ils sont encore responsables vis-à-vis des détenteurs de l'entreprise. En même temps, ils font partie intégrante, en tant qu'initiateurs, de l'opération. La participation d'un conseiller extérieur dans les négociations en tant que troisième partie, sert donc également à minimiser ce conflit d'intérêt.

Parce que les prêteurs et les investisseurs ont fait un placement à risque dans l'opération, il est nécessaire pour quelqu'un d'expérimenté de gérer la société après la conclusion de l'opération. En effet, très souvent l'équipe repreneuse n'est pas habituée à gérer une entreprise fortement endettée. C'est alors qu'interviennent les sociétés indépendantes d'ingénierie financière qui sont le plus souvent spécialisées dans le domaine.

Pour un organisme financier "classique", une opération de LMBO se présente comme une opération financière de type non classique emprunt sur une longue période avec pratiquement aucune garantie. Ceci peut expliquer que les organismes-conseil financiers, qui ont été les précurseurs dans ce domaine n'aient pas été les banques mais des organismes à vocation financière particulière tels que KKR aux Etats-Unis ou Investors In Industry en Grande-Bretagne.

On notera également la présence d'autres intermédiaires tels que les avocats⁵⁴ (montage juridique de l'opération), les experts-comptables (évaluation de l'entreprise) ou encore les cabinets de conseils lesquels devront nécessairement comporter des experts-comptables, des experts

⁵⁴. Voir "Fielding in the Slips" *Financial Times of London*, *supra*, note 26, à la p 7

financiers et des juristes. Le recours à ces cabinets apparaît primordial si les repreneurs désirent minimiser les risques.

Le LMBO est une technique financière, juridique et fiscale. Il est donc normal que des cabinets pouvant offrir une analyse complète sur chacun de ces points soient les plus à même d'être les intermédiaires privilégiés des repreneurs.

Chapitre III. Les caractéristiques du LMBO

Le LMBO, opération essentiellement financière, repose sur un fort effet de levier. Pour ce faire, les repreneurs constituent une société holding, "pivot" de l'opération, chargée du rachat de l'entreprise cible. Le propos de ce chapitre sera d'une part de déterminer la structure de cette société portefeuille afin d'étudier par la suite les répercussions économiques et financières d'un LMBO sur l'entreprise ainsi que d'une façon plus générale sur l'économie du pays. Livrés à eux-mêmes et devant faire face à un important taux d'endettement, les entrepreneurs, armés d'une nouvelle motivation et très souvent de l'appui des employés, dotent leurs sociétés d'une gestion tournée avant tout sur le résultat.

L'abondance des capitaux drainés pour des opérations de ce type témoigne de la confiance qu'elles inspirent auprès des investisseurs. Mais le diagnostic sur l'efficacité et la rentabilité de ces transactions pourrait se trouver sensiblement modifié en cas de récession.

3.1. Le financement du LMBO

Les sources de financement de la holding, spécialement constituée en vue de la reprise de la société cible proviennent, d'une part de capitaux propres et d'autre part d'emprunts.

3.1.1. Les fonds propres

Afin de démultiplier la rentabilité par effet de levier de l'endettement, la partie financée par les fonds propres représente généralement une fraction réduite que l'on peut situer entre 1 à 15 % du prix de l'acquisition

A côté de l'apport des dirigeants, la formation de sociétés de prises de participation directe dans le capital de sociétés a largement contribué au développement des LMBO. En effet, les succès d'acquisition sur endettement et les bénéfices parfois considérables retirés par les investisseurs, ont alléché des capitaux en quête de rentabilité forte. Le développement des fonds dont la vocation est le financement de telles opérations, avec un effet de levier important, en témoigne⁵⁵

Le développement de ces sociétés de capital risque offre pour les industriels en recherche de financement de véritables opportunités

La finalité de ces sociétés est d'acquérir une part minimale du capital de l'entreprise dans laquelle elles ont choisi d'investir afin de s'assurer d'une présence au sein du conseil d'administration. Cette participation leur donne ainsi le pouvoir d'influer sur la direction stratégique. En contrepartie, elles font bénéficier cette dernière d'une

⁵⁵. Voir *infra*, à la p 70 et s

double compétence : une expérience dans les plans de financement, mais aussi dans l'organisation de la gestion, organisation qui est aujourd'hui capitale.

Autre avantage indéniable : la crédibilité, qui joue avant tout pour de petites sociétés. En effet, lors de la recherche d'un emprunt, la banque contactée se sentira plus à l'aise pour financer le rachat, lorsqu'elle sait que l'équipe dirigeante est appuyée par un partenaire de prestige.

Un partenaire de capital risque modifie également la philosophie des dirigeants de l'entreprise parce qu'il les prépare psychologiquement à vivre avec une multitude d'actionnaires le jour où ceux-ci décideront éventuellement de faire appel à l'épargne publique. Même s'il n'en demeure pas moins que certains entrepreneurs trouveront pénible de devoir partager leur pouvoir décisionnel ainsi qu'une part importante des bénéfices avec leur associé. Une union heureuse suppose une bonne convention entre les actionnaires.

La prise de participation dans le capital direct de l'entreprise acquise est l'investissement le plus risqué. Il offre cependant le retour sur investissement le plus intéressant. Généralement, une société de capital risque n'investira pas dans un LMBO sans être sûre que l'entreprise ciblée offre un rendement d'au moins 25 % sur une période de 5 à 7 ans.

Il est intéressant de noter que depuis la fin des années 1987, la part des fonds propres dans les plans de financement a tendance à croître sous le double effet du risque accru que représentent certaines opérations et de l'abondance relative de capitaux prêts à être investis.

3.1.2. Un financement basé sur un fort endettement

La dette constitue la source principale de financement d'un LMBO. En raison de la faiblesse des fonds propres, les prêteurs demandent sur ces crédits une rentabilité sensiblement supérieure à celle de leurs opérations classiques. En outre, il arrive fréquemment qu'ils souhaitent être associés soit directement, soit par le biais d'options ou de warrants au capital de la nouvelle société pour améliorer le rendement de leur prêt.

On distingue traditionnellement la "senior" dette et la dette subordonnée. La première qui est prioritaire par rapport à la seconde, est normalement accordée par les banques commerciales et se trouve en principe garantie par les actifs de la société. La seconde est la couche complémentaire qui fait la soudure entre le coût d'acquisition d'une part, la "senior" dette et les capitaux propres d'autre part.

1. La "senior" dette

Couvrant de 50 à 85 % du LMBO, il s'agit des concours les moins risqués sur une opération de LMBO. Parce qu'ils n'ont aucune participation dans le capital même de l'entreprise, les prêteurs doivent être assurés que leurs financements pourront être remboursés facilement à partir du cash-flow de l'entreprise. De plus, cette dette peut être garantie dans les transactions de petites et moyennes tailles par des actifs désignés, faisant l'objet de nantissement par exemple. Mais, d'une part les actifs peuvent être insuffisants pour couvrir la dette⁵⁶ et d'autre part dans de grosses

⁵⁶. Prenons l'exemple de la société Héroux, qui pourtant doit être considéré comme une petite transaction. Si les deux associés ont apporté chacun 50 000 dollars (montant symbolique selon les termes de Sarto Richer), la banque, en l'occurrence la City Bank, a joué gros en prêtant les 10 millions de dollars nécessaires alors que les actifs ne représentaient que 6 millions. Sans oublier que la société se situe dans un secteur de haute technologie, la fabrication de trains d'atterrissage pour avions.

opérations, il s'agit souvent d'une garantie générale sur les actifs car il est trop lourd d'individualiser chaque actif et de faire les démarches nécessaires pour affecter chaque actif à un prêt.

Le revenu des banques provient des intérêts sur les prêts ou des lignes de crédit qu'elles ont accordées. Parce qu'elles se couvrent au maximum contre les risques financiers, les banques offrent les taux d'intérêts les plus compétitifs, généralement pas plus de deux points au dessus des taux du marché.

2 La dette subordonnée

Cette partie intermédiaire entre la dette garantie et les fonds propres est cruciale pour la réussite de l'opération. Elle permet de faire la jonction en ayant recours à l'emprunt au-delà de ce qui peut être financé avec garantie

La dette subordonnée est désormais préfinancée par un prêt relais ou "bridge loan". Une banque d'investissement accorde le financement qui permet de compléter l'opération rapidement sans attendre un financement à moyen terme qui prendra souvent la forme d'obligation à haut rendement mais aussi à haut risque. En contrepartie du risque couru, le prêt relais ne bénéficiant d'aucune garantie et arrivant au dernier rang, il est très rémunérateur.

Les prêteurs en dette subordonnée participent dans le "leveraged buy-out" en souscrivant des obligations ayant à la fois de la dette et du capital comme caractéristiques. C'est le domaine privilégié des "high yield bonds". Ce sont des bons qui sont subordonnés à la dette principale, c'est-à-dire qu'en cas de faillite, les créanciers en dette subordonnée ne sont "servis" qu'après ceux qui le sont en dette principale. Ils ont des taux plus bas,

souvent fixes, avec des conditions plus étalées dans le temps et plus favorables. De par leur nature plus risquée que celle de la dette principale, les bons incorporent les caractéristiques d'actions dans l'entreprise acquise.

La clef de toute réussite, est de trouver la bonne balance entre les fonds propres, la "senior" dette et la dette subordonnée⁵⁷. Lors du montage de l'opération, la charge totale de la dette "senior" et subordonnée est connue. Les prêteurs ont une connaissance de l'ensemble des prêts et de leurs caractéristiques.

3.2. L'Impact du LMBO

Certains n'hésitent pas à schématiser le LMBO de la sorte : les cadres cherchent à faire fortune, les investisseurs à miser sur le bon cheval. Autant que sur le produit, le pari est fait sur les jockeys, sur l'équipe de managers. Ted Stohlberg, associé chez Weiss, Peck & Greer voit même dans les dirigeants de véritables pilotes : "We say to them, we're going to buy you the airplane, and we'll sit in the backseat. We want to fly as fast as possible but we don't want to die"⁵⁸.

Pourtant la réalité est tout autre et les opérations de LMBO ne doivent pas être simplement présentées comme un moyen aisé, pour quelques "raiders", de faire fortune. Selon Michael Jensen, professeur à Harvard Business School "LBOs are an absolutely ingenious invention"⁵⁹ et il ajoute "Public companies can grow fat and sloppy. LBOs compel

57. Voir "Warnings Fail to Dim LBO Dazzle" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la p. 25

58. Voir "When Power Investors Call the Shots" *Business Week* (20 juin 1988) 126

59. "Warnings Fail to Dim LBO Dazzle", *supra*, note 57 ; également, "An Exhilarating, Frightening Experience" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 3.

management to trim them down and shape them up so the debt can be paid off".

3.2.1. L'impact du LMBO sur la gestion de l'entreprise

Transformer de simples dirigeants en propriétaires et endetter fortement la société, par ces deux conséquences, pourtant si contraires à toutes règles élémentaires de gestion d'entreprise, le LMBO engendre des résultats explosifs⁶⁰. Le LMBO, une fois accompli, est le plus souvent à l'origine d'un véritable renouveau pour l'entreprise avec comme conséquence de la dynamiser fortement. Regain de dynamisme, gestion financière hyper-serrée, agressivité commerciale décuplée et tout le monde attend des cadres devenus "patron" -et qui se sont endettés pour cela- le coup de collier qui engendre les bénéfices.

Reprenons ces deux paramètres.

3.2.1.1. Une gestion placée sous le signe de la liberté

Devenus propriétaires de la société et en raison de leur participation dans le capital de celle-ci, les dirigeants sont directement responsables de la bonne marche de l'entreprise et sont extrêmement motivés pour réussir. La consistance de l'équipe dirigeante est alors capitale⁶¹.

⁶⁰ "The LBO amplifies fear and opportunism in management" - commente Dan O'Connell, président de la société d'ingénierie financière Harvest Partners Inc

⁶¹ Selon L. Shaykin du cabinet Adler & Shaykin : "Of course, a successful LBO transaction rests on the quality and commitment of management. How a senior management group decides where to place the equity incentives and how far down in the organization they go says quite a lot. Senior management must really address the issue of whether it is doing the transaction simply for its own personal gain or whether it is managing a business for the long haul. If there simply is a greed factor - "The transaction works because I'm going to make a lot of money" or "The transaction doesn't work because I'm not going to make a lot of money" - then you have a fundamental problem at the core of the transaction"., *Mergers & Acquisitions*, *supra*, note 27 à la page 27

Tout d'abord, le LMBO offre à de simples employés l'opportunité de devenir riche et par là-même de se trouver à la tête d'un véritable patrimoine⁶². Dans sa gestion, le cadre n'aura pas la même vision sachant pertinemment que c'est en partie son argent qui est sur la selle

Suite à une telle opération, les cadres jouissent d'une très grande autonomie allant de pair avec une importante liberté de gestion. Le LMBO, en supprimant la tutelle d'une société mère, la lourdeur administrative d'une société cotée -sans compter les résultats à rendre aux actionnaires- permet aux dirigeants de mieux gérer l'entreprise. Voici les propos de l'un des directeurs de Morgan Stanley : "Being private also eliminates managers' obsession with quarterly earnings and the bad habits that it creates. An enormous amount of management time in this country is devoted to managing the market price of the shares"⁶³. Ils sont libres, soulagés d'une bureaucratie pesante, ils n'ont plus de compte à rendre, seul un objectif subsiste : générer des bénéfices dont ils seront les premiers à en récolter les fruits. "After the LBO : Greed, Fear, and Freedom can work wonders"⁶⁴.

Souvent constituer en une petite équipe, les décisions importantes, voire vitales qui généralement pètent, sont alors prises beaucoup plus rapidement sans attendre l'aval ou le financement d'un tiers⁶⁵. Lorsque l'on pose la question : "Qu'est-ce qui est si différent dans la façon de travailler

62. De par le rachat de la société Héroux, les deux dirigeants se trouvent chacun à la tête d'un patrimoine financier estimé à 36 millions de dollars canadiens, voir "Les 100 Québécois les plus riches" *Le Magazine Affaires* + (juillet-août 1988) 28

63. "When Power Investors Call the Shots", *supra*, note 58, également, L. Lowenstein, "Management Buyouts" (1985) 85 Columbia L. Rev 730 à la p 756 "Private firms need to earn money as much as public ones, but are freer to focus on cash flow rather than reported earnings"

64. "When Power Investors Call the Shots", *supra*, note 58

65. Selon Sarto Richer, l'un des deux dirigeants de la société Héroux, il faut voir dans l'une des conséquences essentielles du LMBO, un gain évident dans la rapidité des prises de décision. Ayant leur bureau, l'un à côté de l'autre, toutes les formalités sont alors supprimées et lorsqu'une nouvelle politique doit être décidée ou des contrats signés que d'aller et retour vers la société mère évités et quel gain sur l'efficacité !

dans une société appartenant à son équipe dirigeante?"⁶⁶ à l'un des cadres qui a participé au rachat en 1983 de la société Epton Industries Inc. Ontario, filiale d'une société américaine. Voici sa réponse : "Before, it was just a job. Now, the really exciting thing is the decision-making process. We're a close-knit team. We can meet on a moment's notice. We don't get bogged down in the 14 levels of approval and then have to send off to the U.S. for the Good Housekeeping seal of approval. It gives us a competitive advantage. We can move fast".

3.2.1.2. Un fort endettement qui nécessite une gestion serrée

Si laisser une entreprise hautement endettée peut avoir des conséquences catastrophiques, cela peut aussi entraîner un gain en productivité

Les dirigeants se trouvent en effet le dos au mur. Ils sont dans la nécessité d'accroître le cash-flow de l'entreprise pour rembourser la dette, ce qui conduit à un processus de rationalisation des dépenses, le tout porté par un élan puissant puisqu'il conditionne la survie de l'entreprise. "Il faut que l'effort du cadre soit douloureux, commente froidement M. Biegala d'Investors In Industry. Ainsi il est plus motivé"⁶⁷.

Voici le sentiment de ces "nouveaux patrons". "We were sometimes too patient. The pressure to pay down debt in an LBO, eliminates a sense of complacency" "Le LMBO contraint à la rentabilité, déclare Michel Richard, Président de Jeanneau, société française de construction navale qui a été

⁶⁶ "The Rewards of Running Your Own Show" *Report on Business Magazine* (1er mars 1985) 22 à la p 27

⁶⁷ "Comment racheter l'entreprise de son patron" *Le Nouvel Economiste* (8 février 1985) 48.

rachetée par ses cadres en mai 1987. Nous avons fait la chasse aux gaspillages et amélioré tous les postes où nous n'étions pas performants. Cette situation interdit le droit à l'erreur"⁶⁸.

Les spécialistes ont baptisé ces contraintes de gestion : "la dynamique du LMBO".

Contrecoup d'un fort endettement, l'équipe dirigeante peut être obligée, pendant un temps, de limiter les investissements, mais comme le dit un dirigeant : "Ce retard nous empêche simplement de faire des gros coups mais il ne nous empêche pas de progresser régulièrement".

Dans le cas d'une société qui a été rachetée par les employés parce que c'était le seul moyen de la relancer, les salariés admettent alors une réduction de salaire, sachant très bien que s'ils n'acceptent pas ce sacrifice, il risque le chômage⁶⁹. On constate alors, en raison d'une participation aux bénéfices une beaucoup plus grande motivation⁷⁰ de la part des employés et ainsi des gains de productivité. Les propos d'un employé, qui a participé au rachat d'une entreprise près de Toronto, sont clairs : "I can tell you it has changed the atmosphere around here. People take more care what they do"⁷¹.

Une plus grande motivation, une plus grande autonomie et liberté de gestion permettent alors à l'entreprise de connaître des résultats spectaculaires. Si nous prenons l'exemple de la société Héroux, en trois ans seulement, elle a plus que triplé son chiffre d'affaires, qui devrait

68. "RES - un remède pour les bien-portants" *Les Echos* (18 juin 1988) 8 à la p.9.

69 "Worker Ownership Helps Revive Dead Business" *Small Business* (décembre 1985) 5

70. Une étude organisée par les professeurs Nightingale de l'Université Queen et Long de l'Université de Saskatchewan démontre une très nette relation entre la participation des salariés dans le capital de la société et le succès de cette dernière, *Report on Business Magazine*, *supra*, note 66 à la p 24

71. Voir *Report on Business Magazine*, *supra*, note 66 à la p 25

atteindre 45 millions de dollars en 1988, et a vu son personnel passer de 250 à 550 employés. Récompense suprême, en mars dernier, la société recevait de la Chambre de commerce du Québec, le Mercure de l'entreprise de production pour la spécialisation de son usine et le lancement de nouveaux produits.

3.2.2. L'impact sur l'économie

S'il ne représente pas la panacée, le mécanisme du LMBO permet d'envisager une alternative intéressante au processus classique des rachats d'entreprises et il offre de fantastiques opportunités dans la modification du visage industriel d'un pays. Par contre, ses effets sont controversés en ce qui concerne l'économie dans son ensemble. Profitant de ce marché très "juteux", les banques sont aujourd'hui de par leurs positions, exposées à des risques de plus en plus élevés.

3.2.2.1. L'impact sur l'industrie

Si cette priorité constante de la recherche d'un résultat bénéficiaire peut occasionner une réduction du personnel au sein de l'entreprise⁷², en pratique, il en est autrement. Mentionnons tout d'abord l'Enquête effectuée par Wright et Coyne⁷³, qui même si elle révèle à court terme une compression au niveau de l'emploi, à plus long terme, la courbe s'inverse. Il est également à signaler, que lorsque la technique du LMBO est utilisée pour reprendre une entreprise sous administration judiciaire, il s'agit du sauvetage de la dernière chance qui si elle n'était pas appliquée,

⁷² "Do All These Deals Help or Hurt the U. S. Economy ?" *Business Week* (24 novembre 1986) 86.

⁷³ Voir *supra*, note 41 à la p. 122.

entraînerait un licenciement encore plus important, on assiste alors à une réaction positive des syndicats.

Il est en effet nécessaire de mentionner le rôle de ces derniers⁷⁴ car ils ont tendance à désapprouver ce type d'opérations, les considérant comme le note Robert White à la tête de l'important syndicat des ouvriers de l'automobile du Canada⁷⁵, d'opérations régressives, anti-syndicales car elles reviennent à faire payer aux salariés par une réduction de salaire, les erreurs de l'ancienne équipe dirigeante. De plus, ils ont tendance à juger ces projets irréalistes et dangereux pour leur entreprise, en les considérant comme un véritable "suicide collectif"⁷⁶

Nous avons conclu précédemment que les effets d'un LMBO sur l'entreprise étaient généralement positifs, encore faut-il pousser cette étude un peu plus loin et considérer maintenant le long terme.

Cette façon de solvabiliser une nouvelle race d'acheteurs -et d'acheteurs compétents- présente tout d'abord l'avantage certain d'éviter de retomber dans le système tant critiqué de "conglomération de l'économie". Pour la société qui veut se séparer de l'une de ses filiales, la possibilité de la transmettre à son équipe dirigeante est souvent un facteur de réussite. En effet de telles opérations sont généralement un gage de rapidité, de confidentialité, de préservation de l'image de la société et surtout de sécurité.

Tout en situant leur champ d'application, quels sont les effets de telles opérations sur l'économie du pays ?

74 "Trade Unions and Negotiations of the Deal" dans Wright et Coyne, *supra*, note 37 à la p. 124

75. Voir *Report on Business Magazine*, *supra*, note 66 à la p. 22.

76. "Télé mécanique - des cadres s'opposent à leur tour au RES" *Les Echos*, *supra*, note 20 à la p. 7.

Une analyse plus fine montre que les entreprises faisant l'objet de restructuration par endettement sont le plus souvent situées dans des secteurs à maturité, avec des résultats réguliers et des besoins en recherche et en investissement modérés. Ce type d'opération se produit exceptionnellement dans les secteurs de haute technologie, à croissance rapide (informatique, biotechnologie, télécommunications, espace...) dans lesquels le cash-flow disponible se trouve réduit en raison des besoins d'investissement.

L'opinion est très répandue que les restructurations, avec un effet de levier important, permettent de maximiser les résultats immédiats. L'expérience montre que la plupart de ces opérations ont atteint leur objectif de progression de cash-flow, de remboursement de dette et que certaines ont permis aux investisseurs en fonds propres de faire des profits étonnants, bien supérieurs au seuil de 30 % communément admis comme un minimum par un placement de fonds propres dans une opération à risque

En revanche, l'avenir à long terme de l'entreprise est sacrifié selon certains⁷⁷. La difficulté est de mesurer l'intérêt à long terme de l'entreprise. Le marché permet-il d'apprécier la rentabilité future d'un investissement en capital ou en recherche ? Peut-il apprécier les effets externes d'une décision qui s'avère rentable sur le court terme et a des répercussions sur l'économie d'une région, l'environnement naturel, les industries amont et aval... ? Le management est centré sur les résultats immédiats et la prévention de prises de contrôle hostiles. La stratégie à

77. Sur les conséquences de l'effet de levier sur l'économie : John C. Coffee Jr., "Shareholders Versus Managers : the Strain in the Corporate Web" (1986) 85 Michigan L. Rev. 1 aux pp. 1-72 ; également, K. Lehn, D. W. Blackwell et W. Marr, "The Economics of Leveraged Takeovers" (1987) 65 Washington University L. Quarterly 163 aux pp. 171-179

long terme de l'entreprise risque de passer au second rang des priorités des dirigeants qui en ont la responsabilité

Les partisans de cette thèse, largement partagée, notent que les dépenses de capital fixe et de recherche sont pénalisées dans le souci de comprimer les dépenses et d'affecter le cash-flow de façon prioritaire au remboursement de la dette. Les défenseurs répondent que les secteurs d'industries concernés présentent un moindre besoin d'investir que les industries de "high tech" et que les comparaisons sont délicates. Par ailleurs, les estimations faites lors des projections de comptes prévisionnels prévoient la partie du cash-flow qui sera affectée à l'investissement afin de garantir l'adaptation des produits aux besoins du marché ainsi que de l'efficacité des méthodes de production.

La substitution de dette aux fonds propres pour maximiser le retour sur fonds propres, introduit des risques dans le fonctionnement de l'économie et fragilise les entreprises

En règle générale, les banques estiment que 30 à 50 % des dividendes consacrés au remboursement représentent un taux maximal qu'il ne faut pas dépasser sous peine de mettre en péril l'entreprise et de ne plus pouvoir investir.

A ce titre, on peut citer l'exemple récent de la société américaine Burlington Industries qui, pour honorer le paiement des intérêts du LMBO mis en place à l'automne 1987 pour 2,9 milliards de dollars, a dû vendre une partie de ses divisions. Son endettement atteint près d'un an du chiffre d'affaires (soit quelques 3 milliards de dollars) ! Les échéances du service de la dette contractée pour le LMBO (650 millions en juin 1988 et 250 millions de dollars l'année suivante) obligent donc la société à se séparer de certains de ses plus beaux fleurons, tel Burlington Glass Fabrics. La

revente des actifs est un fort sujet d'étonnement. En permettant à un acheteur de vendre plus cher une entreprise grâce à un découpage et une cession par compartiment, ce type de transaction outre l'impression d'un gain facile (parce que rapide), laisse à penser à une casse de l'entreprise et alimente le sentiment qu'il s'agit d'un marché de "prédateurs" qui s'acharnent sur des sociétés en bonne santé.

La fragilité des entreprises endettées⁷⁸, même si elles dégagent une marge permettant le service de la dette, réside dans leur exposition à une récession économique ou à une évolution défavorable interne ou externe de l'entreprise. Le poids de la dette rend une entreprise moins souple pour lancer un programme de modernisation non prévu dans les projections préalables mais qui s'avère nécessaire (arrivée d'un concurrent, transformation des conditions d'approvisionnement..)

Mais aux Etats-Unis on⁷⁹ considère que le ratio d'endettement n'est pas dans une perspective historique, particulièrement élevé⁸⁰. Une comparaison géographique avec les pays qui connaissent la meilleure réussite (Japon, RFA) montre aussi que les entreprises de ces pays ont en moyenne des taux d'endettement plus élevés. L'endettement de l'industrie, et ceci dans une certaine limite, offre alors une possibilité de se positionner sur l'échiquier de la compétition internationale

78 "Leveraged Buyouts Blamed for Excessive Debt" *The Globe & Mail* (2 février 1988) B 36

79 Voir *Mergers & Acquisitions*, *supra*, note 27

80 D'après des données chiffrées du Federal Reserve, le ratio dette sur fonds propres était de l'ordre de 35 à 40 % au début des années 60. Il a augmenté progressivement pour atteindre 50 % en 1970 et a culminé en 1978 (entre 85 et 90 %) Il était de l'ordre de 73 % en 1986

3.2.2.2. L'impact sur les banques

En réalité, le problème de l'endettement touche de plus près les banques, que l'industrie elle-même, sauf à considérer que les deux phénomènes restent étroitement liés.

Les banques comme nous l'avons vu, sont des partenaires indispensables et très actifs. Mais que tirent-elles du développement du marché des LMBO et avec quelles retombées?

Elles ont tout d'abord trouvé dans les LMBO un nouveau moyen d'y investir leurs fonds, face aux problèmes liés à l'effondrement du prix du pétrole et à l'insolvabilité des pays du Tiers Monde⁸¹.

Pour ce qui est de la rentabilité, il ne fait aucun doute que l'activité des fusions-acquisitions représente des sources de revenus multiples⁸².

Mais c'est surtout au niveau des risques pris par les banques qu'une récession pourrait avoir des conséquences plus que fâcheuses⁸³.

Un "bridge loan" réussi, c'est-à-dire suivi par une émission rapide des titres sur le marché de "junk bond", peut aboutir à un rendement supérieur à 40 % en termes annuels. Les montants de ces prêts relais non garantis atteignent des niveaux considérables, principalement aux Etats-Unis. En avril 1988, la banque First Boston avait des engagements de "bridge loans" approchant 2 milliards de dollars sur deux OPA réussies. Le bénéfice net de la banque en 1987 fut de 109 millions de dollars.

Face à ce risque et à la croissance des besoins liés à la vague des opérations, une évolution commence à se dessiner dans cette activité qui a

⁸¹ Voir *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p 1

⁸² Exemple, pour la banque First Boston, en 1987, les rémunérations du département fusions et acquisitions représentaient 200 millions de chiffre d'affaires et on suppose que les bénéfices dégagés par ce département comptaient pour la moitié des résultats de la banque.

⁸³ "Buy-outs in the US could become the bankers' next Mexico or Brazil" commente Derek Sachs, du cabinet 3 I, *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p 1

démarré en 1986. Auparavant elle prenait la forme d'une simple lettre d'engagement dans laquelle la banque affirmait sa confiance que l'acquéreur obtiendrait son financement. Ainsi sont apparus des fonds, à l'initiative de banques d'investissement ou de compagnies d'assurances, spécialisés dans les LBO. Ils réunissent des capitaux à la recherche de placements spéculatifs, en vue notamment de financer la dette subordonnée et les prêts relais. De tels fonds ont l'avantage pour la banque de localiser le risque sur les souscripteurs de ces fonds et non plus sur son propre capital.

Cette activité est donc hautement risquée⁸⁴. La part des prêts pour des opérations de LBO des six plus importantes banques canadiennes est estimée entre 27 % à 74 % de leurs capitaux propres. Si ce niveau est acceptable en période économiquement calme, les rumeurs de récession inquiètent les banquiers qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles que ce soit géographiquement, ou dans des secteurs industriels différents. Pour Brian Gregson vice-président de la Banque Royale, la conjoncture permet encore des participations dans des opérations importantes mais la prudence est tout de même de mise : "We've tended to stay in what we perceive to be the better-structured deals, with higher equity component and where we're comfortable with management"⁸⁵.

Un moyen de plus en plus utilisé pour limiter ce risque, est pour les banques de se regrouper. L'objectif de la "syndication"⁸⁶ est double. En se

⁸⁴ "The bank are into this business because the spreads are good and the returns are good too. There's also fee income. The catch is, it's risky". commente Mary Hallward une analyste bancaire, voir "The Banks Weigh Their Risks and Rewards from LBO Loans" *Financial Times of Canada* (16 mai 1988) 20, également, "Leveraged Buyout Debt May Be Bane of the 90's" *The Globe & Mail* (8 mars 1988) B 2, "Wall Street Deal Makers Take More Risk" *The Wall St J* (6 novembre 1986) 6.

⁸⁵ *Financial Times of Canada*, *supra*, note 84.

⁸⁶ John F. Crean, "Bank Financing for Mergers and Acquisitions" *Canadian Banker* (décembre 1986) 16. "To further reduce risks in large credits banks often syndicate a credit" à la p. 19.

regroupant, les banques participent à un plus grand nombre d'opérations leurs permettant ainsi d'écouler leurs liquidités, tout en fractionnant le risque par petits paquets. Mais paradoxalement en raison d'un marché plus qu'instable, la création de tels pools bancaires apparaît plus délicate.

Mais la façon de limiter les risques n'est-il pas encore de suivre le conseil de Theodore J Forstmann du cabinet Forstmann Little et qui peut s'appliquer à toutes parties prenantes à un LMBO. "The key thing is to buy the right company, one with a cash flow that is predictable, and not sensitive to interest rates or business cycles"⁸⁷.

Chapitre IV. Les problèmes soulevés par la disparition de l'actionariat public

L'opération de LMBO si elle représente souvent une solution adéquate aux problèmes posés des transmissions et restructurations d'entreprises tout en offrant d'excellentes opportunités pour des dirigeants entrepreneurs, elle peut également soulever de nombreuses questions de la part des actionnaires

Le fait pour les dirigeants d'être à la fois salariés et acheteurs est la source de nombreux conflits. Les actionnaires doivent en effet se demander si les dirigeants dont le rôle est entre autre de veiller à leurs intérêts ne profitent justement pas de leur position pour obtenir un gain substantiel d'une opération de LMBO?

Si c'est surtout aux Etats-Unis, en raison de l'importance de l'actionariat et des montants qu'atteignent les transactions que la

⁸⁷ "Leveraged Buyouts: How Real Are the Dangers?" *Business Week* (2 juillet 1984) 72

question se pose, le problème reste entier dès qu'il s'agit de la reprise d'une société cotée ⁸⁸.

Les critiques sont axées principalement sur l'injustice qu'entraînent ces transactions. Les opérations de LMBO représentent très souvent pour les cadres un moyen d'obtenir un profit intéressant en relativement peu de temps mais les actionnaires avant l'opération, ont-ils été payés au juste prix et le management n'était-il pas en possession d'informations privilégiées par rapport aux actionnaires extérieurs sur les potentialités de la société ? Finalement, la position des dirigeants n'est-elle pas en conflit avec leur obligation de nature fiduciaire ?

4.1. Les actionnaires sont-ils payés au juste prix ?

Les LMBO posent un problème spécifique. L'équipe dirigeante devient en vertu de sa participation aux fonds propres, de la disparition de l'actionnariat public et de l'endettement, capable de multiplier la valeur de l'entreprise et d'obtenir des retours sur fonds propres très élevés lors de la revente de la société.

4.1.1. Les gains des actionnaires reflètent des disparités de traitement

Dans un LMBO, la perception de l'équipe dirigeante sur la valeur de l'entreprise en tant qu'entité privée diffère de la valeur de celle-ci telle que révélée par le marché boursier. Cette spéculation sur la disparité de la valeur de l'entreprise entraîne de nombreuses controverses. En effet un

⁸⁸ Voir Wright et Coyne, *supra*, note 37 à la p 246, "A Key Issue"

véritable LMBO ne modifie guère d'une part les actifs de la société, l'outil de production et d'autre part l'équipe dirigeante.

4.1.1.1. Les dirigeants et l'exploitation d'informations privilégiées

Aux yeux du public si l'équipe dirigeante est prête à payer un "premium" élevé, c'est qu'elle considère que la valeur des actifs de la société dépasse largement la valeur telle que déterminée par le marché boursier et ceci en raison de la détention d'informations privilégiées⁸⁹.

En pratique, et selon les dires d'un avocat, le processus peut se dérouler ainsi :

"A group of insiders - officers and directors - works with an investment banker and a law firm to carefully analyze the assets of the company. If the insiders perceive a large difference between the going stock price and what they can get by breaking up the company, liquidating it, or redeploying the assets, they cook up an offer to buy back the company from the stockholders and take it private. Their offer is more than the stock market price. But it is - by definition - substantially below what the insiders believe the value of the company will be once they have it as a private firm"⁹⁰

⁸⁹ V. Brudney et M. A. Chirelstein, "A Restatement of Corporate Freezeouts" (1978) 87 Yale L J. 1354 à la p. 1368

⁹⁰ B. J. Stein, "Going Private Is Unethical" *Fortune* (11 novembre 1985) 169. Et il ajoute : "When insiders do a leveraged buyout, are they not inevitably acting on inside information? Won't they always, in every case, know the true value of this real estate or that invention or this pending contract or that competitor's problems far better than the stockholders to whom they make their leveraged-buyout offer? If that is so, as it inevitably is, are not the insiders just as inevitably acting for profit on inside information? Why is this allowed?"

Le point déterminant est que le fait pour les dirigeants de divulguer les potentiels cachés de leur entreprise aurait pour effet d'accroître le prix de l'action et par conséquent rendre l'acquisition plus onéreuse.

Le potentiel d'abus est inépuisable, ce qui rend encore plus délicat les contrôles. Le combat est d'autant plus obscur que l'on peut observer à peu près ce qui se produit sous un régime de prohibition, mais qu'on est réduit à des hypothèses sur les résultats que produirait aujourd'hui un régime de liberté.

D'une façon générale, nous considérons efficace le marché des titres en circulation dans la mesure où nous pouvons lui reconnaître les propriétés suivantes ; un nombre suffisant de participants, une flexibilité, une liquidité des valeurs qui le compose et une adéquation des mécanismes d'ajustements de l'offre et de la demande. Un nombre suffisant de participants présuppose une concurrence active entre acheteurs et vendeurs faisant en sorte que le prix d'un titre tendra vers sa valeur intrinsèque. Le processus du flux de l'information étant très important pour l'efficacité du marché, du fait que le prix d'un titre s'approche de sa valeur intrinsèque par l'évaluation anticipée d'une nouvelle information⁹¹.

Cette concurrence disparaît lorsqu'un agent économique dispose d'une information privilégiée. En effet celui qui obtiendrait avant les autres une information importante pourrait en retirer un important profit et celui qui aurait accès régulièrement à de telles sources pourrait réaliser un rendement anormal comparable à la rente d'origine monopolistique.

⁹¹ R. J. Gilson et R. H. Kraakman, "The Mechanisms of Market Efficiency" (1984) 70 Virginia L. Rev. 549 à la p. 565. "Once the 'full reflection' of information into price is reformulated as an identity between an existing equilibrium price and a fully informed equilibrium price, the general contours of these mechanisms of market efficiency become clear".

Une première raison de lutter contre les opérations de dirigeants utilisant des informations privilégiées est qu'elles sont intrinsèquement indéliques, pour ne pas dire plus. Elles sont une violation du devoir fiduciaire qui pèse sur les dirigeants à l'égard des actionnaires. Un dirigeant est quelqu'un à qui on a confié des fonctions dans l'intérêt de tous. Il ne doit utiliser dans son propre intérêt ni ses fonctions, ni les informations qu'il peut recueillir quotidiennement.

On a pu légitimement dire que l'information "appartenait" à la société, même si celle-ci ne peut en faire usage. Il serait alors choquant qu'un dirigeant puisse par exemple acheter des titres à un actionnaire qui lui a fait confiance sans le prévenir qu'une opération de rachat de la société va avoir lieu d'ici peu au plus grand bénéfice du dirigeant.

D'autre part, le dirigeant n'est pas seulement informé avant les autres, mais par les décisions qu'il prend ou les déclarations qu'il fait, il va influencer sur les cours. Le danger existe donc, non seulement du silence, mais également de la tromperie.

Les deux arguments qui viennent d'être donnés sont "simplement" des arguments d'honnêteté. Mais la porte aux opérations d'initiés est aussi la porte ouverte à une gestion partiellement orientée vers la réalisation d'opérations d'initiés, ce qui n'est pas très rassurant.

C'est également pour encourager l'épargne en valeurs mobilières qu'il semble nécessaire de lutter contre les opérations d'initiés. Bien des facteurs peuvent contribuer à ce qu'un placement en bourse se révèle malheureux et ne provoque le découragement de l'épargnant. Mais quelle ne serait pas l'amertume de celui-ci s'il apprend qu'au moment où il achetait ou vendait un titre, les dirigeants de la société savaient qu'il allait baisser ou monter.

Enfin et pour se borner à l'essentiel, on peut noter que l'interdiction pour les dirigeants d'utiliser une information privilégiée leur retire une raison de ne pas la diffuser le plus rapidement possible, permettant ainsi que le titre trouve son cours "raisonnable".

On remarquera que ces divers arguments condamnent plus ou moins directement l'utilisation d'informations privilégiées, non seulement par les dirigeants, mais par ceux à qui ils auraient transmis l'information et même par ceux qui en auraient eu connaissance d'une autre manière.

Mais ne peut-on pas également considérer que les opérations d'initiés et ceci par l'intermédiaire d'arguments économiques, contribuent à l'activité du marché. Mais le font-elles plus qu'elles ne la découragent, par la baisse de la crédibilité du marché ? Elles dirigent les valeurs vers leur cours "raisonnable" plus progressivement que si l'information était diffusée.

Si l'utilisation par les dirigeants d'informations privilégiées ne doit pas être négligée et doit par conséquent être combattue, il est par contre difficile d'admettre que seule l'exploitation de ces informations inconnues du public puisse entraîner des "premiums" de 50 %.

4.1.1.2. Une hausse brutale des cours, inégalement répartie

Il est certain que l'expérience passée a montré que les propriétaires d'actions des sociétés faisant l'objet d'un LMBO bénéficient rapidement d'une hausse des cours. Dans les deux jours qui suivent l'annonce par les dirigeants d'un retour vers le privé, la richesse des actionnaires

augmentent en moyenne de 30 %⁹² et des "premiuns de 50 % ne sont pas rares. Pour les actionnaires, si ce gain est intéressant, d'une part il est à court terme et d'autre part il est inégalement réparti.

Dans de telles transactions on ne peut que constater que le montant payé pour le rachat de la société est distribué de façon disproportionnée parmi les actionnaires. Ce qui est à la fois inefficace et surtout injuste⁹³.

La pratique montre en effet des gains beaucoup plus considérables pour les actionnaires majoritaires, c'est-à-dire les nouveaux dirigeants et les sociétés de participation. Ainsi il n'est pas rare de voir des sociétés devenues privées qui sont revendues au public à des prix deux à trois fois supérieurs à ceux offerts préalablement aux actionnaires⁹⁴. Un ancien membre de la SEC s'inquiète : "There is something questionable about taking companies private and then, within a relatively short period of time, bringing them public at a substantial increase in value. It would suggest that the public shareholders did not get full value"⁹⁵.

Outre la constatation du traitement inégal des actionnaires, le choix de ces derniers au moment de la décision finale est-il vraiment libre ? Les actionnaires ne sont pas en possession de tous les paramètres nécessaires afin de donner un jugement éclairé. Ils sont l'objet, durant les transactions, de nombreuses pressions. Ils sont alors tenus d'offrir leurs actions même s'ils peuvent légitimement considérer que le prix offert ne correspond pas à

92 H. De Angelo, L. De Angelo et E. M. Rice, "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth" (1984) 27 *Journal of Law & Econ.* 367 à la page 400, également, Lowenstein, *supra*, note 63 aux pp 737-738.

93. L. A. Bebchuk, "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers" (1985) 98 *Harvard L. Rev.* 1693 à la p. 1733 et s.

94. Stein, "Loss of Values: Did the Amsted LBO Shortchange Shareholders?" *Barron's* (16 février 1987) 8, "Are Shareholders Cheated by LBOs?" *Fortune* (19 janvier 1987) à la p. 98 et s.; "Many Firms Go Public Within a Few Years of Leveraged Buyout" *The Wall St J.* (2 janvier 1987) 1.

95. Voir *Fortune*, *supra*, note 94 à la p. 99.

la valeur réelle des actifs de la société. Chaque actionnaire juge sa position individuellement et il estime à juste titre que sa décision aura peu ou pas d'effet sur la prise de position finale⁹⁶.

Lorsque Bebchuk avance sa proposition d'un "undistorted choice" pour les actionnaires lors d'une transaction, ce qu'il souhaite c'est leur assurer un meilleur traitement. Comme nous le verrons, différentes solutions ont été proposées⁹⁷ mais une doit être dès maintenant avancée.

Ce qui est recherché et pour autant qu'elle existe, est la plus juste valeur du titre. Pour ce faire, les actionnaires ne devraient plus agir individuellement mais en tant qu'une entité à part entière, "collective action". Ainsi et tant que le prix proposé n'est pas suffisant pour satisfaire au moins la moitié des actionnaires, la transaction ne peut avoir lieu. Ce vote peut être alors considéré comme un mécanisme régulateur du marché. Ce point d'équilibre recherché est alors obtenu par ceux qui acceptent de céder leurs titres et ceux qui ne le souhaitent pas. Mais nous revenons au point de départ car la question qui reste entière est celle de savoir si d'une part tous les actionnaires sont en possession des mêmes informations et si d'autre part ces informations sont suffisamment explicites afin d'éclairer les actionnaires sur les intentions des dirigeants ultérieurement au rachat.

Mais il est certain que cette participation des actionnaires peut constituer une offre concurrente et par là-même tendre vers la valeur la plus juste du titre en ce sens que pour obtenir le contrôle de la société, le

96. La prise de décision des actionnaires à l'heure actuelle est qualifiée par Bebchuk, *supra*, note 93, de "distorted choice".

97. Voir *infra*, à la p 76 et s.

prix proposé devra être suffisamment élevé pour réunir une majorité de oui du côté des actionnaires⁹⁸.

De par ces augmentations "miraculeuses" de la valeur des sociétés dès qu'elles redeviennent publiques, les actionnaires peuvent se sentir à juste titre lésés. Mais faut-il aller jusqu'à considérer ces inégalités comme provenant uniquement de la mauvaise conduite des dirigeants ?

4.1.2. Justification possible de ces disparités

Les cours des valeurs faisant l'objet d'offre de rachat connaissent comme nous l'avons vu, dès l'annonce de l'OPA, des hausses très importantes. Ceci conduit à la conclusion que les actionnaires sont les grands bénéficiaires de ces opérations. Ce constat doit être toutefois tempéré par les transformations que subit l'actionariat classique dans les périodes d'OPA avec l'irruption des "arbitrageurs"⁹⁹ notamment

Même avec une divulgation complète des informations de la part des dirigeants, il est non seulement possible mais entièrement concevable que si les dirigeants se lancent dans une opération de LMBO, ils espèrent mener à bien la transaction et par là-même obtenir un profit. Il est donc logique qu'ils croient en une valeur de leur entreprise supérieure à celle reflétée par le marché boursier. En d'autres termes, les dirigeants considèrent que leur entreprise est sous-évaluée

⁹⁸ Voir V. Brudney et M. A. Chirelstein, "Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers" (1974) 88 Harvard L. Rev. 297 aux pp. 313-325

⁹⁹ Les "arbitrageurs" achètent et vendent des valeurs concernées par des restructurations de sociétés. Ils sont ainsi intéressés par des actions qui font l'objet d'une OPA. Ils investissent pour le compte de la banque elle-même ou d'un fonds privé d'investisseurs. S'il n'y a pas de statistiques officielles sur cette activité, aux Etats-Unis des estimations conduisent à évaluer à 10 milliards de dollars les capitaux affectés à cette activité

De plus, il est extrêmement difficile, si ce n'est impossible, de déterminer la valeur réelle d'une société¹⁰⁰. Comme le marché repose sur l'offre et la demande, si chaque participant était d'accord sur la valeur de la société, il n'y aurait plus de marché. Pour la plupart des actionnaires leurs titres valent plus que le prix reflété par le marché boursier, sinon ils s'en débarrasseraient. Quant aux dirigeants, en raison de leurs contacts directs dans la gestion de la société, ils sont mieux à même d'évaluer leur entreprise¹⁰¹.

Une explication possible de l'évaluation plus importante de la part des dirigeants repose sur le partage des risques entre l'équipe de management et les actionnaires¹⁰². Leurs positions divergent inévitablement et quoi de plus normal qu'un actionnaire puisse estimer qu'une décision prise par les dirigeants diverge de celle qu'il aurait pu prendre, s'il avait été à la direction de la société. Les dirigeants doivent faire face quotidiennement à des situations qui échappent nécessairement à l'actionnaire moyen.

Autre explication, similaire à toute offre¹⁰³, est celle qui veut que celui qui est l'instigateur de l'offre, propose un prix supérieur au marché afin de persuader les actionnaires de lui vendre leurs actions.

100. F. H. Easterbrook et D. R. Fischel, "Corporate Control Transactions" (1982) 91 Yale L. J. 698 aux pp. 730-731.

101. Voir Lowenstein, *supra*, note 63 à la p. 732 : "The evidence is that more and more these two groups - the buyers of shares and the buyers of firms - have different time horizons and that they look, therefore, at rather different variables or measures of value. The market in shares of firms has become more short-term focused, as reflected in the increasing volume of transactions and turnover rates."

102. Voir Coffee, *supra*, note 77 aux pp. 31-36.

103. M. Jensen, "Takeovers: Folklore and Science" (novembre-décembre 1984) 62 Harvard Business Rev. 109.

En résumé, il est tout à fait possible que les dirigeants offrent un prix supérieur et ceci de bonne foi même si la preuve est alors difficile à apporter.

Outre l'explication donnée pour justifier la disparité qui peut exister entre le marché des valeurs mobilières et le prix proposé par les dirigeants, il est nécessaire de revenir sur l'accroissement de la valeur de la société en raison de la disparition de l'actionnariat public

Nous savons que l'impact du LMBO sur la gestion de la société entraîne des résultats souvent spectaculaires¹⁰⁴. Mais parallèlement aux conséquences sur la gestion, une économie significative provient également de la disparition de l'actionnariat public en raison des frais financiers et administratifs qui s'y attachent¹⁰⁵ sans oublier bien sûr la vente de certains actifs

Cette différence entre le cours de l'action et la valeur intrinsèque des actifs sociaux de la société peut aussi avoir un autre fondement. Cette hypothèse¹⁰⁶ établit que le "premium" payé par l'acquéreur reflète la véritable valeur des actifs de la société car le prix des actions lui, est proposé à un prix rabais. Cette hypothèse "discount" ne repose donc pas sur

104. Voir *supra*, la partie consacrée à l'impact du LMBO sur la gestion de l'entreprise

105. Pour une estimation, Easterbrook et Fischel, *supra*, note 100, également, S. R. Kaplan, "Corporate Morality and Management Buyouts" (1984) 41 *Washington and Lee L. Rev.* 1015 à la p. 1022: "By eliminating public shareholders, newly gone private companies can reduce many expenses which are attributable to the separation of ownership from management in public companies. The payment of dividends to public shareholders, the compliance with state and federal securities laws, and the policing of management perquisite expenditures represent significant costs for public companies which management owned companies are able to reduce or eliminate"

106. R. Kraakman, "Taking Discounts Seriously: the Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive" (1988) 88 *Columbia L. Rev.* 891.

des informations privilégiées ou sur une meilleure exploitation des actifs de la société¹⁰⁷

Cette hypothèse pourrait ainsi expliquer les gains très importants enregistrés lors des opérations de LMBO

"The traditional sources of operating gains also seem unlikely to support buyout premia. Pure management buyouts retain corporate division intact, without displacing managers or redeploying assets. Any operating gains, therefore, must arise from the incentive effects of offering managers equity stakes in highly-leveraged firms. These effects may be large, but they are highly uncertain [] Thus, the conventional wisdom of the business press may well be correct: market discounts followed by tax gains account for the bulk of initial buyout premia"¹⁰⁸

De par cette théorie, le débat existant sur l'efficacité du marché boursier reste entier

4.2. L'obligation de nature fiduciaire

De même, le management qui est intéressé à la transaction, remplit-il complètement sa mission fiduciaire à l'égard des actionnaires, mission qui l'oblige entre autres à obtenir le plus possible (le prix le plus haut) de la cession des actions dont il est, par ailleurs, l'acheteur ?

¹⁰⁷ "Apart from possible tax gains [...] we are left to choose among market discounts and the usual suspects including the displacement of inefficient management, synergy gains, or the exploitation of private information. Large premia are easily explained if reliable appraisals of large firms can reveal the existence of market discount"

¹⁰⁸ Kraakman, *supra*, note 106 à la p. 912

Nous tâcherons tout d'abord de définir ce que l'on entend par cette obligation afin de déterminer si elle est véritablement remise en cause par les opérations de LMBO.

4.2.1. Le devoir des dirigeants

Ce "fiduciary duty" instituée par les règles de common law impose d'une part aux administrateurs et directeurs de l'entreprise une intégrité absolue et un comportement loyal vis-à-vis à la fois de la société mais aussi des actionnaires. Les directeurs, dans leurs décisions, ne doivent considérer que les intérêts qui leur sont confiés, non les leurs. Nommé pour assurer la prospérité de la société, le dirigeant, parce qu'il est désigné par le conseil d'administration, doit prendre ses décisions sans considération d'intérêts particuliers.

D'autre part, si l'on peut affirmer qu'un directeur doit, dans l'exercice de ses fonctions, faire preuve d'objectivité, la question se pose de savoir si ce même devoir s'impose à lui en tant qu'actionnaire. Peut-il, à l'assemblée générale, voter librement, comme tout autre actionnaire, donc ne consulter que son intérêt personnel ? La négative semble s'imposer. Le devoir pèse sur un homme, indivisible.

Les dirigeants doivent même éviter le plus possible les situations de conflits d'intérêts, car on pourrait les soupçonner de négliger les intérêts sociaux.

Le problème qui se pose avec les opérations de LMBO, résulte du fait que les dirigeants sont placés des deux côtés de la barrière, ils agissent en tant que vendeur pour les actionnaires et d'acheteur pour eux-mêmes. De cette position contradictoire, résultent inévitablement des conflits

d'intérêts¹⁰⁹ Le management qui agit comme agent pour les actionnaires se trouve opposé dans les négociations à celui qu'il doit en principe défendre. Comme le note Benjamin J. Stein :

"As far as I have been able to tell, no insiders have ever put these words, or words to this effect, in a prospectus: "Notice - we the management and our pals in the investment community believe we can put up a small amount of our own money, take all the cash out of your company, borrow the rest, and rapidly make many times the amount we put in. It is altogether likely that our return on investment will be exponentially greater than yours. That, dear stockholders, is the only reason we would do such a deal"¹¹⁰

En d'autres termes, parce que les actionnaires sont les propriétaires de la société, tous profits générés par celle-ci doivent leur revenir et ne devraient pas être dilapidés par leurs agents

De plus, l'équipe dirigeante qui participe au rachat et qui par la suite applique à la société des recettes miracles afin d'accroître les résultats, a dû agir de façon irresponsable lorsqu'elle prenait des mesures dans l'intérêt des actionnaires. Si elle est capable d'obtenir de meilleurs résultats aujourd'hui, pourquoi ne les a-t-elle pas obtenus auparavant ? Aux yeux des actionnaires, elle profite de cette nouvelle situation pour prendre des décisions pour lesquelles elle était payée et qu'elle aurait dû accomplir pour le profit des actionnaires c'est-à-dire avant le rachat.

¹⁰⁹ Voir V. Brudney, "A Note on Going Private" (1975) 61 Virginia L. Rev. 1019 aux pp. 1029-30

¹¹⁰ Voir *Fortune*, *supra*, note 90

Poussant la critique à son maximum, nous pouvons alors imaginer que l'équipe dirigeante, de façon délibérée, pourrait prendre les mesures qui s'imposent afin de réduire les performances de l'entreprise et ceci pour un laps de temps donné. En raison de la baisse des résultats, le rachat de la société deviendrait beaucoup plus avantageuse pour les dirigeants, leur permettant ainsi d'accroître leurs profits par la suite.

4.2.2. Les limites de ce devoir

Un problème essentiel, avec l'argument selon lequel les dirigeants s'accaparent les profits qui devraient de droit revenir aux actionnaires, est que ces profits ne peuvent être transmis à ces derniers tant qu'il n'y a pas eu de rachat¹¹¹. Le profit existe seulement dans le sens où les dirigeants estiment que la valeur de l'entreprise, et donc de l'action, est supérieure à celle évaluée par l'actionnaire.

Le fait pour un initié d'accroître ainsi la valeur de son portefeuille ne veut pas dire pour autant que l'actionnaire a été traité de façon déloyale. Lorsque l'offre provient d'un instigateur extérieur à l'entreprise et que ce dernier offre un prix nettement supérieur au cours de l'action, quoi de plus normal ? Et les actionnaires n'y trouvent en général rien à redire.

Il est clair que la seule différence de traitement entre une offre faite par les dirigeants et celle faite par un tiers est l'obligation de nature fiduciaire qui pèse sur les épaules des dirigeants et c'est ici que devrait se poser le véritable débat et non pas tant sur l'utilisation par les dirigeants d'informations privilégiées.

¹¹¹ Brudney et Chirelstein, *supra*, note 89 aux pp 1359-76

Les actionnaires en tant qu'investisseurs passifs cherchant le meilleur revenu à leur placement, n'ont pas de raison de se soucier de savoir qui rachète les actions. Au contraire, parce que les dirigeants sont les plus familiers avec l'entreprise, il semblerait logique qu'ils puissent être considérés comme acheteurs potentiels.

Il y a plusieurs raisons pour croire que les dirigeants ne tireront pas un avantage particulier de leurs positions même s'ils ont l'opportunité pour le faire. La pratique révèle qu'en moyenne les dirigeants ne tirent pas des opérations de LMBO un profit aussi important que quelques cas bien particuliers tendraient à prouver. Par conséquent, il ne faut pas voir dans la doctrine du devoir de nature fiduciaire un frein possible au développement du LMBO dans les juridictions soumises au common law.

Tout d'abord, les dirigeants préféreront vendre l'entreprise à un tiers s'ils estiment que cette offre est supérieure à celle qu'ils pensaient proposer. De plus si les dirigeants possèdent déjà une partie du capital on peut imaginer qu'ils gagneraient plus à accepter l'offre d'un tiers plutôt que d'échouer dans leur tentative de reprise. De plus, une offre extérieure pour un montant encore supérieur à celui proposé par les dirigeants tenderait à prouver que l'entreprise vaut effectivement plus que la valeur reflétée par le marché boursier.

Quoi qu'il en soit une réglementation s'impose afin de rendre les opérations de LMBO les plus loyales possibles et de protéger les actionnaires et surtout que ce débat cesse afin de ne pas freiner le développement de telles transactions. Lors de l'étude pratique nous passerons en revue les différentes mesures prises afin de protéger les actionnaires.

Après avoir défini les opérations de LMBO et passé en revue les différents problèmes qu'elles soulèvent, il est intéressant de suivre l'évolution de ces transactions d'une part, dans les pays anglo-saxons où elles y ont secoué le paysage industriel et sont devenues une des techniques préférées des repreneurs et ceci malgré ou peut-être en raison de l'absence d'une véritable législation et, d'autre part en France où, même si cette technique est fortement réglementée et que son fondement est quelque peu différent, son succès est indéniable.

DEUXIEME PARTIE

LES EXPERIENCES ETRANGERES

Chapitre I. L'approche anglo-saxonne : absence de cadre législatif

Il est difficile de déterminer l'origine exacte des opérations de "Leveraged Management Buy-out". Peut-être, faut-il la placer en Grande-Bretagne pour des raisons économiques mais c'est aux Etats-Unis qu'elle a connu le développement le plus significatif. Une étude de ces deux pays reste nécessaire afin de bien situer l'importance de ce phénomène.

1.1. Le LMBO aux Etats-Unis

Les Etats-Unis ont très rapidement adopté les opérations de type LMBO. Leur développement a eu lieu en fait parallèlement aux LMBO anglais. Les facteurs économiques, politiques et sociaux y ont toujours en effet été très favorables.

1.1.1. Développement

Les premiers LMBO sont apparus il y a environ une quinzaine d'années¹¹². Dès cette période, ce sont multipliées les opérations visant à éliminer les titulaires d'actions ordinaires. Dans cette hypothèse, il ne s'agit pas seulement d'écarter un actionnaire qui, dans une petite société, fait preuve d'une opposition systématique et gêne la bonne marche des affaires. Il s'agit d'éliminer les actionnaires n'appartenant pas au groupe qui gardera le contrôle de la société. Parfois l'opération vise uniquement à

¹¹² Voir A. M. Borden, "Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort?" (1974) 49 New York University L. Rev. 987, De Angelo, De Angelo et Rice, *supra*, note 92 à la p. 381.

"éjecter ces actionnaires" : il s'agit d'un "freezout" (ou "squeezeout")¹¹³. Parfois, elle tend à obtenir le retrait de la cotation boursière des titres de la société : l'objectif est alors "going private"

La plupart de ces transactions concernaient de petites sociétés, dont les dirigeants, dans la période de prospérité et d'euphorie boursière de la fin des années soixante, avaient fait appel à l'épargne publique pour qu'elle leur apporte les capitaux utiles au développement de l'entreprise. Parce qu'en 1974, la bourse connut une baisse importante¹¹⁴, il n'y avait plus de raison pour les fondateurs ou dirigeants de voir leurs sociétés cotées. C'est ainsi qu'un nombre important de ces dernières sont retournées vers le privé

"By 1974 the stock market had declined considerably, and while the founders or managers of these new issue companies still owned controlling interests, the benefits of being a public company had paled. A number of them turned to their public shareholders and announced that, by one device or another, their shares would be bought back"¹¹⁵

Il est à noter également, que ces transactions étaient rendues possibles par le fait qu'au cours des années, nombre d'Etats avaient amendé une disposition de common law qui interdisait toutes opérations dans lesquelles les dirigeants pouvaient avoir un intérêt¹¹⁶

Ce n'est que plus récemment, que les "going private transactions" ont donné lieu au LMBO proprement dit, avec parallèlement une croissance

¹¹³ Voir Brudney et Chirelstein, *supra*, note 89

¹¹⁴ L'indice Dow Jones qui avait grimpé jusqu'à 1036 en 1972, chuta de moitié pour se retrouver à seulement 578 en 1974

¹¹⁵ Voir Lowenstein, *supra*, note 63 à la page 730

¹¹⁶ E. J. Weiss, "The Law of Take Out Mergers : a Historical Perspective" (1981) 56 New York University L. Rev. 624 à la p. 627

constante de la taille des sociétés impliquées. Alors que de 1974 à 1980, les sociétés sujettes à de telles opérations étaient relativement petites, et que le premier LMBO à dépasser 100 millions de dollars n'apparut pas avant 1979¹¹⁷, il n'est pas rare aujourd'hui de voir de telles transactions atteindre le milliard de dollars.

De façon succincte, les raisons du développement peuvent s'expliquer par le fait que les Etats-Unis connaissent un régime capitaliste très avancé impliquant un certain nombre de conséquences. Les dirigeants dont les performances ne sont pas jugées suffisantes sont écartés du pouvoir, parfois brutalement. De plus les entreprises sous-capitalisées sont la proie de prise de contrôle par des financiers très agressifs. Le LMBO peut alors se présenter comme un moyen pour les dirigeants de sécuriser leurs positions.

Il ne faut pas non plus écarter l'une des raisons essentielles qui est le moyen rapide pour de grands groupes industriels de se débarrasser de filiales qui ne correspondent plus à leurs politiques de croissance¹¹⁸. Ainsi, nous pouvons relever que si, à la fin des années 1970, seulement 6 % de ces recentrages prenaient la forme d'un LMBO, au milieu des années 1980, ce chiffre atteignait plus de 15 %.

Aujourd'hui, le marché du LMBO connaît un véritable engouement, en voici les raisons

¹¹⁷ Ross, "Deal . How the Champs Do Leveraged Buyouts" *Fortune* (23 janvier 1984) à la p. 70 et s. La première opération d'envergure eut lieu lorsqu'en 1979 les dirigeants de Houdaille achetèrent leur société pour un montant de 355 millions de dollars, le tout orchestré - on serait tenté de dire déjà- par KKR. Cet LMBO fut financé pour 48,4 millions de dollars en capitaux propres et le reste par de la dette. Nous pouvons considérer que c'est à partir de ce moment - là, que le déclic s'est produit, ouvrant la voie au phénomène que nous connaissons aujourd'hui.

¹¹⁸ "How I'm Deconglomerating the Conglomerates" *Fortune* (16 juillet 1979)

1.1.2. Environnement

L'esprit d'entreprise américain va tout d'abord de pair avec la philosophie propre à un LMBO. C'est le désir ardent d'être son propre "boss", le goût du challenge et des risques qu'implique une telle opération qui a séduit les managers américains. Un environnement juridico-économique particulièrement favorable a fait le reste. Il n'existe en effet pas de loi spécifique aux opérations de LMBO, même si outre les conséquences fiscales¹¹⁹, de nombreux domaines de la loi fédérale sont concernés¹²⁰

Une des particularités les plus reconnues se situe, comme le note le professeur Lowenstein¹²¹, dans le fait que le marché du LMBO est fortement institutionnalisé. Il n'est pas de pool financier qui n'investisse pas dans le "buy-out"¹²²

Les opérations représentant des sommes de plus en plus élevées, le capital des sociétés de contrôle a été ouvert de plus en plus largement aux investisseurs institutionnels, d'autant que la perspective de gains substantiels attirait de nouvelles institutions financières. De marché de pionniers au cours des années 1970, occupé par les indépendants de l'ingénierie financière, il est devenu un marché de plus en plus organisé qui a enregistré une nouvelle redistribution des rôles liée à une certaine concentration des risques. Les banques commerciales tendent à remplacer

119 T. W. Van Dyke, "An Overview of Management Leveraged Buyouts" (octobre 1985) 10 *Alb. Law Course Materials Journal* 7 à la p. 15. Sur les répercussions de la réforme fiscale de 1986 sur les opérations de LMBO aux Etats-Unis : Batchelar, "Mergers & Acquisitions and the Tax Act of 1986" *Buyouts & Acquisitions* (mai-juin 1987) 39.

120 a. The Federal Securities Laws, b. The Hart-Scott-Rodino Anti-Trust Improvements Act of 1976, Pub. L. No. 94-435, 90 Stat. 1383, c. Margin requirements adopted by the Federal Reserve Board, d. The Bankruptcy Code, 11 U.S.C. § 1010 et seq.

121 Voir Lowenstein, *supra*, note 63 à la p. 736.

122 Voir *Forbes*, *supra*, note 27.

les compagnies d'assurances comme prêteurs principaux et leurs fonds de "venture capital" complètent le financement en investissant en capital.

L'effervescence de ces opérations doit en effet beaucoup aux sociétés indépendantes d'ingénierie financière. Les initiateurs des années 1970 (Gibbons, Green and Rice et surtout KKR) sont aujourd'hui relayés par d'autres spécialistes apparus sur le marché. Certains demeurent spécialisés dans le LMBO (Forstmann Little ; Clayton Dubilier ; Weiss, Peck and Greer ; Hicks and Haas). D'autres sont filiales d'"investment banks", ou de groupes financiers dont chacun se doit de posséder un important département de "mergers & acquisitions".

La plupart de ces sociétés financières ont leur propre fonds¹²³ et ainsi le développement des LMBO a été accompagné d'une multiplication des fonds spécialisés. Si on en comptait déjà 91 en 1985, aux dernières estimations, leur nombre serait passé à 147¹²⁴. Outre le nombre de ces fonds, les montants prêts à être investis sont aujourd'hui considérables.

Les analystes considèrent que KKR¹²⁵ dispose d'un fonds estimé à 5,6 milliards de dollars. Ce fonds drainé auprès des compagnies d'assurances, fonds de pension, s'il est investi en fonds propres, ce qui est le plus souvent le cas, peut drainer une base de financement de près 40 milliards de dollars. Ce montant est alors avancé par les banques commerciales ou autres institutions financières, sous forme de prêts.

123. "Power Investors - Now Wall Street Firms Want to Own the Company, Not Just Its Shares" *Business Week*, *supra*, note 58 à la p 116.

124. "An Appraisal Buyout Funds' Rise Leads to Doubts on Their Effects" *The Wall St J.* (10 août 1987) 51.

125. Pour un panorama plus complet de ce que représente cet empire "Buyout Kings" *Fortune* (4 juillet 1988) 52 ; "Leveraged Buy-Outs Are Facing Downturn After Crash" *The Wall St. J.* (6 novembre 1987) 6 ; "King of the Buyouts, Kohlberg Kravis helps alter Corporate U.S." *The Wall St. J.* (11 avril 1986) 1

A titre d'exemple, en 1986 ce fonds a été utilisé pour financer quatre grosses transactions, c'est-à-dire : Beatrice Foods, Safeway, Owens-Illinois and Jim Walter Corp. En fonds propres, ces opérations n'ont représenté que 900 millions de dollars pour un pouvoir d'achat d'environ 22 milliards de dollars

Ce phénomène s'explique tout simplement par les immenses bénéfices qui sont tirés de ce marché, bénéfices qui résultent de la technique mise en œuvre aux Etats-Unis qui est basée sur un très fort effet de levier.

Les avantages fiscaux tirés du fort effet de levier -c'est à dire la déductibilité des intérêts et que ces derniers puissent être compensés avec les profits de l'entreprise rachetée- jouent un rôle considérable en faisant du LMBO une technique financièrement très intéressante¹²⁶

Une acquisition par dette donnera lieu à des paiements élevés de frais financiers dans les années qui suivent l'opération. Des projections sont alors réalisées à partir d'hypothèses d'évolution des ventes, de hausse de prix et de dépenses de fonctionnement. Une autre approche, qui est souvent combinée à la précédente concerne la valeur marchande des actifs. Il s'agit du prix qui peut être obtenu par la revente, souvent par lot et par division des actifs de la société acquise. Dans la pratique, il y aura des ventes partielles d'actifs et poursuite de l'exploitation sur les créneaux considérés comme fondamentaux et les plus rentables de la société.

En 1986, les retours sur investissements des capitaux placés dans les LMBO étaient de l'ordre de 20 à 75 % ¹²⁷

¹²⁶ Voir Lowenstein, *supra*, note 63 à la p.759 et s

¹²⁷ Timothy Hay, Président de la Security Pacific Venture Capital dans *Le Figaro* (8 janvier 1987) 24. Citons le cas de l'achat de la société Gibson Greeting Cards qui a rapporté aux personnes associées au LMBO et après que la société soit de nouveau cotée à la bourse, 200 millions de dollars pour une mise initiale de 1 million, "Why Leveraged Buyouts are getting so Hot" *Business Week* (27 juin 1983) 86. Jim Burke, l'un des responsables de Merrill Lynch

Le seuil de rentabilité poursuivi dépasse 30 % par an et est à la mesure des risques courus. Le cas des LBO est significatif. L'état de société sans actionnariat public est le plus souvent transitoire et il est mis à profit pour accroître sensiblement le cash-flow qui permet de rembourser la dette¹²⁸. Dès que les conditions sont favorables (marché boursier porteur, dette remboursée), on prépare un retour vers le marché boursier, avec une forte rentabilité des capitaux investis.

Un exemple caractéristique peut être donné par la société Beatrice Foods. Lorsque Donald Kelly, en collaboration avec KKR, se lança dans l'achat de cette société en avril 1986 pour un montant record de 6,4 milliards de dollars, Wall Street l'avait alors regardé avec incrédulité¹²⁹ payer un prix élevé pour une entreprise bardée de plus de 6 milliards de dollars de dettes. La seule méthode pour s'en sortir et surtout obtenir une rentabilité record consista à se séparer de nombreuses filiales. Il fut ainsi vendu de nombreux actifs pour près de 7 milliards dont Avis pour 250 millions, les centres d'embouteillage de Coca-Cola pour 1 milliard et la société International Playtex pour plus d'un milliard¹³⁰. Lorsque l'opération sera bouclée, on estime à près de 3 milliards les gains obtenus dont près du tiers pour KKR pour une mise de fonds initiale inférieure à 500 millions¹³¹.

Capital Partners estime que les sommes investies par sa firme dans les LMBO doublent de valeur chaque année, *Les Echos* (8 juin 1988) 8

128 Pozdena, "Takeovers and Junk bonds" *Buyouts & Acquisitions* (juillet-août 1987) 49, voir également Labich, "Is Business Taking on Too Much Debt?" *Fortune* (22 juillet 1985) 82

129 Voir *Fortune*, *supra*, note 94

130 Voici les propos de Donald Kelly: "First they (the banks) did everything they could to get us to borrow money from them. Then they did everything they could to get us to pay it back right away"

131 "A Big Raider Gets the Last Laugh" *Fortune*, *supra*, note 125 à la p. 62

Même si nous y reviendrons ultérieurement¹³², mentionnons ici le rôle de plus en plus important pris par le développement des ESOP ("Employee Stock Ownership Plans") dans le financement des LMB0, surtout depuis la réforme fiscale de 1974

1.1.3. La protection des actionnaires

Les actionnaires mécontents de ces opérations ne pouvaient manquer de saisir les tribunaux pour les faire interdire ou pour obtenir la réparation¹³³ du dommage qu'elles leur causaient, au-delà de leur droit à la reprise de leurs titres¹³⁴. Leurs doléances furent parfois admises sur le fondement de l'égalité due aux actionnaires, parfois rejetées lorsque le tribunal estimait que l'opération répondait à une raison d'affaire légitime.

Dans le cadre de l'arrêt *Superintendent of Insurance v Bankers Life and Casualty Co* rendu en 1971¹³⁵, un certain nombre de juridictions n'hésitèrent pas à condamner toute opération de rachat qui ne paraissait pas répondre à un mobile légitime ou qui, par ses conditions, apparaissait contraire à la "fairness", c'est-à-dire à la loyauté, à la justice. Malheureusement pour les actionnaires expulsés, le développement des retraits dans les années suivant 1972 coïncida avec les premiers efforts de la Cour Suprême pour circonscrire le champ d'application de la Règle 10 b-5¹³⁶. Les

¹³² Voir *infra*, à la p. 116 et s.

¹³³ Pour une étude complète : W. R. Torres, "Minority Shareholder Protection in Leveraged Buyouts" (1986) 13 Securities Regulation L. J. 356 ; "Guidelines on Going Private" (1981) 37 Bus. Law 313 ; G. J. Schwartz, "Regulation of Leveraged Buyouts to Protect the Public Shareholder and Enhance the Corporate Image" (1986) 35 Catholic University L. Rev. 489 ; Kaplan, *supra*, note 105 aux pp. 1024-1043.

¹³⁴ C'est le droit pour l'actionnaire mécontent de faire reprendre ses titres à leur valeur équitable ("appraisal remedy"), voir Klein et Coffee, *supra*, note 4 à la p. 171 et s.

¹³⁵ 404 U.S. 6 (1971).

¹³⁶ Prise par la Securities and Exchange Commission (SEC) en 1942 afin de lutter contre les opérations d'inités.

tentatives d'une cour d'appel de lutter contre le nouveau courant et de laisser l'article 10(b) et la Règle 10 b-5 à la disposition d'actionnaires expulsés sans nécessité ou à un prix insuffisant¹³⁷ furent condamnées par la Cour Suprême dans l'arrêt *Santa Fe Ind v Green* rendu en 1977¹³⁸. C'est dans le cadre des droits d'Etat et devant les juridictions d'Etat que devaient être jugées les atteintes des dirigeants à leurs devoirs fiduciaires.

Si elle estimait que les tribunaux fédéraux ne devaient pas intervenir dans ce genre de discussions, la Cour Suprême, bien entendu, n'ignorait pas la gravité du problème dont elle les déchargeait. Elle fait allusion dans son arrêt aux recherches que lui consacre la SEC et à la possibilité pour cette dernière d'y remédier. Peut-être est-ce cette référence qui explique l'arrêt *Singer v Magnavox Co*¹³⁹, par lequel la Cour Suprême du Delaware, quelques mois plus tard, usant de manière spectaculaire de son pouvoir de juge d'"equity", condamne une fusion parfaitement conforme à la loi. Une fusion doit répondre à un "business purpose" valable, or, une fusion contre argent, décidée à seul fin d'éliminer une minorité, est en soi contraire au devoir fiduciaire de la majorité. Si elle aboutit à éliminer certains actionnaires sans avoir cette seule fin, elle n'est valable que si elle s'opère dans des conditions totales d'honnêteté ("entire fairness"). Le droit d'un actionnaire de faire reprendre ses titres n'est pas son seul remède. Des affaires postérieures allaient permettre à la Cour Suprême du Delaware de préciser sa mise en œuvre, d'en étendre la portée aux fusions simplifiées par *Roland International Corp v Najjar*¹⁴⁰, et en 1983, dans l'arrêt

¹³⁷ Leib, *Le retrait volontaire de la cotation boursière dans le droit des Etats-Unis* (Going Private), Paris I, 1985, aux pp 206-209

¹³⁸ 430 U.S. 426 (1977)

¹³⁹ 380 A.2d 969 (1977) Pour un commentaire de cette décision, R. J. Gilson, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Mineola, N.Y., Foundation Press, 1986, aux pp 874-888

¹⁴⁰ 407 A.2d 1052 (1979)

Weinberger v UOP, Inc ¹⁴¹, d'éliminer l'exigence d'un "business purpose" valable, exigence qu'elle estime n'être plus nécessaire à la protection de l'actionnaire

La SEC ne pouvait cependant pas se désintéresser d'une pratique devenue aussi importante. Dès 1975, elle publiait des projets de règles fondées sur l'article 13 de la loi de 1934, subordonnant la privatisation à une indemnisation équitable qui aurait pu être garantie par deux évaluations d'experts indépendants et peut-être aussi à la démonstration d'un mobile légitime. Ces propositions furent vivement attaquées. La SEC reprend son travail. En avril 1979, elle publie deux règles se rapportant à la question : la Règle 13e-4 qui gouverne tous les achats qu'une société peut faire de ses propres titres et la Règle 13e-3¹⁴², qui gouverne la "privatisation".

La SEC a, en définitive, renoncé à demander autre chose que de l'information aux dirigeants qui procèdent à des achats d'actions ou d'actifs ou à des fusions qui auront pour effet de faire cesser la cotation d'une action de la société en bourse ou sur quelque autre marché ou de faire baisser le nombre des actionnaires au-dessous de 300. Le champ d'application de ce devoir de divulgation est très large, la Règle 13e-3 couvre en effet douze pages sur deux colonnes, et le squelette du document que l'on doit remplir pour s'y conformer en couvre neuf.

L'ensemble peut être considéré comme aussi dissuasif des comportements malhonnêtes que l'aurait été un contrôle de l'honnêteté par

¹⁴¹ 457 A.2d 701 (1983). Les commentaires de cet arrêt sont nombreux. C. Berger et T. J. Allingham, "A New Light on Cash-out Mergers. *Weinberger* Eclipses *Singer*" (1983) 39 Bus. Law 1; L. Herzelt et C. E. Colling, "Establishing Procedural Fairness in Squeeze-out Mergers After *Weinberger v UOP, Inc*" (1984) 39 Bus. Law 1525.

¹⁴² Voir Gilson, *supra*, note 139 aux pp. 920-928.

la Commission, d'autant plus qu'il donne à l'épargnant toutes les armes nécessaires pour porter au besoin l'opération devant les tribunaux

Certains auteurs estiment que les actionnaires sont encore insuffisamment protégés et proposent les mesures suivantes

Tout d'abord, la loi devrait obliger la tenue obligatoire de plusieurs offres¹⁴³ Ces surenchères seraient un moyen efficace pour assurer aux actionnaires un prix plus juste pour leurs actions Ainsi dès que les dirigeants décident de racheter la société, la décision devrait être irrévocable et d'autres acheteurs potentiels devraient être informés à temps afin de pouvoir également proposer une offre Malheureusement il est difficile, si ce n'est impossible, de placer les différents instigateurs sur un pied d'égalité du fait que les dirigeants en raison de leurs positions ont accès à certaines informations que d'autres ne peuvent obtenir Le recours à cette méthode ne facilite pas la tâche pour les dirigeants acquéreurs, car ils doivent éviter d'être la victime qui aura payer trop cher De plus, nous pouvons nous demander si une plus large concurrence entraîne nécessairement un gain pour les actionnaires?

Une autre solution est celle qui consiste à faire approuver l'offre des dirigeants par un comité de négociation indépendant¹⁴⁴ agissant uniquement pour le profit des actionnaires Cette parade mise en place par les tribunaux¹⁴⁵ nécessite encore de nombreuses améliorations afin d'assurer à ce comité l'indépendance et l'accès aux informations qui s'imposent¹⁴⁶

143. Voir Lowenstein, *supra*, note 63 à p 731

144. D A Oesterle et J R. Norberg, "Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?" (1988) 41 Vanderbilt L. Rev. 207 aux pp 241-243 ainsi que pp 255-259

145. Voir Oesterle et Norberg, *supra*, note 144

146. "Courts should look for five specific events in their evaluation of the performance of any independent committee of outside directors: first, the absence of blocking behavior; second, the willingness of the committee to solicit outside bids; third, the committee's reliance on expert

La meilleure information possible reste encore l'une des réponses les plus adéquates à la sauvegarde des intérêts des actionnaires. La Règle 14 a-9 traite de la responsabilité qui découlerait d'une déclaration fausse ou trompeuse dans le mandat et la documentation qui l'accompagne. Mais aucun dirigeant ne divulguera l'issue fondamentale que représente la possibilité pour celui-ci d'obtenir, des actifs de la société rachetée, proportionnellement beaucoup plus que ce qu'il a payé aux actionnaires¹⁴⁷.

1.1.4. Bilan

Les LMBO américains atteignent très souvent des montants records, à l'image du pays : 2,3 milliards de dollars pour les chaînes de magasins Esmark, International Playtex Inc pour 1,250 milliards de dollars en 1986, Beatrice Food pour 6,4 milliards de dollars, ou encore Avis, filiale de Beatrice Food pour 250 millions.

En 1986, 10 des 25 plus grandes transactions industrielles concernaient des "buy-outs"¹⁴⁸, chacune pour un montant excédant le milliard de dollars¹⁴⁹. Alors qu'en 1981 seulement une fraction de la centaine des LBO effectués concernait des LMBO, en 1986 on estime ce chiffre à 30 voir 40 % des LBO réalisés¹⁵⁰.

advice, fourth, the committee's access to all information material to a proper valuation of the corporation, and fifth, evidence of serious deliberations by the independent committee", voir Oesterle et Norberg, *supra*, note 144, à la p 243.

¹⁴⁷ Stein, *supra*, note 90, conclut que toutes les dispositions mises en place ne suffisent nullement pour assurer à l'actionnaire la protection dont il est en droit de réclamer. "A whole new class of deals, whose only attraction is the opportunity for insiders to loot the assets of the outsiders, is taking place virtually without challenge. This is not the way to have a healthy public securities market. It is not the way for equal protection to be afforded to all classes of corporate citizens. Insider leveraged buyouts are the newest wrinkles in the endless efforts of promoters and entrepreneurs to misuse the system of public corporations."

¹⁴⁸ Sont considérées ici à la fois les LBO et LMBO.

¹⁴⁹ "The Top 100 Deals" *Business Week* (17 avril 1987) 47.

¹⁵⁰ Voir *Forbes*, *supra*, note 46 à la p 220.

Un temps freiné par le krach d'octobre 1987, le marché du LBO a repris de plus belle. Citons ainsi, le possible rachat de la société Nabisco pour un montant de 17 milliards de dollars qui ferait de cette transaction le record absolu en matière de LMBO¹⁵¹. Voici le sentiment de George Needham, président de la banque d'affaires new-yorkaise Needham. "I think that the world is not going to end, and in all but a disaster situation, there are LBO investments that make sense"¹⁵².

Pourtant, le ciel n'est pas aussi bleu qu'il n'y paraît et le marché des LMBO a connu l'un de ses premiers accidents de parcours¹⁵³, qui laisse la société concernée Revco¹⁵⁴, une importante chaîne de drugstores, menacée par la faillite, et les maîtres d'œuvre de l'opération, Salomon Brothers en premier lieu, avec des pertes de plusieurs millions de dollars.

De plus, de nombreuses voix commencent à s'élever pour dénoncer certains dangers du marché et certaines opérations excessives. En effet, après fusion de la société objet du LMBO et de la holding de contrôle, l'endettement de l'entreprise¹⁵⁵ la rend très vulnérable à une baisse d'activité ou à une hausse des taux d'intérêt. Or, les capitaux d'emprunt représentent en moyenne 80 à 85 % du montant total d'une opération. Les prêteurs les plus prudents ne prêtent généralement que contre actifs, mais

151 "Blockbuster Deal - Taking RJR Nabisco Private Would Serve Goal of Restless Chief" *The Wall St J* (21 octobre 1988) aux pp 1-4. La réaction du cabinet KKR ne s'est pas fait attendre et il a de son côté offert 20 milliards pour le rachat de Nabisco. En raison des montants qu'atteignent aujourd'hui ces opérations aucune société ne peut s'estimer véritablement à l'abri.

152 "The Resurrection" *Euromoney*, *supra*, note 30 à la p. 1 et s., également, "A Lot of Money Is Chasing Deals in the US - Difficult But Popular" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 13.

153 Loomis, "LBOs are Taking Their Lumps" *Fortune* (7 décembre 1987) 64.

154 "Revco's Leveraged Buyout Comes Apart" *The Wall St J* (14 juin 1988) 6. L'un des anciens chefs financiers de la société analyse ainsi la situation: "The original projections put together by Salomon were overly optimistic", également, "Profile: Revco - Fatal Consequences of Debt" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 13.

155 Pour citer l'exemple de la société Revco, ses "interest payments" sont passés d'environ 10 millions de dollars en 1985 pour atteindre 150 millions en 1986.

dans la plupart des opérations, les acquéreurs sont conduits à emprunter très au-delà de la valeur comptable des actifs de la société.

Parmi les échecs importants, citons encore, Republic Health, Dart Drug¹⁵⁶

Il est un fait que ces quelques exemples assombrissent quelque peu le marché des LMB0 Kipp Gosewehr de la firme Charterhouse¹⁵⁷ voit dans une trop grande extrapolation des résultats de l'entreprise, une des causes possibles de ces dérapages "We're now buying companies on the basis of projected earnings rather than historical earnings, and that's happened in just the last three years" L'avertissement de l'un des représentants de la Securities and Exchange Commission est clair

"The leveraging-up of American enterprise will magnify the adverse consequences of the next recession or cause significant rise in interest rates. The more leveraged takeovers and buyouts today, the more bankruptcies tomorrow"¹⁵⁸

De plus, il faut compter avec les partisans d'une prohibition totale de ce type d'opération¹⁵⁹

156 Voir *Business Week*, *supra*, note 58 à la p. 130.

157 "A Feverish Market" *Mergers & Acquisitions* (novembre-décembre 1986) 44.

158 "Leverage Up, Leverage Down" *Forbes*, *supra*, note 27 à la p. 134.

159. Voir Lowenstein, *supra*, note 63 aux pp. 776-778 ; également, Gilson, *supra*, note 139 aux pp. 914 et 915

1.2. Le LMBO en Grande-Bretagne

1.2.1. Développement

Si à l'origine le concept a été développé, pour permettre à des cadres dirigeants de reprendre leur propre entreprise tombée en déshérence, aujourd'hui les LMBO les plus fréquents semblent être les cessions de divisions ou de filiales de grands groupes¹⁶⁰ et les reprises d'entreprises ou de divisions d'entreprises ayant déposé leur bilan. Ceci est probablement dû d'une part à l'importance du mouvement de concentration industrielle au Royaume-Uni depuis la deuxième guerre mondiale. On constate que près de la moitié des emplois industriels y sont fournis par 40 sociétés ayant plus de 30000 salariés¹⁶¹. Aux Etats-Unis, les groupes de cette taille ne représentent environ qu'un tiers des emplois industriels et en France moins d'un cinquième. La tendance actuelle, consistant à mettre en doute les effets bénéfiques des diversifications et même des intégrations, et à favoriser des unités industrielles plus petites, a donc des effets particulièrement importants en Grande-Bretagne. D'autre part, la récession oblige certaines grandes sociétés à concentrer leurs ressources sur leurs activités principales.

Enfin en Grande-Bretagne, les procédures collectives n'offrent pas aux entreprises les mêmes possibilités qu'en France de redémarrer dans le même cadre juridique de telle sorte que les dépôts de bilans d'entreprises qui restent viables sont souvent des occasions de LMBO.

¹⁶⁰ Voir *supra*, à la p 12 et s

¹⁶¹ Des groupes britanniques de plus de 30 000 personnes représentent 50 % des emplois contre 30 % aux Etats-Unis et 20 % en France, voir J. Bertrandon, *Rachat d'entreprise par les salariés - LMBO*, Paris, J. Delmas, 1987 à la p 20

Par ailleurs, la Grande-Bretagne a mené une politique active de dénationalisations¹⁶², en allant très loin dans ce domaine, ces opérations ont été l'occasion pour les cadres de prendre leur destin en charge en rachetant leur entreprise

Pour toutes ces raisons, ces opérations se font de plus en plus fréquemment dans des cas où le cédant est une société et où l'opération peut être réalisée sous la forme d'une vente d'actifs

Le contexte de l'opération est important, car il conditionne en grande partie les principales contraintes du montage financier

Ainsi pour ce qui est des exigences financières du vendeur, un entrepreneur individuel cédant une société qui représente en général une part importante de son patrimoine aura probablement pour principal objectif de maximiser le prix de cession et surestimera souvent la valeur de l'entreprise. Une société importante qui cède une division ou une filiale a en général pour principal objectif de résoudre le problème que lui cause cette unité parce qu'elle ne contribue plus à la réalisation des objectifs du groupe ou parce que le groupe n'est pas disposé à allouer à la société les ressources qui seraient nécessaires aux investissements de celle-ci. Dans ce cas, il est fréquent que les cadres dirigeants puissent négocier des conditions d'acquisition avantageuses.

La prolifération des sources de financement a été également à l'origine des LMBO dans les années 70-80. Des sociétés se sont rapidement constituées ou spécialisées dans le financement d'opération de ce type, venant appuyer et faciliter son développement (Investors In Industry,

¹⁶² Voir *infra*, à la p. 146 et s.

Electra Investment Trust, Prudential Venture Managers ou encore Candover Investments)¹⁶³

1.2.2. Environnement

L'environnement fiscal des LMBO a été favorable en Grande-Bretagne. En particulier, le blocage qui existe en France pour le paiement des droits d'enregistrement à 16,60 % sur la valeur du fonds de commerce n'existe pas au Royaume-Uni, d'où une facilité plus grande pour ces opérations.

Il est nécessaire de distinguer, les opérations réalisées par acquisition des actions de la société et celles réalisées par acquisition des actifs.

Les LMBO réalisés par acquisitions des actions de la société

Le droit des sociétés anglais fournit un instrument financier adapté afin de permettre à un partenaire financier d'investir dans la société holding constituée pour le rachat de l'entreprise cible, il s'agit de l'action de préférence remboursable ("redeemable preference share"). Ces actions sont semblables à des certificats d'investissements qui seraient remboursables. Leur remboursement est neutre fiscalement pour la société et pour le financier. Un investissement sous forme d'actions de préférence est attrayant pour deux raisons¹⁶⁴.

- d'une part, le financier est assuré d'une augmentation sensible de la rentabilité de son investissement au moment du remboursement de ses

¹⁶³. Voir "The Top Equity Investors in UK MBOs" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la p. 47.

¹⁶⁴. M. Biegala, "Le cadre juridique et fiscal du "Management Buy Out" en Grande-Bretagne", (1984) 6 J C P (E) 24.

actions de préférence, puisque le dénominateur du ratio de rentabilité diminuera ;

- d'autre part il est possible d'obtenir un rendement élevé en attribuant aux actions de préférence, un dividende participatif.

Nous savons également qu'une grande partie du financement provient des prêts. Pour ce qui est des garanties données aux prêteurs, il faut distinguer la situation avant la loi sur les sociétés de 1981 (Companies Act 1981) et également depuis la loi sur les sociétés de 1985 (Companies Act 1985)¹⁶⁵

La loi sur les sociétés de 1948 interdisait à une société de fournir toute assistance financière pour faciliter directement ou indirectement une acquisition de ses propres actions ou des actions de sa société-mère. Cette règle destinée bien sûr à assurer la protection des créanciers de la société était comparable aux dispositions françaises sur les abus de biens sociaux. Cette législation rendait très difficile la réalisation de LMBO dans lesquels la holding se finançait par emprunts. Si la loi de 1981¹⁶⁶ autorisait une société à accorder une aide financière en vue de faciliter l'achat de ses propres actions, de nombreuses conditions venaient restreindre son champ d'application. Aujourd'hui, l'ensemble des dispositions est intégré dans les articles 151 à 158 de la loi sur les sociétés de 1985.

Du point de vue fiscal, il convient de remarquer que le risque de voir une cession de 100 % des actions d'une société, être assimilée par l'administration fiscale à une cession d'actifs est inexistant en Grande-

¹⁶⁵ C. G. M. Lumsden, "Financial Assistance Problems In Management Buy-outs" [mars 1987] *Journal of Business Law* 111.
¹⁶⁶ art 42

Bretagne Pour ce qui est du régime des intérêts dûs par la holding, si elle détient plus de 75 % des actions de la société cible, cette dernière est autorisée d'une part à déduire de son bénéfice imposable un montant équivalent aux intérêts dûs par la holding et d'autre part à lui verser le montant de ces intérêts. En ce qui concerne le régime des intérêts afférents aux emprunts personnels des dirigeants, ces derniers sont autorisés à les déduire de leurs revenus imposables, sans limitation de montant.

Les LMBO réalisés par acquisition des actifs de la société

Dans ce cas, les principaux problèmes juridiques constatés dans les opérations par acquisition d'actions disparaissent d'eux-mêmes. En effet, la société holding peut offrir aux prêteurs des garanties sur les actifs acquis et dispose de revenus d'exploitation permettant d'assurer le service de ses emprunts. Un LMBO par vente d'actifs peut néanmoins présenter de graves inconvénients pour le cedant et même pour l'acquéreur.

Le cedant risque de devoir acquitter des paiements en compensation des amortissements accélérés sur les immobilisations vendues, et les provisions pour hausse des prix des matières premières seront reintégrées. De plus, le report des pertes éventuelles de la société n'est pas utilisé.

D'autre part, si la holding a acquis des stocks à un prix nettement inférieur à leur valeur comptable, elle réalise au cours de son premier exercice un bénéfice comptable très élevé et le paiement de l'impôt sur les revenus pourrait créer des difficultés financières au cours du deuxième exercice dès lors que la société achète ses matières premières au prix du marché.

Pour ces raisons, le LMBO par transfert d'actifs est souvent préféré au LMBO par vente d'actifs.

Par une telle opération, la holding acquiert les actifs de l'entreprise sur laquelle porte le LMBO. La contrepartie de ce transfert d'actifs est un compte courant débiteur de la holding chez la société visée. Les actions de la société portefeuille sont cédées aux dirigeants repreneurs (et à leur(s) partenaire(s) financier(s)) et elle emprunte les sommes nécessaires au remboursement de son compte courant.

Le droit fiscal britannique considère que le transfert des actifs et de l'activité d'une société appartenant à un groupe, à une autre société du même groupe, n'entraîne pas de cessation d'activité.

1.2.3. Bilan

Le LMBO est sans aucun doute un acteur fondamental de la scène industrielle et commerciale¹⁶⁷ britannique, où il est devenu une technique d'avant-garde de la gestion financière des entreprises de pointe¹⁶⁸

En 1987, on a dénombré plus de 330 opérations pour une valeur de 3,09 milliards de livres¹⁶⁹ alors qu'en 1980, les montages analogues ne dépassaient pas, pour tout le Royaume-Uni, quelques dizaines de millions de livres.

167. Pour une approche très complète du phénomène en Grande-Bretagne voir Wright et Coyne, *supra*, note 37

168. Voir l'article de V. Gérard "Le système anglais" *Le Figaro* (8 janvier 1987) 22, également, "British MBOs Still Thriving" *Euramoney*, *supra*, note 30 à la p. 25.

169. Source: The Center for Management Buy Out Research; également, "A Flood of Finance" *Financial Times of London*, *supra*, note 26, à la p. 1, "... Times have never been better for the frustrated British manager keen to stage a buy-out of the business he is running. Competition among the banks and venture capitalists to lend him the finance is intense and if the boss will not sell to him he can drop the idea of a buy-out and look for a company to buy into"

La taille des rachats a augmenté. Les petites entreprises ne sont pas les seules concernées. La mesure moyenne est passée ainsi en six ans de 500.000 livres à 12 millions de livres (1987 : 12,36 millions de livres).

Le boom des LMBO prouve son succès¹⁷⁰. Une cinquantaine de sociétés ont été introduites en bourse après avoir fait l'objet d'un rachat. On estime que seulement une expérience sur dix échoue. La Grande-Bretagne est incontestablement en Europe la patrie du LMBO. Caractéristique de ces opérations, environ 70 % d'entre-elles proviennent du désengagement de certains grands groupes.

Citons à titre d'exemple, les stylos Parker qui ont fait l'objet d'un rachat par ses dirigeants au début de l'année 1986 lorsque la maison-mère aux Etats-Unis a décidé de se dégager de certaines de ses filiales à l'étranger¹⁷¹. Le montant total de l'opération s'est élevé à 74 millions de livres¹⁷². Le record est aujourd'hui détenu par le LMBO réalisé sur MFI/Hygna, un fabricant de meubles, filiale du groupe Asda/MFI pour 718 millions de livres¹⁷³.

Outre le désir des cadres supérieurs de devenir propriétaires, la vague des LMBO britanniques s'explique par le vif intérêt des organismes de capital-risque pour ce type d'opérations¹⁷⁴.

170. "Larger Management Buy-outs 1981/88" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 3.

171. "Parker . Upmanship With Penmanship" *Euramoney*, *supra*, note 20 à la p. 51.

172. Les cadres de la société vont bientôt céder 85 % à 90 % des actions au groupe britannique Pentland Industries pour un montant de 170 millions de livres !, *Le Tigero* (10 septembre 1988) 19.

173. "Four Times Record" *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p. 4. Le montant de l'opération est de quatre fois supérieur à l'ancien record.

174. "The Adventurous British" *Euramoney*, *supra*, note 30 à la p. 27 ; également, "Big Attractions for Investors" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 2.

"The management buyout is firmly established conceptually within the UK business scene and will undoubtedly figure large in considerations of strategy within companies. It is also reasonably well developed technically in the way in which the transaction can be concluded and the facilities made available to ease the transfer. The market for advisory services is quite well developed, the legal position is well understood and has attracted specialist practitioners and there is a growing group of financial institutions ready and willing to commit funds for buy-outs"¹⁷⁵.

Chapitre II. L'approche française : une forte réglementation

Alors que dans les pays anglo-saxons étudiés, le LMBO est une création spontanée encadrée par la suite par le marché financier, l'approche française est totalement différente, ce qui explique la forte réglementation de ces transactions. C'est en effet pour faire face aux problèmes de transmission des entreprises, qu'ont été instituées en se basant bien sûr sur ce qui se faisait à l'étranger, les mesures facilitant le rachat des entreprises par les cadres.

Introduit et officialisé en France par la loi du 8 juillet 1984¹⁷⁶, le LMBO est devenu : rachat d'une entreprise par ses salariés¹⁷⁷. Les cadres ont disparu sous le label salariés. En contrepartie de contraintes sociales, les textes ont instauré des avantages fiscaux non négligeables, sous réserve d'agrément du Trésor, comme la déductibilité des intérêts

175. Voir Wright et Coyne, *supra*, note 37 à la p 242, "How Might the Phenomenon Develop?".

176. Loi n° 84-578 du 8 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique, (Journal Officiel du 11 juillet 1984). Il est à noter que certains parlent de la loi du 9 juillet 1984.

177. On pourra également trouver le terme "reprise d'entreprise par les salariés" même si la loi fait expressément mention de "rachat"

d'emprunt contractés par les salariés ou un crédit d'impôt entre la société reprise et la holding de 100 %. Ce carcan rigide fut assoupli par la loi du 17 juin 1987¹⁷⁸, avec notamment la suppression de l'agrément. En revanche le crédit d'impôt a été réduit à 42 %. Néanmoins les restrictions demeurent trop fortes aux yeux de certains qui préfèrent renoncer aux avantages fiscaux et employer d'autres techniques.

Nous étudierons donc tout d'abord le problème de transmission des entreprises afin d'étudier par la suite les caractéristiques et mécanismes du LMBO en France. Un bilan sera enfin porté.

2.1. Les problèmes de transmission

En France, la transmission d'entreprises se passe mal. Les principales raisons sont, la réticence des dirigeants à préparer leur succession, un droit inadapté accompagné d'une fiscalité trop lourde.

2.1.1. Les faits

En France, trop d'entreprises meurent avec leur fondateur, faute d'héritiers compétents et motivés. Ainsi¹⁷⁹.

63 % des responsables de PME (petites et moyennes entreprises) déclarent ne pas avoir d'héritiers pour reprendre leur affaire ;

50 % des dirigeants propriétaires d'une PME sont en situation de se retirer dans les dix années à venir ,

¹⁷⁸ Loi n° 87-416 du 17 juin 1987 sur l'épargne, (Journal Officiel du 18 juin 1987) ; pour une étude complète A. Delfosse , *Holdings et reprise d'entreprise*, Paris, Editions d'Organisation, 1988

¹⁷⁹ Sources du ministère de l'Economie, des Finances et du Budget, janvier 1986

.10 % des dépôts de bilan seraient dus à une transmission d'entreprise effectuée dans de mauvaises conditions.

C'est donc un problème considérable.

D'ici à 1990, l'INSEE prévoit que le quart des entreprises de 50 à 1000 salariés aura changé de dirigeants pour raison d'âge¹⁸⁰. Chaque année 2.000 entreprises et 300.000 emplois sont concernés.

Pour ces raisons, il est donc capital d'assurer leur pérennité d'autant que le vieillissement des dirigeants s'accompagne souvent d'une fragilisation des entreprises ; ralentissant les investissements de renouvellement, les efforts de recherche, la conquête des marchés ; entraînant une vulnérabilité accrue sur les parts de marchés, sur les emplois ; rendant leur négociabilité délicate. De l'avis des professionnels de la transmission d'entreprises, 50 % des entreprises sont difficilement vendables : soit qu'elles aient des difficultés, soit que leurs produits soient obsolètes, soit que le prix demandé soit trop élevé.

Les mentalités doivent évoluer, transmettre son entreprise doit devenir un acte de gestion comme les autres et il est nécessaire de s'y préparer cinq à dix ans auparavant, mais de nombreux freins - essentiellement de nature psychologique- existent pour que les dirigeants propriétaires se sentent concernés et fassent de leur succession un acte de gestion. Parmi ces freins nous voulons retenir l'idée que la retraite est assimilée par bon nombre d'entre eux à un véritable abandon. Ce qui se traduit par un refus d'envisager le départ et donc par une absence de préparation.

180. Selon monsieur Demegot, Président National de l'ETHIC (Entreprises de Taille Humaine Industrielles et Commerciales) pour Price Waterhouse, Septembre 1987, n°62, ces moyennes entreprises représentent 30.000 affaires industrielles et commerciales, 6 millions de salariés, environ 41 % des effectifs au travail pour l'ensemble de l'industrie française.

La difficulté de transmission des PME est aggravée par l'importance du rôle du chef d'entreprise. Sa position est primordiale dans les relations de l'entreprise avec sa clientèle, ses fournisseurs, ses banquiers. Sa disparition peut provoquer la rupture des crédits de l'entreprise, une désaffectation partielle, voire totale de la clientèle. L'entreprise peut perdre son savoir faire. Il existe une trop grande confusion entre l'entreprise et le chef d'entreprise.

Il y a un problème considérable de potentiel économique dans la difficulté de transmettre les entreprises, une fiscalité tout à fait inadaptée ; et surtout des modes d'évaluation des entreprises qui ne tiennent pas compte du rendement de l'entreprise mais qui tiennent compte de leur valeur comptable.

Quelles sont les procédures juridiques de transmission des entreprises¹⁸¹ ?

2.1.2. La transmission d'entreprises et la législation

La France est l'un des pays développés qui taxent le plus lourdement les transmissions familiales d'entreprises¹⁸². Les droits de mutation y sont prohibitifs¹⁸³, autant d'obstacles au développement de l'entreprise.

Dans les entreprises françaises, la recherche d'un successeur se double de celle d'un acquéreur, puisque la mutation du pouvoir entraîne

¹⁸¹ "Assassinat et euthanasie des entreprises : ou les procédures juridiques de leur transmission" (1984) 6 J.C.P. (E)1 ; voir aussi, le compte rendu de la réunion du 6 décembre 1984 organisée par La Chambre des Notaires de Paris sur la transmission de l'entreprise.

¹⁸² Depuis mars 1985, l'héritier a 15 ans pour payer ses droits : un différé de 5 ans plus 10 d'étalement des paiements. Mais il n'est pas gratuit, le fisc l'assortit d'un taux d'intérêt. Des calculs montrent que pour payer les droits de succession - dans l'hypothèse du taux maximum de 40 % - il faut que l'entreprise gagne et distribue près de 9 % de sa valeur pendant 15 années consécutives, soit au total 129 % de sa valeur.

¹⁸³ C'est ce qu'il ressort d'une étude comparative des droits de succession réalisée par l'Ethic, et ceci que la succession soit préparée ou non.

généralement celle de la propriété du capital. Quelles que soient les modalités de transmission utilisées (succession, donation ou partage)¹⁸⁴, le nouvel entrepreneur doit payer, sous une forme ou une autre¹⁸⁵, l'entreprise. Or le coût de la reprise d'une affaire saine et rentable, même petite, dépasse largement les moyens financiers propres de la plupart des acquéreurs ou des héritiers potentiels, lorsqu'il est jugé souhaitable de conserver la même structure et d'éviter son démantèlement ou l'absorption par un autre groupe.

Que ce soit pour le paiement du prix de l'entreprise ou des droits de mutation, le successeur est amené, dans pratiquement tous les cas, à recourir au crédit. En définitive, c'est l'entreprise qui paiera puisqu'elle constitue généralement la seule source de revenu de l'entrepreneur. Le problème financier de l'acquéreur devient donc celui de l'entreprise. Cette ponction constitue en tant que telle un frein au développement de l'activité et à la modernisation de l'outil de production.

Il en résulte que si les entreprises en phase de transmission se caractérisent, bien souvent, par une amélioration de leur situation financière¹⁸⁶, en contrepartie, nous pouvons constater une faible progression de l'activité et une limitation des investissements aux seuls investissements de maintien en l'état de l'outil de production.

A cet obstacle financier se greffe dans le cas de transmission de SARL et SA un obstacle de nature fiscale dont les incidences peuvent être fâcheuses

184. P. Berger et J-L. Latxague, *La Transmission des Entreprises*, Levallois, Paris, Nouvelles Editions Fiduciaires, 1982.

185. Droits de succession ou de donation, paiement de soultes, rachat des actifs de l'entreprise ou des droits sociaux, reprise des comptes courants

186. Notamment par un net désendettement à long et moyen terme et un moindre recours aux crédits à court terme

En effet, la charge financière de la dette contractée pour l'acquisition de parts ou d'actions est considérée comme une charge personnelle de l'acquéreur. En conséquence, pour que le successeur puisse rembourser, l'entreprise doit, dans le meilleur des cas, réaliser un profit (avant impôt) au moins égal au double de la charge globale de remboursement.

Face à ces problèmes, les pouvoirs publics ont pris un certain nombre de mesures destinées à orienter l'épargne vers l'investissement productif en s'efforçant, en outre, de remédier à une faiblesse structurelle de l'économie française : la difficulté d'alimentation en fonds propres.

Il convient de relever :

- l'institution d'un second marché d'accès plus simple que la cote officielle ;
- la création d'une nouvelle catégorie de prêts sans garantie assimilés à des fonds propres et présentant le caractère de créances de dernier rang ;
- la création d'une formule de fonds communs de placement à risques ;
- la création d'une nouvelle catégorie d'actions, les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote ;
- l'élaboration d'une nouvelle loi sur la donation-partage.

Reprenons quelques-unes de ces innovations.

La mesure de loin la mieux accueillie par les professionnels et les milieux patronaux fut le rétablissement, en 1987¹⁸⁷, de l'avantage fiscal attaché à la donation-partage. Il avait été grignoté au fil des années et des gouvernements, pour disparaître en 1984. Dorénavant, celui qui transmet de

187. Voir "La Transmission d'entreprise" *La Revue de l'Entreprise* (juin 1985) publiée par le patronat français.

son vivant un bien à ses enfants (il doit en avoir au moins deux) bénéficie d'un abattement de 25 % sur les droits à payer s'il a moins de 65 ans, de 15 % s'il a entre 65 et 75 ans. L'intérêt de la formule est incontestable, puisqu'elle incite le chef d'entreprise à préparer sa succession le plus tôt possible.

Cependant, conscient que la transmission d'entreprise à des héritiers ne peut résoudre à elle seule le problème du renouvellement des dirigeants, les Pouvoirs Publics ont voulu aller plus loin il a alors été mis au point une loi¹⁸⁸ sur la transmission d'entreprises visant à donner la possibilité de consentir une donation-partage portant sur une entreprise à un tiers extérieur à la famille. Le but : permettre à un repreneur qualifié, extra-familial, de bénéficier au même titre que les héritiers d'une réduction des droits d'enregistrement. Cette disposition cherchait à donner une plus grande fluidité au marché de la transmission. Trop révolutionnaire sans doute le Parlement après un débat nourri, en a considérablement réduit le champ d'application, la réservant aux seules entreprises individuelles (artisanales)¹⁸⁹.

Une bouffée d'oxygène a, certes, été apportée par la création, en 1983, du second marché. Le succès de cette bourse des PME, qui compte aujourd'hui plus de 300 sociétés cotées, s'explique en grande partie par la volonté de faciliter une transmission future. Mais ce n'est pas la panacée D'abord parce que toutes les entreprises n'ont pas vocation à s'introduire en Bourse ; ensuite parce que l'incertitude qui pèse sur les marchés financiers

¹⁸⁸. Loi du 23 décembre 1987, dite "loi Chevanes"

¹⁸⁹. En sont donc exclues les 400.000 sociétés à responsabilité limitée et les quelques 100 000 sociétés anonymes. Pour les petites, les sommes restent dans la limite du raisonnable, pour les grandes, la cotation en Bourse permet aux héritiers de payer les droits en vendant une partie du capital. En revanche, les moyennes doivent acquitter des sommes énormes assises sur la valeur de l'entreprise.

rend l'opération aujourd'hui moins facile. De plus, ces entreprises doivent être saines et présenter des signes apparents pouvant donner confiance aux épargnants.

La France reste donc l'un des derniers pays capitalistes modernes à confondre patrimoine familial et réalisme économique ! Il semblerait en fait qu'en matière de transmission, le législateur se soit vivement préoccupé du sort des entreprises en difficulté, délaissant quelque peu les entreprises en bonne santé.

Seule issue, alors, pour assurer la pérennité de la firme : la cession à titre onéreux à des repreneurs extérieurs à la famille.

Voici ce qu'en pense Bernard Monassier, notaire, spécialiste des problèmes de transmission :

"Dans nombre de PME, on arrive au terme d'une génération. Celle des patrons issus de l'immédiat après guerre. Ils doivent passer la main. Mais ils n'ont pas envie de vendre. Souvent, pour eux, le RES, fait figure d'ultime recours pour préserver intacte l'œuvre de leur vie. En cédant à ses cadres l'entreprise qu'ils ont créée, ils lui évitent de se fondre dans un grand groupe ; de passer aux mains de la concurrence. Bref, la perpétuent"¹⁹⁰.

¹⁹⁰ Voir *Dynasteur*, *supra*, note 23 à la p.70 Voir également, "Leveraged Buyouts Keep Family Names in Business" *International Herald Tribune* (27 octobre 1988) 9, "There are many cases in France of family-owned companies that don't want to hand over the firm to an unknown raider. A Leveraged Management Buy-out is a big plus to maintain the family name of the business" commente Jean-Daniel Camus du cabinet de conseil français LBO France

2.2. Le rachat d'une entreprise par ses salariés

2.2.1. Génèse

Cette idée d'une reprise de l'entreprise par ses salariés est assez mal perçue en France. Outre la réticence de nombre de syndicats pour cette démarche, il convient de prendre acte des nombreux échecs constatés en pratique. Au demeurant, il faut songer au fait que l'appel aux salariés dans la quasi totalité des cas est un appel ultime, quasi désespéré. Les salariés sont les derniers à croire encore au destin de l'entreprise qui les emploie. Dans ce contexte général de défaveur, les reprises par les salariés étaient jusqu'à une époque récente uniquement l'affaire de SCOP (sociétés coopératives ouvrières de production) ou de SAPO (sociétés anonymes à participation ouvrière)¹⁹¹. Rien dans le droit en vigueur jusqu'en 1984 ne permettait d'envisager favorablement le développement de techniques nouvelles : pour être plus exact, il n'existait pas d'avantages fiscaux particuliers attachés à de telles formules

C'est semble-t-il, le rapport David Dautresme¹⁹² qui a le premier préconisé l'introduction en France du LMBO.

La loi du 8 juillet 1984 fit implicitement référence¹⁹³ au LMBO dans ses articles 11 à 14. Ces articles furent à la base du développement de la technique de reprise progressive de l'entreprise par ses salariés, montage

¹⁹¹. En ce qui concerne les SCOP, une sur cinq avait pour mission cette opération de reprise, selon les informations transmises par l'union des SCOP, le taux d'échecs de ces expériences n'était pas supérieur à celui des autres coopératives ouvrières ; voir également, Berger et Latxague, *supra*, note 184 à la p. 225 et s.

¹⁹². Rapport Dautresme : "Le développement et la protection de l'épargne", La documentation française, tome "annexe" p. 119 et s.

¹⁹³. L'Assemblée Nationale s'était assez précisément informée sur la nature du LMBO américain. Elle avait notamment entendu Nicolas Steinberg, expert américain, qui a participé au ministère de l'Économie, des Finances et du Budget à l'élaboration du texte de loi

qui n'avait cependant qu'une parenté lointaine avec ses homologues anglo-saxons. En effet, en lui faisant franchir l'Atlantique, les experts du ministère des finances vont faire subir une sérieuse toilette au LMBO américain. La formule change de philosophie à son arrivée en France : elle est davantage axée sur la recherche d'une solution commode aux problèmes de succession que sur la création d'un profit rapide et substantiel qui récompense le talent de quelques managers audacieux. De plus les auteurs de la loi tiennent compte aussi de la tradition sociale française qui encourage la participation des salariés à la gestion et au capital de l'entreprise.

C'est ainsi que le LMBO devient en français, le RES et trouve sa place dans la loi sur le développement de l'initiative économique. "L'une des idées maîtresses de ce projet réside dans l'association des salariés aux performances et à l'avenir de leur entreprise"¹⁹⁴ : déclarait Jacques Delors alors ministre des Finances devant le Sénat.

Cette perspective a conduit à formuler des exigences qui apparaissent très strictes. La nécessité d'une détention majoritaire des droits de vote dans la holding par les salariés impose le plus souvent la réunion d'une équipe assez nombreuse.

Deux raisons ont été avancées par le ministère pour justifier de telles contraintes

- les salariés ne doivent pas être amenés à prendre des risques financiers importants sans avoir un droit de regard dans la gestion de la société reprise ;

¹⁹⁴ Voir Les Notes Bleues du Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget, n° 183-184 4 Investissements

- les dividendes de la société reprise remontent dans la société holding. Celle-ci s'est lourdement endettée et remboursera ses emprunts grâce aux dividendes reçus : accepter un taux de détention plus faible que 50 % risquerait de condamner le financement du rachat.

Une troisième raison, qui n'a pas été expressément évoquée, était latente : la détention majoritaire est de nature à motiver et à responsabiliser à l'extrême les aspirants repreneurs. Ces derniers engagent leurs avoirs et se portent garants le plus souvent sur leurs biens propres. Dans ces conditions, tout sera fait pour restreindre les frais de gestion et rationaliser au maximum la politique suivie par la firme.

Lors de l'élaboration du texte au parlement, des propositions avaient été faites en vue d'un assouplissement de ces exigences. C'est ainsi que le remplacement de la majorité par une simple minorité de blocage avait été suggéré. Il avait également été évoquée l'idée d'un système de "montée en régime" : les salariés posséderaient d'abord 20 % du capital de la holding ; dans les cinq années suivantes, ils devraient acquérir 50 % des droits de vote¹⁹⁵. Le Conseil économique et social, de son côté, proposait un système de seuils : la détention d'une minorité de blocage serait toujours requise mais le pourcentage à détenir varierait avec la taille de l'entreprise à reprendre. Ces suggestions n'ont à l'époque pas été retenues et la réforme de 1987 n'y a rien fait. En bloquant nécessairement plus de 50 % des droits de vote entre les mains d'une partie prenante à l'opération, ne risque-t-on pas de dissuader certains intervenants potentiels d'entrer dans le jeu ?

L'adaptation en France de cette nouvelle ingénierie financière rencontra et rencontre toujours quelques difficultés en raison même de la

¹⁹⁵. A. Couret, "La reprise par les salariés des entreprises prospères" [1985] *Droit Social* à la p. 458 et s.

différence importante existant entre les tissus économiques américain et français¹⁹⁶ concernant, notamment comme nous allons le voir, la conception de l'idée de majorité et également la rentabilité des entreprises et leur évaluation.

2.2.2. Les caractéristiques du RES

La loi de 1984 reprenait le principe d'une structure holding filiale qui est la base de ces opérations, mais la formule imaginée pour permettre la prise en charge des frais financiers par la société achetée était à la fois fiscalement plus avantageuse mais aussi plus complexe et moins commode que les systèmes utilisés dans les pays anglo-saxons¹⁹⁷.

Comme nous l'avons précédemment étudiée, l'opération va se monter par le biais d'une holding, spécialement créée à cet effet. Celle-ci devra avoir pour objet exclusif la gestion d'une participation majoritaire dans la société rachetée et être détenue par les repreneurs. Elle va avoir pour but de racheter la société, d'emprunter des fonds pour ce rachat, de rembourser ses emprunts grâce aux dividendes perçus de la société rachetée. Il peut s'agir d'une société civile optant pour l'impôt sur les sociétés, une société anonyme ou une société à responsabilité limitée. Il apparaît cependant que la SA est la structure la mieux adaptée pour une opération de LMBO. Au sein de la holding, aucun des repreneurs salariés ne devra détenir seul la majorité du capital.

Les avantages étaient les suivants :

196. R. Dubreucq, *La transmission d'entreprises*, Paris, Atol, 1986 à la p.199.

197. Voir Bertrandon, *supra*, note 161 à la p. 14 et s.

- le paiement de la totalité des intérêts dûs par la société holding était assuré au moyen d'un crédit d'impôt¹⁹⁸ ;

- les salariés actionnaires de la société holding pouvaient déduire de leur revenu jusqu'à 100.000 francs d'intérêts d'emprunts contractés pour la souscription au capital de la holding.

Ces avantages étaient accordés sous la forme d'un agrément¹⁹⁹ délivré par le ministère des Finances et sous réserve d'un certain nombre de conditions posées par la loi et par l'interprétation des textes. La loi exigeait que la société holding détienne plus de 50 % des droits de vote de la société rachetée et que, dans la société holding, les salariés de la société rachetée détiennent plus de 50 % des droits de vote.

Le but de l'agrément était d'éviter les dérapages que favorisait la loi, en particulier quant aux droits de succession²⁰⁰. Il ne faut pas perdre de vue que la philosophie de la loi de 1984 était aussi d'éviter que le RES puisse être utilisé dans le cadre d'une diversification ou d'une restructuration qui serait conduite par un homme de "paille" sous couvert de LMBO.

Pour compenser les rigidités de la fiscalité et du droit français, on avait conçu un dispositif lourd dont les avantages étaient tels qu'ils ne pouvaient être octroyés que d'une façon exceptionnelle.

¹⁹⁸. Les frais financiers de la holding sont totalement payés par le crédit d'impôt qui s'impute sur les bénéfices de la société reprise. L'idée générale était d'éviter une double imposition qui aurait paralysé l'opération de reprise. Un tel avantage fiscal revenait très cher à l'Etat. Par exemple, un emprunt classique de dix millions de francs sur dix ans, à amortissement par annuités constantes, coûte 5,5 millions de francs en intérêts financiers. Ainsi dans le système de LMBO en vigueur jusqu'en 1987, l'Etat faisait un cadeau de 5,5 millions de francs au repreneur d'entreprise.

¹⁹⁹. Les dossiers soumis à l'agrément ministériel étaient examinés par un comité de liaison présidé par un inspecteur des finances.

²⁰⁰. D. Ades, *Entreprise cherche repreneur*, Paris, Aubier, 1986 à la p. 97.

Les conditions assez restrictives aboutissaient à ce que l'on peut qualifier de "Ferrari fiscale" :

- rare : environ cent cinquante agréments délivrés²⁰¹ dont la majorité concernant des transactions d'un montant inférieur à 10 millions de francs,

- précieux puisque l'endettement de la holding avait un coût nul.

Si ce texte novateur avait soulevé de nombreuses espérances, il avait également fait l'objet de nombreuses critiques²⁰².

L'administration prit en compte les critiques et réforma le fonctionnement du RES par la loi de juin 1987²⁰³. L'avantage principal constitué par le crédit d'impôt était réduit de 100 % à 42 %²⁰⁴ et, en contrepartie était supprimé l'agrément ainsi qu'en partie l'interdiction faite aux membres de la famille d'y participer. Toutefois, les repreneurs peuvent, sur option, demander l'accord du ministre pour l'opération de rachat d'une entreprise, ceci afin d'obtenir "un label", une sorte de garantie de viabilité et de bon déroulement de l'opération²⁰⁵.

201 Les refus d'agrément portaient essentiellement sur des rachats par des repreneurs extérieurs à l'entreprise ou sur des transmissions entre associés d'origine ou membres de la famille. Il faut dire qu'à l'époque une circulaire ministérielle était venue préciser le champ d'application des mesures prévues par la loi, excluant les membres de la famille du cédant et obligeant ceux qui veulent reprendre l'entreprise à y travailler depuis au moins un an.

202 "Transmission d'entreprises : une nouvelle loi à l'étude" *Le Figaro* (12 juin 1986) ; voir aussi "Bilan décevant de la loi sur la transmission d'entreprises" *Les Echos* (4 juin 1986) 3. De ces articles, il ressort que la loi de 1984 présentait deux inconvénients majeurs : des délais trop lourds imposés par l'agrément préalable et un avantage fiscal trop important qui pouvait, dans certains cas, conduire à une surestimation de l'entreprise cible et, par voie de conséquence, à un surendettement dangereux à terme. "Il fallait responsabiliser les repreneurs".

203 Pour une étude approfondie sur la fiscalité de la nouvelle loi, voir "Le Rachat d'entreprise par les salariés" *Lamy Fiscal* 1988, étude B, mars 1988.

204 Ce chiffre correspond au taux de l'impôt sur les sociétés. Ce taux qui était de 45 % fut ramené à 42 % en 1987. Il devrait être réduit à 39 % d'ici la fin de l'année, "L'impôt sur les sociétés réduit à 39 %" *Le Figaro* (6 septembre 1988) 16.

205 L'affaire Quercymétal (voir *infra*, à la p. 104) aurait tendance à démontrer le contraire.

Le RES ne peut plus également s'appliquer à des sociétés employant moins de vingt personnes, les salariés ont la possibilité de bénéficier de droits de vote double dès la constitution de la holding, la déductibilité des intérêts d'emprunt passe de 100.000 francs à 150.000 francs, mais aucun salarié ne peut plus être majoritaire seul.

La loi de 1987, modifiant celle de 1984, a rapproché le RES des schémas anglo-saxons en leur appliquant un régime fiscal équivalent à l'intégration et en permettant ainsi une fusion rapide de la holding et de la société exploitante sans que le fisc n'ait lieu de requalifier l'opération. Cette possibilité de fusion rapide dans les semaines suivant la prise de contrôle est très importante et présente les avantages de pouvoir offrir aux prêteurs de la holding des garanties sur les actifs de la société et également permettre d'affecter la trésorerie de la société rachetée à la réduction de l'endettement contracté par la société holding pour le rachat. Elle ouvre la voie à des RES sur de très grosses sociétés²⁰⁶, les crédits accordés à la holding étant alors gagés sur la totalité du cash-flow et non pas seulement sur le bénéfice disponible.

Ces réformes juridiques et fiscales vont faire désormais du LMBO un mode de transmission relativement banal pour les entreprises.

Si le RES devient à la mode, il n'en est pas pour autant facile. Pour 4 RES étudiés en profondeur, seule une transaction aboutit²⁰⁷

En raison de la jeunesse du RES et que, jusqu'à récemment, ces opérations ne touchaient pas les sociétés cotées, aucune mesure

206. "Plus qu'une possibilité d'assurer à tout prix la pérennité des PME, la nouvelle législation constitue désormais un véritable outil de restructuration, une opportunité de défense de notre industrie et de notre économie" affirmait Alain Madelin alors ministre de l'Industrie dans *Les Echos* du 19 juin 1987 à la p. 4.

207. Ce chiffre ressort d'une enquête publiée dans *Les Echos* du 28 juin 1988 à la p 6

particulière n'a été mise en place afin de protéger les actionnaires. Mentionnons tout de même, les contrôles effectués lors d'une OPA²⁰⁸. Le premier organisme à consulter en matière d'OPA est la Chambre syndicale des agents de change. Dès qu'elle est saisie du projet, présenté obligatoirement par un ou plusieurs établissements bancaires, elle suspend les cotations sur les actions de la société convoitée. C'est elle qui se charge d'aviser la Commission des Opérations de Bourse (COB). La COB, défenseur des petits actionnaires²⁰⁹ et garante de la qualité de l'information, examine les notes d'information qui doivent lui être présentées à la fois par la société acheteuse et par l'entreprise faisant l'objet de l'offre. Elle a une semaine pour donner son visa sur la note d'information, note qui est mise à la disposition des actionnaires. Dès que l'opération est ouverte au public, tout nouvel acquéreur peut alors se manifester en présentant une offre concurrente. Cette possibilité de surenchérir offre une garantie satisfaisante quant à la protection des actionnaires, mais il est certain qu'avec le développement des LMBO sur les sociétés cotées une législation spécifique devra voir le jour à plus ou moins long terme.

Mentionnons également l'instauration le 23 décembre 1970 de la loi réprimant les opérations d'initiés en France. Cette loi a, au cours des années, subi de nombreuses modifications dont celle instituée par la loi du 3 janvier 1983. Pour comprendre le système français, il est nécessaire de bien avoir à l'esprit que le délit d'initié a longtemps été mal compris dans les milieux d'affaires. Bien qu'il ait subi l'influence de l'exemple américain,

208. Aureau, "Offre publique d'achat ou d'échange les règles du jeu" *Option Finance* (7 mars 1988) n°6 à la p. 53.

209. Bézard et Chaput, "La Commission des opérations de bourse et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société" [1982] *Revue des sociétés* 488

le système mis en place ne repose pas sur une assimilation de l'utilisation d'informations privilégiées à un détournement des biens sociaux. Bien que la règle aboutisse implicitement à une obligation d'informer ou de s'abstenir d'opérer sur le marché, cette obligation ne résulte pas d'une omission à l'affirmation mensongère et n'a pas pour origine un lien fiduciaire entre vendeur et acheteur

Nous savons que la publication par les sociétés dans les meilleurs délais de tous faits importants susceptibles d'avoir une répercussion sur la valeur du titre est essentielle si l'on veut éviter des opérations d'initlés au détriment des autres actionnaires. Ainsi et pour faire suite aux directives européennes le droit positif français par le règlement COB du 20 janvier 1987 relatif à l'introduction en bourse a renforcé cette obligation d'information permanente.

2.3. Le RES, un remède pour certaines entreprises

2.3.1. Bilan

Si entre 1984 et 1987, on a dénombré 163 opérations de RES, depuis les chiffres sont plus aléatoires. D'après l'Association française des Investisseurs en capital risque (AFIC)²¹⁰, les vingt-deux opérations réalisées en 1986 équivalaient à 36 millions de francs, et trente-huit de 1987 à 300 millions de francs. Pourtant, face à cet engouement, certains spécialistes et financiers commencent à crier casse-cou²¹¹ "Le RES n'est pas la panacée, expliquent-ils. Ce système ne s'adapte qu'à des cas particuliers Il ne sert pas à sauver des entreprises en difficulté". En effet

²¹⁰ Voir *Les Echos*, *supra*, note 68 à la p 8.

²¹¹ Voir *Tertiel*, *supra*, note 5 à la p 32

l'avantage fiscal accordé à la holding n'est valable que dans la mesure où la société rachetée est capable de distribuer régulièrement des dividendes pour permettre à sa maison mère de rembourser ses dettes. Dans le système actuel, les dividendes doivent non seulement assurer le remboursement du capital emprunté mais également payer le solde des intérêts non remboursés par l'Etat. De plus, le crédit d'impôt n'est pas reportable d'une année sur l'autre ; ainsi en cas de difficultés au cours d'un exercice de la société rachetée, la holding perdra l'année suivante la totalité de l'avantage fiscal. Tout ceci fait que certains experts n'hésitent pas à prédire même quelques mauvaises surprises sur certaines des affaires en cours.

Les malheurs de Quercymétal, pionnier des RES, leur donnent partiellement raison²¹². "Nous avons acheté Quercymétal au moins deux fois trop cher, soupire l'actuel président. Au lieu de la rentabilité annoncée, nous avons trouvé une entreprise pauvre et vieillissante". Nous sommes alors en droit de nous demander si le RES est responsable de l'échec de l'opération. Le président de Quercymétal répond :

"Le système manque totalement de souplesse. Si, comme dans notre cas, les marges de sécurité dont dispose l'entreprise rachetée s'avèrent insuffisantes, à la moindre incertitude dans la conjoncture, à la moindre

²¹² L'histoire commence en 1982 à Cahors, lorsque René Heche, soixante-sept ans, le fondateur auquel aucun de ses quatre héritiers ne souhaite succéder, décide de transmettre son entreprise. Ce sera la première entreprise à bénéficier de la loi de 1984. Les salariés créent Quercyfinances, une holding qui rachète Quercymétal, spécialisée dans le matériel de bricolage, le jardinage et l'équipement de la maison. Pour cela, elle emprunte 11,4 millions de francs remboursables sur des bénéfices prévus de 2,5 à 2,7 millions de francs en 1985 et 1986. Hélas ! Au lieu de réaliser des bénéfices, l'entreprise enregistre des pertes. Du coup, c'est la descente aux enfers : réduction des effectifs, cession des filiales, crise de direction, perte de parts du marché. En mars 1988, l'entreprise dépose son bilan.

modification des conditions du marché, l'environnement s'inquiète. Je devais faire face à un ensemble - holding et société rachetée - sous-capitalisé et complètement déséquilibré par un endettement gigantesque. C'est alors le début d'une réaction en chaîne impossible à contrôler²¹³.

La lucidité du diagnostic et la perspicacité sont des conditions essentielles de la réussite d'un RES.

Avec le recul les spécialistes en RES voyaient et verraient encore d'un bon œil quelques ajustements. Ainsi, ils trouvaient encombrants les textes sur les abus de biens sociaux qui rendaient difficile la fusion entre la holding et la société rachetée. Cette opération, qui aux Etats-Unis a lieu le même jour que le LMBO, permet d'utiliser les actifs et pas seulement les dividendes de la société fille pour rembourser plus vite l'emprunt de la holding. Nous savons qu'aujourd'hui cette fusion est possible²¹⁴. En effet les fiscalistes sont à peu près d'accord pour estimer que la fusion rapide de la holding et de sa filiale est possible sans risque de requalification. Leur position repose sur l'analyse de différents textes fiscaux relatifs au changement de doctrine fiscale sur la requalification des cessions de bloc de contrôle, doctrine qui s'appliquerait aussi à des cessions portant sur l'ensemble des actions ou parts de sociétés de capitaux. Une telle fusion-absorption dans les semaines suivant la prise de contrôle présente les avantages de pouvoir offrir aux prêteurs de la holding des garanties sur les actifs de la société et également permettre d'affecter la trésorerie de la société rachetée à la réduction de l'endettement contracté par la société holding pour le rachat.

213. Voir *Tertiel*, *supra*, note 5 à la p. 29.

214. Voir *Les Echos*, *supra*, note 20 à la p. 26.

Autre obstacle pour les financiers : l'obligation pour les salariés de détenir plus de 50 % de la holding. Cette majorité devrait rester une originalité mais pas une contrainte²¹⁵. Certains trouvent même qu'il y a là un véritable danger pour le climat futur de l'entreprise²¹⁶.

L'abaissement du crédit d'impôt et l'encadrement de la hausse d'intérêts étaient prévus par le législateur pour éviter un endettement excessif des repreneurs. Mais là encore, cadres et financiers émettent des réserves. Selon eux le vrai problème réside dans l'obligation faite aux cadres, de détenir au moins 51 % du capital de la holding²¹⁷. Les apports des salariés sont en effet très minimes. Et pour réaliser l'opération, cette règle de majorité leur impose presque toujours un endettement massif.

Cette réduction de crédit d'impôt, présente par ailleurs des inconvénients majeurs. Voici ce qu'en dit Michel Biegala administrateur-directeur général de 3 I SA (Investors in Industry) :

"Si les entreprises américaines connaissent des taux de rentabilité qui avoisinent les 4 % à 5 %, les entreprises françaises ne dépassent pas les 2 %. Si elles sont, dans le cadre d'un RES, tenues d'utiliser une part importante de ces résultats, quelle peut être l'évolution de leurs investissements ?"

Outre ces points essentiels, les plus souvent discutés, les spécialistes du capital risque évoquent encore quelques modifications possibles. Certains souhaiteraient l'instauration d'un système de RES à deux vitesses : l'un maintiendrait dans son intégralité le texte de 1984 avec

215 Tirée d'un entretien de Gilles Cahen-Salvador président de LBO France, voir "Darty : l'aiguillon LBO France" *Le Figaro Economique* (9 mai 1988) 9

216 Voir *Tertiel*, *supra*, n 5 à p 32

217 "Une nouvelle race de RES" *La Vie Française*, *supra*, note 47 à la p. 45.

l'avantage d'un crédit d'impôts à 100 % et serait réservé à la totale discrétion des pouvoirs publics ; l'autre fonctionnerait sur le modèle de 1987.

2.3.2. Le régime d'intégration fiscale

Depuis le 1er janvier 1988²¹⁸, l'intégration fiscale, nouveau régime de consolidation, est offerte aux sociétés françaises appartenant à un même groupe. Soumise à certaines règles d'application bien précises, elle permet à une société mère de consolider les filiales de son choix à la condition qu'elle détienne 95 % de leur capital. Ce régime fiscal spécifique en faveur des groupes de sociétés devient le régime de droit commun ouvert sur option, à l'ensemble des entreprises soumises à l'impôt sur les sociétés, quelle que soit la nature de leur activité. Il permet une compensation intégrale des résultats bénéficiaires et déficitaires à l'intérieur du groupe. Afin de pouvoir bénéficier de ce régime, les sociétés du groupe doivent satisfaire à la condition de détention à 95 % pendant toute la durée de l'exercice concerné.

Il est ainsi possible aujourd'hui d'acquérir une société et de régler son montant grâce aux bénéfices qu'elle réalisera, ou même la vendre par pièces détachées.

Cette méthode de présentation fiscale, fondée sur la transparence, permet ainsi de réaliser des LMBO hors du cadre de la loi. C'est-à-dire sans ses contraintes, mais avec le même atout principal : le crédit d'impôt de 42 % sur les intérêts des emprunts. Les seuls avantages du RES sont la déduction des intérêts des emprunts personnels, les droits de vote doubles

²¹⁸. art. 68 de la loi n° 87-1060 du 30 décembre 1987

et la possibilité, pour la holding, de ne détenir que 51 % des droits de vote. Ce dernier cas de figure peut être intéressant quand celui qui vend l'entreprise veut rester actionnaire minoritaire aux côtés de la holding des repreneurs. Mais ces avantages sont minimes, comparés aux contraintes qu'impose la loi sur le RES comme l'obligation faite au repreneur de détenir au minimum 51 % des droits de vote.

D'ailleurs, certains s'y sont déjà essayés. C'est le cas de la Société européenne de semi-remorques²¹⁹, conseillée par le Crédit Lyonnais et la BNP. Cette holding dans laquelle les cadres possédaient seulement 15 % du capital a servi au rachat de Fruehauf France et de ses filiales. Cette reprise était rendue nécessaire par le LMBO réalisé aux Etats-Unis sur Fruehauf Corporation, qui avait décidé de céder ses participations dans les filiales européennes. La fiscalité de groupe a permis de déduire les intérêts de l'emprunt de 105 millions de francs des bénéfices de la holding.

2.3.3. L'avenir du LMBO en France

RES, LMBO, peu importe le sigle. Ces techniques fondées sur l'achat à crédit par une holding vont connaître en France un développement certain²²⁰. A-t-on trouvé là le moyen privilégié de résoudre les problèmes de transmission ? On n'en est pas loin, à une restriction près : ces formules sont réservées aux entreprises à rentabilité forte et prouvée, puisque ce sont les profits futurs qui paient le rachat.

Avant de conclure, illustrons nos propos par quelques exemples.

Nous ne reviendrons pas sur l'expérience fâcheuse de la société Quercymétal mais nous nous attarderons sur une opération qui reflète le

²¹⁹ "Fruehauf - Trailor : un LMBO à l'échelon européen" *Option Finance* (11 avril 1988) n°11

²²⁰ "France - a Fertile Environment" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p 10

pourquoi de ces nouvelles dispositions, c'est-à-dire un système idéal pour les entreprises familiales qui doivent résoudre des problèmes de succession. L'autre cas cité sera celui de la société Darty, exemple intéressant par son montant et par son montage.

Les fonderies Waeles²²¹, qui viennent de célébrer le deuxième anniversaire de leur RES, sont presque un cas d'école. Cette société fondée en 1920 emploie 1000 personnes. En 1985, les deux filles du fondateur décident de réaliser leur capital et de vendre l'affaire de leur père décédé en 1974. Conseillé par LBO France, un cabinet de conseil, le directeur général accepte de tenter l'aventure du RES. Avec vingt-neuf cadres, il crée la société holding dont ils possèdent 52 %. Le reste est détenu par des financiers. Pour racheter Waeles la holding emprunte 76 millions de francs remboursables sur huit ans. Après avoir honoré ses dettes et charges diverses, les bénéfices de Waeles sont passés de 12,9 millions de francs en 1985 à 27 millions en 1988. Les investissements ont grimpé dans la même période de 10 à 16 millions de francs. Et elle a pu acheter une entreprise de deux cent cinquante personnes. Ces résultats ont permis le 28 juin 1988 l'introduction de la société au second marché. La boucle est ainsi bouclée. Le RES a donné à Waeles la possibilité de se débarrasser des handicaps d'une structure familiale et de gagner son droit d'entrée sur le marché financier.

Il est vrai aussi que critiques et polémiques sont proportionnelles à l'importance des sommes en jeu et à la sophistication des montages. Dans le genre, Darty (1er distributeur français d'appareils électroménagers) peut se targuer de remporter la palme. L'opération est devenue en quelques

²²¹ Voir *Les Echos*, *supra*, note 68 à la p. 8

semaines un symbole²²² et ceci à plus d'un titre. D'une part, il s'agit du RES "nouvelle manière", car s'il permet aux dirigeants créateurs de céder l'entreprise à leurs salariés et donc de réaliser une opération patrimoniale, ces derniers ont accompagné leurs employés dans le montage. En effet la famille fondatrice détient avec les financiers 38 % des droits de vote et 48 % des droits sociaux au sein de la holding. De par la subtilité du montage, la famille Darty empêche le montant de la vente tout en gardant le pouvoir par sa participation. D'autre part, l'opération repose sur la création de la Financière Darty par les dirigeants de l'entreprise en association avec les salariés. C'est cette holding déjà détentrice de 26 % de l'entreprise qui a lancé l'OPA sur les Etablissements Darty et Fils. L'originalité de l'opération est justement qu'elle conjugue deux modes d'acquisition qui jusque-là n'avaient jamais été utilisés ensemble, tout au moins en France. Le choix de la procédure d'OPA, plutôt que celui d'un simple maintien de cours qui aurait été possible, enlève toute chance de succès à une quelconque offre concurrente sauf à mettre en jeu des sommes énormes pour ne pas espérer plus qu'une simple minorité de blocage. Ainsi le montage s'est fait dans le plus grand secret et en un temps record, moins de trois semaines.

Pour la première fois en France, on rentre dans un scénario à l'américaine où le cash-flow est mis à contribution et où des sacrifices importants pourraient bien être nécessaires en cas de dérapage.

Les mesures d'incitations fiscales et économiques adoptées par le législateur ont donné une impulsion à la transmission des entreprises - elles ont ouvert des perspectives nouvelles à la fois aux cadres et salariés

²²² "Darty repris par ses salariés pour un montant record" *Les Echos* (2 mai 1988) 4 ; "Un RES en dix-sept jours" *Le Figaro Economique* (4 mai 1988) 8.

et aux chefs d'entreprises - mais elles sont encore insuffisantes pour permettre le développement souhaité à la procédure de RES.

Deux écueils restent à surmonter :

- les intérêts d'emprunts sont supportés par un résultat après impôt contraignant l'entreprise d'adopter une politique de dividendes souvent peu compatible avec sa structure financière²²³. L'entreprise se trouve, par le fait, vidée de son autofinancement pour satisfaire au remboursement des emprunts de la holding. Cet inconvénient vient d'être neutralisé partiellement par la loi de finances 1988 qui autorise l'intégration fiscale entre les filiales (95 %) et la société mère ;

- le contrôle majoritaire obligatoire des salariés rend le dispositif inadapté aux entreprises moyennes. S'il permet, en effet, de résoudre la situation de petites entreprises sans croissance significative, la masse des capitaux à mettre en œuvre pour maintenir et développer une affaire moyenne compétitive est de plus en plus considérable dépassant largement les moyens financiers de personnes physiques.

Sauf amendements du législateur, de l'avis des partenaires financiers du LMBO, le mécanisme français devient d'autant plus difficile à mettre en œuvre que la taille des entreprises est plus grande. Nombreux sont ceux qui sortent du cadre étroit de la loi sur le RES pour effectuer des montages en utilisant les nouvelles dispositions de la loi sur la consolidation fiscale²²⁴. Le système du RES a peut-être trouvé là un sérieux concurrent.

²²³ M. Célérier, "TEAM, Arts et Manufactures" *Revue mensuelle de l'association des anciens élèves de l'École Centrale de Paris* (août - septembre 1986) n° 379

²²⁴ Il ressort en effet d'un entretien avec Me P. Ginestier, avocat au barreau de Paris, spécialisé en droit des affaires qu'en pratique cette possibilité offerte par la loi est et sera de plus en plus utilisée

TROISIEME PARTIE

LES OPERATIONS DE
LEVERAGED MANAGEMENT BUY-OUTS AU CANADA
REALITES ET PERSPECTIVES

Chapitre I. Situation actuelle

Cette technique de l'acquisition par endettement qui est en train de créer une véritable révolution aux Etats-Unis et dont le développement est plus que significatif en France, commence à gagner de plus en plus le Canada où comme nous le verrons, la formule est promise à un très bel avenir.

Mais avant d'étudier les perspectives, nous devons tout d'abord établir un bilan de ce marché puis dresser un tableau des différentes mesures permettant d'assurer la protection des actionnaires.

1.1. Un marché existant mais peu développé

Les statistiques ainsi que la littérature sur ce marché sont quasiment inexistantes et il est donc très difficile d'en évaluer l'importance. Le manque d'information tenderait pourtant à prouver sa faiblesse. Depuis peu, on constate cependant un accroissement des fonds disponibles prêts à être investis dans de telles transactions. De plus pour faire face au faible taux de capitalisation des entreprises canadiennes certains gouvernements provinciaux ont pris des dispositions facilitant entre autres la participation des salariés²²⁵.

225. C. S. Axworthy, "Corporation Law as If Some People Mattered" (1986) 36 University of Toronto L. J. 392.

1.1.1. Développement des sociétés de capital risque

La technique de rachat de l'entreprise par endettement est beaucoup plus récente qu'aux Etats-Unis et elle est encore très loin d'être pleinement utilisée.

Comme aux Etats-Unis le phénomène s'est développé à travers les "going private transactions"²²⁶ au milieu des années 1970. Les opérations de LMBO proprement dites sont apparues par la suite avec le développement des moyens de financement²²⁷.

Ce n'est qu'au début des années 1980, que les grandes banques et des sociétés telles Helix Investment, Novacap et Charterhouse ont participé aux premières acquisitions par endettement. Selon Pat McGrath, représentant de Venture Economics Canada : "Quand des institutions financières canadiennes se sont rendues compte combien ce mode de financement peut être avantageux, elles l'ont adopté"²²⁸.

Aujourd'hui, c'est la société Onex Corporation de Toronto qui occupe la première place²²⁹. Parallèlement à ces sociétés privées de capital risque, la Banque Fédérale de Développement par l'intermédiaire de sa division de capital de risque fournit des moyens de financement pour les opérations de rachat d'entreprises par les salariés. Cette jeunesse explique en grande partie, la faiblesse en volume et en nombre de ces opérations. Il reste que ce mode de financement a permis à de larges sociétés de se séparer de certaines filiales qui ne correspondaient plus à leur politique de croissance. Ainsi pour Gilles Lamontagne, la possibilité qui lui a été

226. G C Jr. Glover et A. M. Schwartz, "Going Private in Canada" (1978) 3 Canadian Business L. J. 3

227 "Managers Moving Into Buyout Boom" *The Globe & Mail* (7 novembre 1985) B 9.

228. Centre d'information et de publication sur le capital risque.

229 Si en 1983, le fonds initial d'Onex ne comptait que 50 millions de dollars, depuis la société a conclu de nombreuses ententes pour un coût total de 1.3 milliard.

offerte de devenir son propre patron représentait une chance qu'il ne pouvait refuser. Jusqu'en mai 1987 directeur général de Xerox Reproduction Centers filiale de Xerox Canada, il racheta l'entreprise avec quelques employés pour 12,5 millions de dollars. Dès 1987, il prévoyait des bénéfices de 15 millions de dollars²³⁰. Nous pouvons également citer l'exemple de la société Control Data Canada Ltd. achetée par dix de ses employés en mars 1986 pour un montant de 9 millions de dollars. Dernièrement, les employés de la société Lambert International ont commencé les négociations afin de racheter leur entreprise évaluée à 15.5 millions de dollars²³¹.

Ces exemples parmi d'autres nous permettent de cerner ce marché que l'on peut caractériser comme touchant essentiellement les sociétés moyennes.

1.1.2. Les mesures gouvernementales

En raison de l'absence de législation spécifique à la reprise de l'entreprise par son équipe dirigeante, l'originalité du marché canadien peut s'expliquer par la mise en place, suivant l'exemple américain, de plans permettant une participation²³² au financement de l'entreprise non plus essentiellement des dirigeants mais également de l'ensemble des salariés²³³.

230. "Workers of Canada Unite to Buy Out Their Own Companies" *Small Business* (octobre 1987) 8.

231. "Employees Bid for A.Lambert" *The Gazette* (10 septembre 1988) C 2.

232. J. Remus, "La participation financière des salariés. Essai de classification et grandes orientations" (janvier-février 1983) 122 *Revue Internationale du Travail* 1.

233. En 1985, le "Profit sharing of Canada" estimait à environ 25,000 le nombre de sociétés impliquées par un moyen ou un autre dans des régimes d'épargne-actions, *Report on Business Magazine*, *supra*, note 66 à la p. 22. A la même époque ce chiffre excédait 440,000 aux Etats-Unis.

1.1.2.1. L'expérience américaine

Depuis que l'avocat et économiste Louis Kelso, il y a maintenant 30 ans, proposa l'idée d'associer les salariés à l'actionnariat d'entreprise, les ESOP ("Employee Stock Ownership Plans")²³⁴ sont aujourd'hui devenus une véritable réalité pour plus de 9 millions de travailleurs²³⁵ à travers les Etats-Unis, touchant tous les types d'entreprises²³⁶. On peut estimer maintenant à 9000, quatre fois²³⁷ plus qu'il y a dix ans, les plans d'actionnariat mis en place.

Ce développement brutal est essentiellement dû aux réformes fiscales contenues dans le "Deficit Reduction Act" de 1984 et dans le "Tax Reform Act" de 1986. Ces incitations, favorables à la fois pour les institutions bancaires, les sociétés et les salariés ont fait de l'ESOP un outil de financement des entreprises, extrêmement efficace²³⁸. Mais qu'entend-on exactement par ESOP ?

C'est en 1974 que la loi ERISA ("Employee Retirement Income Security Act") a consacré la formule de l'ESOP²³⁹ comme plan d'actionnariat salarié. Initialement, ce plan d'actionnariat salarié accordait la

234 Pour une étude complète : R. M. Horwood, "The ABCs of ESOP/LBOs - Past, Present and Future" (1986) 13 *Journal of Corporate Taxation* 233, également, "ESOPs in the 1980s" (1987) *AMA Management Briefing* à la p. 11 et s. Pour une vision critique : W. R. Levin, "The False Promise of Worker Capitalism: Congress and the Leveraged Employee Stock Ownership Plan" (1985) 95 *Yale L J* 148.

235 "Employee Share Ownership Plans" *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p. 4.

236 "The Tax Magic That's Making Employee Stock Plans Multiply" *Business Week* (15 octobre 1984) 158.

237 En 1987, plus de 1000 plans ont vu le jour.

238. "The tax benefits associated with ESOPs are so significant and so diverse that they can be useful in accomplishing a very wide variety of corporate objectives" - commente l'un des managers de la Chase Bank et d'ajouter : "Alone or in various combinations, these tax benefits can provide a cost-effective addition to or substitute for existing benefit plans ; liquidity for a major shareholder in a privately held firm ; access to tax-advantaged working capital ; or financing for restructuring, leveraged buyouts, or stock repurchases on a tax-advantaged basis".

239 J. R. Blasi, *Employee Ownership. Revolution or Ripoff*, Ballinger, 1987.

déductibilité des sommes versées par l'entreprise dans la limite de 15 % des salaires, ce chiffre est aujourd'hui passé à 25 %.

Si on relève différents types d'ESOP²⁴⁰, le plus intéressant, le "Leveraged ESOP", permet comme son nom l'indique un effet de levier en recourant à l'emprunt. En schématisant, disons que l'ESOP est un trust constitué par les salariés. Ce trust dont le rôle est de détenir les actions, est autorisé à emprunter auprès d'organismes bancaires, contre la remise de billets à ordre, afin d'acquérir des actions de la société. Cette dernière, outre le fait qu'elle verse au trust les sommes nécessaires au remboursement du prêt, offre également au créancier une importante garantie. Avantage, la société déduit, en franchise d'impôts, à la fois le nominal et les intérêts du prêt. Ce qui a pour effet d'accroître sa capacité d'autofinancement. Le trust n'est pas imposable, pas plus que le salarié qui ne le deviendra que lors de la réception effective des titres.

L'ESOP est intéressant au plus haut chef, car il est impliqué de plus en plus couramment dans le financement des opérations de LMBO²⁴¹. En effet, en raison des avantages fiscaux accordés à la constitution d'un ESOP, un LMBO financé par l'intermédiaire d'un tel plan d'actionariat revient beaucoup moins cher. Outre cette économie, en raison de la participation des salariés dans l'opération il en découle un important gain en productivité²⁴². Pour ce faire, les salariés créent une société fantôme holding, qui crée elle-même un ESOP. Dans tous les cas de figure les transmissions s'effectuent sans aucun frais et progressivement. En outre,

²⁴⁰ On distingue également le "Nonleveraged ESOP" et le "Tax Credit ESOP"

²⁴¹ "Capitalizing on Tax Breaks of Leveraged ESOPs" *Mergers & Acquisitions* (printemps 1985) à la p. 39 et s.

²⁴² "An ESOP won't make an LBO work if it wouldn't have on its own merits. But it can bring significant economic benefits and potentially improved morale and productivity to the transaction": analyse un représentant de la Chase Bank.

il n'est pas rare que les salariés acceptent des diminutions de salaires compensées par des actions de bonus, contribuant ainsi à la fois au redressement de la société reprise et au transfert du capital.

Si le rachat d'importantes sociétés²⁴³ s'effectuent de plus en plus aujourd'hui par l'intermédiaire de plans d'actionnariat, il existe pourtant une importante limite, qui est le facteur temps. En effet, un tel plan demande un certain laps de temps avant d'être effectif, alors que généralement une opération de reprise doit être souple et rapide dans son déroulement. Quoiqu'il en soit l'ESOP est promis à un bel avenir.

1.1.2.2. Les mesures prises par le gouvernement ontarien

C'est la première province, qui a pris conscience de la sous-capitalisation des petites et moyennes entreprises et a mis en place une législation particulière afin de favoriser l'investissement dans ces PME²⁴⁴. Ainsi, il a été introduit dès 1979 les SBDC ("Small Business Development Corporations")²⁴⁵ qui ont très rapidement bénéficié d'un franc succès. Aujourd'hui plus de 700 SBDC sont en opération, permettant aux employés, résidents de la province de l'Ontario, d'investir jusqu'à 2,5 millions de dollars dans l'acquisition d'actions de leur société.

Si notre propos n'est pas ici d'étudier les finesses d'un tel mécanisme signalons tout de même que les placements admissibles doivent répondre à certains critères²⁴⁶ et que le montant d'argent d'un placement

²⁴³ Nous pouvons citer Avis, Hospital Corporation of America, Charter Medical

²⁴⁴ J. Bernstein, "Sale of Businesses to Employees: the Leveraged Buy-out" [1985] Corporate Management Tax Conference 116

²⁴⁵ D. C. Poyton, "Small Business Development Corporations" dans R. B. Miner, *Current Issues in Canadian Business Law*, Toronto, Carswell, 1986, 55

²⁴⁶ art 9 de la Loi (SBCD Act, R.S.O. 1980, c.475)

admissible ne pourra pas être utilisé par la corporation admissible pour l'une des fins suivantes :

- effectuer des prêts ;
- rembourser un créancier actionnaire du SBDC ou de la corporation admissible, ni une personne avec laquelle il a lien de dépendance ;
- acheter ou acquérir des actions d'autres corporations, ainsi que d'effectuer des investissements à l'extérieur de la province.

Au cours de l'année, le contribuable qui a acquis des actions ordinaires à plein droit de vote, d'un SBDC aura droit, aux fins de son impôt sur le revenu de l'Ontario, soit à une déduction dans le calcul de son revenu imposable s'il s'agit d'un particulier, soit à un crédit d'impôt s'il s'agit d'une corporation privée à capital risque

Ainsi lors du rachat de la société National Hardware Specialties en 1982²⁴⁷, les employés investirent chacun un minimum de 1,000 dollars à travers un SBDC afin d'acquérir 45 % des actions de la société. Le solde demeurait la propriété du gérant de la société.

Outre la constitution des SBDC, le gouvernement ontarien participe grandement au financement des entreprises par des aides financières sous la forme de prêts à taux très avantageux. A titre d'exemple²⁴⁸ signalons le rachat de la chaîne de pizzeria Aloro Foods en Février 1983 par son dirigeant pour une somme d'un million de dollars dont près de la moitié provenait d'un prêt de l'"Ontario Development Corporation" Par l'intermédiaire de cet organisme, a également été créé un "Corporate Buy-

247. "Grassroots Takeovers" *Canadian Business* (mars 1984) 92

248. Voir *Executive*, *supra*, note 16 à la p. 21.

out Program" qui comme son nom l'indique a pour spécificité d'assister les employés dans le rachat des entreprises dans lesquelles ils travaillent²⁴⁹.

1.1.2.3. Les mesures prises par le gouvernement québécois

Citons tout d'abord le régime d'épargne-actions du Québec (REAQ)²⁵⁰ en vigueur depuis le 22 juin 1979²⁵¹, qui connaît une popularité certaine²⁵². Le principe est simple²⁵³. Il permet à un particulier qui réside au Québec, le dernier jour d'une année d'imposition et qui acquiert des "actions admissibles" d'une "corporation admissible", d'une "corporation en voie de développement" ou d'une "corporation à capital de risque à vocation régionale" de réclamer, une déduction dans le calcul de son revenu imposable

De nombreux objectifs étaient poursuivis lors de la mise en œuvre du REAQ. Pour notre propos, on retiendra l'encouragement à la création et le développement d'entreprises québécoises ainsi que l'amélioration de la capitalisation des corporations.

De nouveau, l'exemple de la société Héroux nous permettra d'illustrer les possibilités offertes par les REAQ dans la participation des salariés dans le rachat de l'entreprise. Après avoir acquis la société en 1985, les deux dirigeants décidèrent en novembre 1986 de faire appel public à

249. Voir Bernstein, *supra*, note 244 à la p. 131

250. D. Lacroix, "Les régimes d'épargne-actions nouvelles orientations au Québec, premiers pas dans l'ouest" (janvier-février 1987) 35 *Revue Fiscale Canadienne* 50.

251. Les dispositions relatives au régime d'épargne-actions du Québec étaient contenues au chapitre 14 des lois du Québec de 1979. On les retrouve aux articles 965.1 à 965.28 de la Loi sur les impôts, L.R.Q., c. I-3.

252. On estime aujourd'hui à 300 000 le nombre de québécois détenteurs d'actions REA, *La Presse* (17 septembre 1988) A 1.

253. Le REAQ est un programme fiscal d'incitation en vertu duquel un investisseur obtient le droit de réclamer une déduction dans le calcul de son revenu imposable en raison de l'acquisition d'actions du capital-actions de corporations.

l'épargne pour un montant de 9 millions de dollars dont près de la moitié devait servir à rembourser le crédit consenti par la banque²⁵⁴. Lors de cet appel, la société confirmait que les actions ordinaires constitueraient des actions admissibles pour un régime d'épargne-actions. Outre le régime d'option d'achat d'actions pour les employés-clés de la société, plus de 100 000 actions étaient réservées à l'intention des employés. Succès de l'opération, plus de 65 % des employés ont jusqu'à maintenant souscrit.

Même si son succès est moindre, mentionnons tout de même ici l'existence des sociétés de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ)²⁵⁵.

C'est dans son discours sur le budget du 23 avril 1985 que le gouvernement du Québec constatait que l'action gouvernementale avait négligé la question du financement externe des PME et créait les sociétés de placement dans l'entreprise québécoise, en s'inspirant des SBCD

Afin d'aider le financement des PME québécoises, on accorde aux actionnaires d'une SPEQ des avantages fiscaux équivalents à ceux du REA.

Une SPEQ est une société de portefeuille dont les actions peuvent être la propriété d'un ou plusieurs actionnaires. C'est une corporation privée dont les activités consistent principalement à investir dans des actions de corporations actives. Les seuls actionnaires véritables d'une SPEQ doivent être des personnes physiques ou des corporations privées à capital risque.

Une SPEQ n'est pas une corporation exonérée de l'impôt sur le revenu fédéral et provincial ni de la taxe sur le capital du Québec. Mais si elle a

254. Voir *supra*, note 56.

255 C. Bergeron et J. Théberge, *Sociétés de placements dans l'entreprise québécoise*, 2e éd., Montréal, Yvon Blais, 1988

réinvesti toutes les sommes qu'elle a reçues dans des actions du capital-actions de corporations admissibles et que ses seuls revenus proviennent de dividendes versés par ces corporations, elle ne paiera pas ou à peu près pas d'impôt sur le revenu et de taxe sur le capital.

Si le programme des SPEQ n'a pas encore connu le succès escompté, espérons que les aménagements proposés dans le Budget provincial de 1988 favorisent son développement.

1.2. La protection des actionnaires

Outre les devoirs de diligence et de soin que leur impose plus ou moins leur qualité de mandataires de la société, les administrateurs ont d'autres devoirs, dictés ceux-là par leur position de quasi-fiduciaires. Les administrateurs doivent avant tout rechercher l'intérêt de celle-ci. Ils ne doivent pas abuser de leurs pouvoirs ou profiter indûment de leur position pour en tirer un avantage personnel ou encore en accorder de façon discriminatoire à qui que ce soit. De ces affirmations, il découle qu'ils ne doivent jamais se placer dans une position où leurs intérêts personnels risquent de s'opposer à ceux de la société. Une telle position les mettrait en face d'un choix, alors qu'en fait aucun choix n'est permis. Seul celui de la société doit toujours primer.

Nous savons que les opérations de LMBO posent des problèmes particuliers de conflits d'intérêts, les dirigeants de la société se trouvant être à la fois acheteurs et représentants des intérêts des actionnaires. Ces derniers sont alors tout d'abord en droit de se demander si les informations reçues étaient suffisamment claires, précises et surtout honnêtes puis si le prix reçu pour les titres correspondait à la valeur réelle de la société.

Quelles sont alors les différentes mesures prises afin de protéger efficacement les actionnaires minoritaires? Pour répondre à cette question, nous exposerons tout d'abord le traitement de ces derniers pour étudier par la suite les mesures de protection mises en place dont l'objectif premier doit être la recherche de la plus parfaite égalité entre les actionnaires. Sera ensuite étudié le droit des actionnaires minoritaires dissidents en matière d'acquisition obligatoire d'actions lors d'une offre publique, droit qui nous intéresse au plus haut chef.

1.2.1. Le traitement des actionnaires minoritaires

Le traitement des actionnaires minoritaires est le reflet d'une importante évolution²⁵⁶. De l'application stricte de la règle de la majorité, on assiste aujourd'hui à une plus grande prise en considération des actionnaires minoritaires, bien que dans ce domaine les lois québécoises soient encore loin d'assurer une protection satisfaisante.

1.2.1.1. La règle de la majorité

Le droit canadien a été largement influencé par son homologue anglais. L'arrêt *Foss v. Harbottle*²⁵⁷ nous donne le point de départ dans cette question de la règle de la majorité et de la protection de droit commun des actionnaires minoritaires. Dans cet arrêt, il s'agissait d'une action intentée par deux actionnaires de la société Victoria Park Co., en leur nom personnel et en celui de tous les autres actionnaires sauf les quatre défendeurs, également administrateurs de la société. La base

256. P. Anisman, "Majority-Minority Relations in Canadian Corporation Law: an Overview" (1986-1987) 12 Canadian Business L. J. 473

257. (1843), 2 Hare 461 67 E.R. 189.

principale de l'action reposait sur les faits suivants : premièrement, la vente par les administrateurs de leurs terrains à la société pour un prix supérieur à leur valeur, et, deuxièmement, la transaction *ultra vires* par laquelle les administrateurs empruntèrent de l'argent dans le but de se payer eux-mêmes en qualité de vendeurs.

Le tribunal rejeta l'action parce que les actionnaires ne possédaient pas le droit d'intenter une action au nom de la société puisque la vente de leurs propres terrains par les administrateurs à la société constituait une transaction annulable à la demande de la celle-ci. Malgré l'absence de décision de la part de la société, le tribunal ne désirait pas substituer sa discrétion à celle de la société qui pouvait toujours ultérieurement ratifier la transaction

Les deux principes importants découlant de cet arrêt se résument ainsi²⁵⁸.

- comme la corporation constitue une personne morale distincte de ses actionnaires, celle-ci se trouve seule compétente d'une action visant à obtenir réparation du préjudice subi ;

- comme la volonté de la corporation se détermine par celle de ces actionnaires réunis en assemblée générale, et, comme également les demandeurs ne représentaient pas la majorité ou ne pouvaient prouver une telle représentation, ceux-ci n'avaient donc aucun droit de poursuivre au nom de la société. En vertu des règles du common law, la décision de poursuivre ne peut relever en effet que de l'assemblée générale.

²⁵⁸ S. M. Beck, "The Shareholders' Derivative Action" (1974) 52 *Revue du Barreau Canadien* 159 à la p 164

En résumé, les tribunaux anglais n'interviendront pas dans les conflits internes de la société puisque ceux-ci, relevant de la décision de la majorité, se trouvent soustraits à la juridiction des tribunaux.

Il est bien entendu que le principe exposé dans *Foss v. Harbottle* ne s'applique pas au droit canadien des sociétés. En effet, si en droit anglais, les actionnaires veillent aux destinées de la corporation, ils représentent la volonté de cette dernière²⁵⁹. Selon la législation fédérale et québécoise, le conseil d'administration dirige la corporation. Les actionnaires élisent les administrateurs qui, eux, gèrent la corporation et représentent sa volonté.

Mais cela n'empêche pas que la règle de la majorité exprimée dans cet arrêt se répercute dans le droit corporatif canadien²⁶⁰, du moins en ce qui a trait aux transactions et opérations ratifiées par la majorité des actionnaires. Au Canada et au Québec, les tribunaux²⁶¹ ont adopté la même politique non-interventionniste, et ce, malgré le fait qu'ils reconnaissent que c'est le conseil d'administration et non la majorité des actionnaires qui préside aux destinées de la société.

La position de la minorité est d'autant plus affaiblie qu'elle ne peut reprocher à la majorité de manquer à des devoirs de loyauté et de bonne foi vis-à-vis de la société. En effet, la majorité n'a aucun tel devoir. Le vote de chaque actionnaire constitue pour lui un droit de propriété qu'il peut exercer dans son propre intérêt et celui-ci n'est pas nécessairement celui de la société.

259. *Isle of Wight Ry Co. v. Tabourdin* (1883), 25 Ch. D. 320.

260. Voir la décision du Conseil privé dans l'affaire *North West Transportation Co. v. Beatty* (1887), 12 App. Cas. 589 ; également, *Cook v. Deeks* (1916), 1 A.C. 554.

261. *Burrows v. Becker* (1969), S.C.R. 162 ; *Burland v. Earle* (1902), A.C. 83 , *McDougald v. Wilson* (1933), 3 D.L.R. 111 (Que. S. C.)

Cette attitude des tribunaux anglais et canadiens rendait peu enviable la position de l'actionnaire minoritaire dans la corporation et donnait ouverture à des injustices criantes. Les tribunaux tentèrent alors d'atténuer les effets de cette doctrine souvent injuste en énonçant des cas spécifiques où l'intervention dans les affaires internes de la société se justifiait. Il s'agit des exceptions à la règle de la majorité, c'est-à-dire des cas où la décision de la majorité ne peut empêcher l'intervention des tribunaux.

1.2.1.2. Les exceptions

On parle souvent des exceptions à la règle de la majorité, mais en réalité, il s'agit plutôt des cas où ladite règle ne s'applique pas. Ces exceptions que l'on peut classer en trois catégories, se dégagent de la décision du juge Jenkins dans l'arrêt *Edwards v. Halliwell*²⁶².

L'exception de l'acte *ultra vires* ne pose pas de difficulté particulière et signifie qu'il peut être attaqué par toute personne intéressée²⁶³. Rien, ni personne ne peut valider ces actes, pas même un tribunal.

La règle de la majorité peut également être écartée lorsque la majorité se sert de sa position de contrôle pour léser la minorité. Il n'y a pas de principe clairement défini en la matière et les tribunaux s'en remettent plutôt à la nature de chaque transaction. Pour qu'un tribunal entreprenne de passer outre à la règle de la majorité, il ne suffit pas que l'acte reproché à la majorité oblige la minorité ; il faut qu'intervienne un élément de fraude jouant à son détriment, ou quelque chose qui y

²⁶² (1950), 2 ALLER 1064

²⁶³ *Lagacé v. Lagacé* (1966), CS 489.

ressemble²⁶⁴. Il s'agit de la majorité utilisant son pouvoir pour altérer les statuts de la société de façon à les rendre tellement oppressifs envers la minorité qu'ils détruisent les droits de celle-ci. Les deux principales catégories de fraude envers la minorité sont les suivantes : d'abord l'approbation par la majorité de biens, argent ou avantages appartenant à la société, ensuite, la rupture de ses devoirs fiduciaires. Le premier test consiste donc à se demander si la fraude bénéficie à la société, et le second, à analyser s'il n'y a pas de discrimination. Dans tous les cas, un élément de malhonnêteté ou tout de moins d'inconvenance doit être présent. Nous pouvons citer un cas typique : l'arrêt *Brown v. Can-Erin Mines Ltd.*²⁶⁵.

Finalement, il existe l'exception relative aux majorités spéciales ainsi que l'atteinte aux droits personnels de l'actionnaire. Si la majorité profite de sa position pour modifier les règlements, détruisant ainsi les droits personnels des autres actionnaires et que ces modifications ne sont pas effectuées dans l'intérêt de la société, la cour interviendra.

1.2.2. La protection des actionnaires

1.2.2.1. Les recours ouverts à l'actionnaire minoritaire en droit canadien

La loi sur les sociétés commerciales canadiennes adopte une attitude très précise et aussi très particulière par rapport à la règle de la majorité. A son article 235.(1), elle enlève presque tout son impact à cette règle à l'encontre des recours qui sont accordés aux actionnaires :

²⁶⁴. "Or anything approaching that ", c'est ce que dit l'arrêt *Castello v. London General Omnibus Co Ltd* (1912), 107 LT 575

²⁶⁵. (1960), 25 D.L.R. (2d) 250.

"Les demandes, actions ou interventions visées à la présente Partie ne peuvent être suspendues ni rejetées pour le seul motif qu'il est prouvé que les actionnaires ont approuvé, ou peuvent approuver la prétendue inexécution d'obligations envers la société ou sa filiale..."

L'effet de cet article est de forcer les tribunaux à se détourner du principe de la ratification des actionnaires, pour les questions au mérite. Outre le recours de droit commun qui sera étudié dans le paragraphe sur le droit québécois, le législateur a tenté d'assurer aux minoritaires une protection plus efficace.

Il existe tout d'abord le recours pour oppression²⁶⁶, créé par l'article 234 de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes ou, dans le cas de compagnies provinciales, par des dispositions analogues des lois corporatives provinciales²⁶⁷. Cet article stipule que, sur requête d'un plaignant, le tribunal peut rendre une ordonnance pour redresser une situation qui, à son avis, abuse des droits des actionnaires, créanciers, administrateurs ou dirigeants, ou porte atteinte à leurs intérêts ou n'en tient pas compte :

- en raison du comportement de la société ;
- par la façon dont la société conduit ses affaires tant commerciales qu'internes, ou ;
- par la façon dont les administrateurs de la société exercent ou ont exercé leurs pouvoirs

Le pouvoir des tribunaux est largement étendu. Ainsi, la Cour suprême d'Ontario a rendu, le 8 novembre 1984, un jugement portant sur

²⁶⁶ Voir S. M. Beck, "Minority Shareholders' Rights" dans *Corporate Law in the 80s*, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, 1982, 311 à la p. 312 et s.

²⁶⁷ art 247 du *Business Corporations Act*, S.O. 1982, c 4

l'application de l'article 247 du *Business Corporations Act*²⁶⁸. Dans l'affaire *Bury v. Bell Gouinlock Limited*²⁶⁹, le tribunal a empêché une société d'exercer un pouvoir qu'elle possédait aux termes d'une convention valide entre actionnaires²⁷⁰, à la demande d'un actionnaire qui était lui-même partie à cette convention²⁷¹.

Le droit préventif le plus important que confère la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes aux actionnaires minoritaires est le droit de la dissidence prévu à l'article 184²⁷². Ce droit qui existe lorsque la société se propose de modifier ses statuts en vue d'ajouter, de modifier ou de supprimer les dispositions restreignant l'émission ou le transfert d'actions²⁷³, ou restreignant les entreprises que la société peut exploiter²⁷⁴, de fusionner avec une autre compagnie (autre qu'une filiale, compagnie mère ou affiliée)²⁷⁵, de continuer son existence sous une autre juridiction²⁷⁶ ou de vendre, louer ou échanger tous ou presque tous ses biens²⁷⁷, consiste à forcer la société à racheter les actions de

268. P. Martel, "Les conventions entre actionnaires et le "recours pour oppression" (1985) 45 *Revue du Barreau Québécois* 792.

269. Cour suprême d'Ontario, 8 novembre 1984, O.L.W. Full Text, no 410-013.

270. R. J. Hay et L. A. Smith, "The Unanimous Shareholder Agreement - a New Device for Shareholder Control" (1985) 10 *Canadian Business L. J.* 440

271. En interprétant le paragraphe 247(3)(c) du *Business Corporations Act*, qui correspond textuellement au paragraphe 234(3)(c) de la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, accordant au tribunal le pouvoir de rendre des ordonnances pour "réglementer les affaires internes de la société en modifiant les statuts ou les règlements ou en établissant ou en modifiant une convention unanime des actionnaires", la cour conclut que "Puisque la cour a reçu le pouvoir de modifier une convention entre actionnaires, il me semble que la cour doit aussi, en vertu de cet article, avoir reçu celui de fixer des limites à l'exercice d'un pouvoir conféré par une convention entre actionnaires, si la cour est d'opinion que l'exercice d'un tel pouvoir produit l'effet visé à l'article 247(2)".

272. L'article 184 du *Business Corporations Act*

273. art. 167(1) et 168(1) et (3) L.S.C.C.

274. art. 167.(1)(c) L.S.C.C.

275. art. 178 L.S.C.C.

276. art. 182 L.S.C.C.

277. art. 183.(2) L.S.C.C.

l'actionnaire, à leur "juste valeur"²⁷⁸. Ce droit offre une bonne protection pour les actionnaires minoritaires et la jurisprudence ne manque pas²⁷⁹. Le droit de dissidence permet, en définitive, aux actionnaires de se retirer de la société s'il se produit dans la structure de la société ou de son capital-actions des changements fondamentaux auxquels ils sont opposés, mais qu'ils ne peuvent empêcher à cause de leur participation trop faible.

Citons enfin l'action dérivée, dont nous parlerons lors de notre étude sur le droit québécois.

1.2.2.2. Les recours ouverts à l'actionnaire minoritaire en droit québécois

Les actionnaires minoritaires d'une société régie par la Loi sur les compagnies du Québec sont nettement moins bien protégés²⁸⁰ que leurs homologues bénéficiant des dispositions prévues par la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes. Une protection existe néanmoins et les droits des actionnaires peuvent être classés en trois catégories

1. Tout d'abord, il y a l'action personnelle qui peut être entreprise par l'actionnaire lorsque le droit contesté lui est personnel. Ce recours prendra la forme d'une injonction et il est ouvert pour toutes les exceptions à la règle dictée par l'arrêt *Foss v. Harbottle*. Cette action couvre le droit d'être traité également avec les autres actionnaires, de voter, d'être informé, de pouvoir participer aux assemblées d'actionnaires.

²⁷⁸ art 184(3) LSCC

²⁷⁹ *Re Wall & Redkap Corp* (1974), 50 D.L.R. (3d) 773 (B.C.S.C.) ; *Manitoba Securities Commission v. Versatile Cornal Corp.* (1979), 7 B.L.R. 38 (Man. Q.B.) ; *Jepson v. The Canadian Salt Co Ltd* (1979), 7 B.L.R. 181 (Alta S.C.) ; *Re Damglas Inc v. Jarislawsky* (1981), 13 B.L.R. 135 (Que S.C.)

²⁸⁰ P. Mayer, "Minority Shareholders in Québec" [mars 1987] *Business & The Law* 19

2. L'action dérivée²⁸¹ ("derivative action"), comparable à l'action oblique du Code civil, permet à un actionnaire de poursuivre au nom de la société, pour faire rétablir un tort causé à celle-ci. Cette action est une mesure exceptionnelle et son application est très réglementée.

Le demandeur entreprend donc une action au nom de la société qui devient en réalité la véritable demanderesse. Mais la jurisprudence exige que le poursuivant nominal représente également les autres actionnaires victimes de l'acte reproché.

L'arrêt *Lagacé v. Lagacé*²⁸² constitue une excellente illustration de cette action et pose les conditions que l'actionnaire doit remplir afin de pouvoir intenter une telle action. Le demandeur doit démontrer sa qualité d'actionnaire, le contrôle absolu de la société par les auteurs du préjudice et des irrégularités, le refus d'agir de la part de la compagnie et l'élément frauduleux ou l'équivalent des actes reprochés.

3. S'il n'y a pas dans la Loi sur les compagnies de disposition statutaire assurant une protection générale aux actionnaires minoritaires à l'instar de ce qui existe au niveau fédéral, ce dernier, opprimé par la majorité, peut à la limite en appeler à la Cour pour qu'elle ordonne la liquidation de la compagnie, en vertu de l'article 24 de la Loi sur la liquidation de la compagnie²⁸³ qui stipule :

281. Voir Beck, *supra*, note 258, également, Proulx, "L'action dérivée selon la Loi sur les corporations commerciales canadiennes" [1976] *Revue Générale de Droit* 207

282. Voir *supra*, note 264, d'autres arrêts québécois font également référence à l'action dérivée : *Lavergne v. Le Club de la Garnison du Québec* (1917), 51 C.S. 349 ; *Blitt v. The Congregation Ajudath Acham of Sherbrooke* (1926), 64 C.S. 303, *Gauthier v. Club Tableau Inc.* (1974), C.S. 283 ; *Crozier v. Paquin* (1975), C.S. 260

283. L.R.Q. c. L-4

"A la requête d'un actionnaire, la Cour supérieure peut ordonner la liquidation d'une compagnie lorsqu'elle est d'avis que, pour une raison autre que la faillite ou l'insolvabilité, il est juste et équitable que cette compagnie soit liquidée."

Non seulement ce recours est-il très aléatoire, et de plus si l'actionnaire demandant la liquidation est responsable du conflit, il y a beaucoup de chance pour que son action soit rejetée.

La situation des actionnaires minoritaires sous le droit québécois est donc bien précaire. Il apparaît urgent pour le législateur québécois d'adopter des dispositions analogues à celles de la loi fédérale. Mais dans le domaine corporatif, le législateur québécois semble souvent préférer la politique du "laisser-faire" ce qui, le plus souvent favorise la fraude et crée une situation de crainte et d'incertitude parmi les actionnaires québécois et décourage souvent les futurs actionnaires.

1.2.2.3. La protection des actionnaires en matière d'opérations d'initiés

Nous savons que les dirigeants peuvent être tentés d'utiliser des informations encore inconnues du public pour soit lancer une opération de LMBO à un moment donné soit offrir tel prix pour le titre sachant pertinemment qu'il ne correspond pas à la réalité.

Les différentes lois sur les opérations d'initiés ont justement été mises en place afin de limiter l'utilisation d'informations non connues du public. La publication par la société dans les meilleurs délais de tous faits importants susceptibles d'avoir une répercussion sur la valeur d'un titre est essentiel.

C'est ce souci d'obtenir l'information qui a inspiré les différentes législations provinciales²⁸⁴. La nouvelle loi québécoise de 1982²⁸⁵ est en grande partie modelée sur la loi ontarienne telle que modifiée, et les modifications de 1984 et 1987 subissent encore cette influence. La législation mise en place en ce qui concerne les offres publiques et qui peut s'appliquer pour les opérations de LMBO vise un triple but. En premier lieu, elle réglemente l'information reçue par les actionnaires pour leur permettre d'arriver à une décision éclairée. En second lieu, elle leur donne un temps de réflexion avant de rendre définitive leur décision de contracter. Finalement, la loi cherche à assurer dans l'ensemble de ces opérations un traitement équitable de tous les actionnaires.

Cet objectif est atteint par l'obligation imposée à l'initiateur de transmettre aux actionnaires une note d'information avec l'offre, et par celle imposée au conseil d'administration de la société visée d'envoyer obligatoirement à ses propres actionnaires une circulaire contenant une information réglementée. Ces contrôles sont assurés par l'intermédiaire des Commissions des valeurs mobilières²⁸⁶ sur le plan provincial. Le rôle et l'intérêt de ces commissions résident dans le fait qu'en tant qu'organisme de contrôle, elles imposent les normes requises pour une réalisation optimale des conditions suffisantes à un marché efficace de valeurs, et, qu'en tant qu'organismes gouvernementaux de surveillance, elles s'assurent du traitement équitable des divers agents économiques.

284. J. D. Courtright, *Securities Regulation of Take-over Bids in Canada*, Calgary, Carswell Legal Publications, 1985.

285. Loi sur les valeurs mobilières, L. Q. 1982, c. 48 ; L. R. Q. , c. V-1.1.

286. Définie à l'art. 276 de la L.V.M. , l'une des missions de la Commission est d'assurer la protection des épargnants contre les pratiques déloyales, abusives et frauduleuses.

Les pouvoirs d'enquête de la Commission du Québec sont définis par les art. 237 et s. de la Loi qui disposent entre autres que la Commission peut exiger la communication de tout document ou renseignement estimé utile à l'accomplissement de sa mission.

Du fait du caractère récent de la loi sur les opérations d'initiés au Québec, la jurisprudence est quasi-inexistante. Les lois²⁸⁷ exigent que les initiés d'une société ouverte ou d'un émetteur déposent des déclarations sur les opérations qu'ils ont effectuées sur les titres de la société. Nous retrouvons donc le même principe que celui posé aux Etats-Unis : "disclose or abstain".

La notion d'initiés telle que définie à l'art. 189 de la L.V.M. est très large et nous pouvons dire que toute personne qui dispose d'une information privilégiée, et qu'elle connaît comme telle, doit être considérée comme initié. Ainsi défini, l'initié sera tenu responsable de toutes les utilisations qu'il aura faites pour son propre avantage²⁸⁸.

Pour ce qui est des sanctions, elles peuvent être pénales et civiles. Au Québec les nouvelles dispositions prises en juin 1987 ont fortement augmenté les peines prévues pour les infractions commises à l'art. 187. Ainsi le montant maximal prévu par la loi est égal à 1 millions de dollars ou au quadruple du bénéfice réalisé.

Si ces différentes mesures présentent une protection intéressante pour l'actionnaire, l'efficacité de tels organes de contrôle ne peut atteindre la perfection en raison d'une part de la difficulté qu'il existe à clarifier clairement le type d'opérations qui peuvent et doivent être sanctionnées et

²⁸⁷ Lois sur les valeurs mobilières du Québec, de l'Ontario et des provinces de l'Ouest ainsi que la Loi sur les sociétés commerciales canadiennes.

²⁸⁸ art 187 et 188 de la L V M

d'autre part des problèmes rencontrés lors de la mise en place du contrôle en lui-même.

1.2.3. La protection des actionnaires lors d'une acquisition forcée d'actions

L'article 149²⁸⁹ de la Loi sur les compagnies, qui traite des offres d'acquisition d'actions, stipule que lorsqu'une offre d'acquisition d'actions a été acceptée par les détenteurs de 9/10 des actions, l'offrant peut forcer, sur avis à eux donné, les détenteurs des autres actions à lui vendre leurs actions. Cet article prévoit la requête d'un actionnaire dissident qui veut faire échec à cette acquisition forcée. De plus, il ne faut pas que le mécanisme d'acquisition forcée des actions des minoritaires soit utilisé par la majorité comme moyen de se débarrasser d'une minorité "encombrante"²⁹⁰

La loi fédérale prévoit, à l'article 199, un mécanisme détaillé d'acquisition forcée d'actions suite à une offre visant à la mainmise, offrant aux actionnaires dissidents le droit d'exiger et d'obtenir la "juste valeur"²⁹¹ de leurs actions.

Ces acquisitions forcées d'actions, que l'on retrouve très souvent dans une opération de LMBO, pose en effet un problème délicat, même si l'on constate aujourd'hui une plus grande prise en compte de la minorité et par

²⁸⁹ Loi sur les sociétés commerciales canadiennes, art 199 ; art 186 du *Business Corporations Act*.

²⁹⁰ *Esso Standard (Inter-America) Inc v J W Enterprises Inc* (1963), S.C.R. 144, 37 D.L.R. (2d) 598

²⁹¹ Cette notion de "juste valeur", n'est pas sans poser des problèmes d'interprétation, voir *supra*, p 56 et s., V Krishna, "Determining the "Fair Value" of Corporate Shares" (1987-1988) 13 Canadian Business L.J. 132. Cette notion de "juste prix" est régulièrement reprise en droit commercial dans les dispositions concernant la protection des actionnaires minoritaires

conséquent une meilleure protection²⁹². Ainsi dans l'arrêt *Re Hellenic & General Trust*²⁹³, la cour conclut que la minorité, en raison de ses intérêts économiques différents, constituait une classe séparée d'actionnaires leur donnant un droit de vote séparé et par conséquent la possibilité de s'opposer à la transaction. Cette approche fut suivie par la Commission des valeurs mobilières d'Ontario dans l'affaire *Cablecasting*²⁹⁴ où fut décidé que la majorité ne pouvait forcer la minorité à lui remettre ses actions à moins qu'une majorité de la minorité en ait décidé ainsi.

Cette approche de la Commission a été adoptée par le législateur ontarien²⁹⁵ qui en la matière va bien plus loin que tous ses autres homologues. Cette loi qui représente l'une des rares réglementations en matière de "going private transactions" repose sur le schéma suivant.

Elle contient une disposition qui impose que les actionnaires minoritaires et cela dans tous les types de "going private transactions" donnent leur accord à l'opération, le vote se faisant donc à la majorité de la minorité. Afin que ces derniers puissent prendre une décision dans les meilleures conditions possibles, il est procédé préalablement²⁹⁶ à une évaluation qui leurs sera transmise²⁹⁷. Il est certain que cette loi constitue une approche intéressante qui doit être positivement perçue par les actionnaires. Les lois de l'Ontario ont souvent été à la pointe pour ce qui

292 Voir Ontario Securities Commission Policy 9-1, 3 CCH Canadian Securities L. Report, para. 471-901.

293 (1975), 3 All E.R. 382 (Ch. D.), également, *Re Standard Manufacturing Co. and Baird* (1984), 5 D.L.R. (4th) 697 (Nfld. S.C.).

294 *Re Cablecasting Ltd* (1978), O.S.C. Bull. 37 (février).

295 Voir art. 189 du *Business Corporations Act*.

296 art. 189(4).

297 L'art. 189(3) dit en substance ceci: "The valuation must be made available to security holders upon request and a summary of it must be included in the management proxy circular sent to security holders in connection with the meeting called to approve the transaction."

est de la protection des minoritaires et la jurisprudence reflète cette tendance²⁹⁸.

En substance le problème provient que toutes ces transactions ont leurs propres particularités et qu'il est par conséquent difficile d'établir des mesures d'une efficacité à toutes épreuves pouvant à la fois répondre à l'attente des actionnaires tout en ne constituant pas un frein au développement industriel.

Une solution possible peut être perçue dans non pas un vote de la majorité de la minorité mais dans une plus grande participation des actionnaires dans le processus. Comme il l'a été suggéré²⁹⁹, les actionnaires en tant que piliers de la société devraient pouvoir donner leurs approbations à de tels projets et non plus seulement se trouver devant le fait accompli. Ce dispositif repose bien sûr sur une information la plus complète possible.

Si peu d'arrêts concernent directement les opérations de LMBO, il y en a un qui nous intéresse tout particulièrement : *Imperial Trust Company and Taylor Assets (Dominion) Ltd. v. Canbra Foods Ltd.*³⁰⁰. En l'espèce, les dirigeants de la société Canbra se proposait d'acheter les actions nécessaires afin de compléter la transaction visant au rachat de la société. Pour ce faire, ils eurent recours à l'art. 186 de la Loi sur les sociétés commerciales de l'Alberta afin d'obtenir du tribunal l'autorisation pour l'acquisition forcée des actions restantes. Cet accord permet en principe à

²⁹⁸ *Carlton Realty Co Ltd v Maple Leaf Mills Ltd* (1978), 4 B.L.R. 300 (Ont. H.C.), *Alexander v Westeel-Rosco Ltd* (1978), 4 B.L.R. 313 (Ont. H.C.) Voir aussi D.J. Lange, "Freeze Out Amalgamations: the Federal and Ontario Positions" (1979) 27 Chitty's L.J. 217., Beck, *supra*, note 266 à la p. 321 et s.

²⁹⁹ Voir Bebchuk, *supra*, note 93.

³⁰⁰ (1987) 78 Alta.R. 267 (Alta.Q.B.) Voir A.J. Hudec, "Directors' Conduct in Management Buy-outs" [août 1987] *Business & The Law* 60.

des actionnaires majoritaires mais qui sont dans l'impossibilité pratique de réunir les 90 % nécessaires, d'obliger les actionnaires minoritaires de leur vendre leurs actions. La cour refusa d'approuver le plan d'acquisition en raison du manque d'information donné aux actionnaires³⁰¹.

Il ressort de cet arrêt, que lors d'une opération de LMBO utilisant l'acquisition forcée, les dirigeants doivent s'assurer que l'ensemble de la transaction a été conduite de manière à garantir aux actionnaires minoritaires le traitement le plus équitable.

Il est indéniable que ces dispositions contribuent considérablement à améliorer le sort des actionnaires minoritaires, la jurisprudence est là pour le prouver. Toutefois, il ne faut pas oublier qu'ils demeurent toujours minoritaires et doivent en supporter les inconvénients. S'il faut les protéger, d'un autre côté, on ne peut pas non plus leur accorder le contrôle de la société

Quoiqu'il en soit et étant donné que toutes ces transactions tournent le plus souvent autour de la question épineuse du traitement des actionnaires au regard des gains dont peuvent bénéficier les dirigeants, pourquoi alors ne pas en faire profiter également les actionnaires ?

Ainsi, la recapitalisation qui aboutit à des effets semblables au LMBO (maintien en place de l'équipe dirigeante, substitution de dette aux fonds propres) permet à l'actionnaire de participer, s'il le désire, aux fruits de l'opération sous la forme d'un retour sur action. Il reçoit ainsi une somme importante (sous forme de dividende exceptionnel) un peu inférieure

³⁰¹ Le juge en relevant entre autres que : "The fairness opinion was prepared by a consultant hired by the majority and no attempt was made to retain a further consultant representing the minority" conclut ainsi "The fact is shareholders are entitled to full, fair and plain disclosure [.] In my view Canbra Management did not give full, fair and plain disclosure Accordingly I refuse to approve the plan of Arrangement".

à celle qu'il aurait touchée en cas de LMBO. Mais il a la faculté de conserver une action, spéculative puisque liée aux résultats de la restructuration financière et au succès de la recapitalisation.

Le procédé de la recapitalisation, choquant au regard des normes traditionnelles d'analyse financière, peut être alors considéré -dans un univers qui joue pleinement l'effet de levier- comme plus protecteur des intérêts de l'actionnaire que le LMBO.

Chapitre II. Perspectives

2.1. Développement des fusions - acquisitions

La volatilité de la conjoncture actuelle contribue à accélérer le nombre des fusions et acquisitions. Nous savons que le nombre record de transactions lancées en 1988 peut s'expliquer par la baisse des prix des actions et par l'importance des sociétés prêtes à se désaisir de divisions non rentables. Mais il faut aussi préparer l'avenir qui peut être l'ouverture vers de nouveaux marchés avec l'accord de libre-échange entre le Canada et les Etats-Unis, à l'instar de ce qui va se passer en Europe dès 1992. Les privatisations³⁰², à l'exemple des mesures prises en Grande-Bretagne peuvent offrir une excellente opportunité à des employés désireux de participer au rachat de l'entreprise.

³⁰². On entend ici, le retour d'une entreprise nationalisée vers le secteur public.

2.1.1. L'ouverture des frontières

Les impératifs de croissance, de modernisation et de compétitivité liés à l'apparition de nouveaux marchés sont autant d'éléments favorables, motivants et utiles pour des opérations de cession et de transmissions d'entreprises (et donc pour des opérations de LMBO).

2.1.1.1. L'accord de libre-échange entre le Canada et les Etats-Unis

Le 4 octobre 1987, les gouvernements du Canada et des Etats-Unis se sont entendus en principe sur les éléments à incorporer à un accord de libre-échange. Le texte légal de l'accord a été déposé à la Chambre des Communes le 11 décembre 1987 et signé par le Premier Ministre le 2 janvier 1988³⁰³. Cet accord³⁰⁴, le plus important du genre jamais conclu entre les deux pays, porte sur les échanges et les questions connexes. La plus grande priorité a été accordée à la recherche de moyens mutuellement acceptables de réduire et d'éliminer les obstacles commerciaux existants de façon à maintenir et à faciliter les courants des échanges et des investissements.

Cet accord, du point de vue des opportunités possibles pour un développement des LMBO, est intéressant à plus d'un titre.

Tout d'abord et comme nous le savons, la finalité ultime du libre-échange, la justification principale de toute cette opération, est de convertir les producteurs canadiens à une mentalité de marché de 255

³⁰³ Il devrait entrer en vigueur après son adoption par le Sénat canadien, à moins que ce dernier, à majorité libérale, ne le bloque comme il en a l'intention.

³⁰⁴ Tiré des brochures "Accord de libre-échange entre le Canada et les Etats-Unis : synopsis", publiée par le Département des Affaires Extérieures du Canada, ainsi que : "Accord de libre-échange entre le Canada et les Etats-Unis - Une évaluation économique", publiée par le Ministère des Finances du Canada

millions de consommateurs à accès garanti³⁰⁵. En effet, l'entrepreneur responsable ne peut pas commodément fixer la taille de ses investissements s'il ne peut pas compter sur des débouchés stables ou en expansion. Ainsi de nombreuses sociétés canadiennes et américaines ont lourdement investi aux Etats-Unis pour les unes, au Canada pour les autres³⁰⁶. Ces sociétés n'auraient pas eu à effectuer ces mouvements stratégiques s'il y avait eu le libre-échange. De par cet accord, la politique de nombreux groupes devrait se trouver modifiée et dans un but de rentabilité, nous pourrions assister à certains désengagements financiers de la part de ces groupes. Ne s'ouvre-t-il pas alors un véritable marché pour quelques dirigeants désireux de prendre le contrôle de la société dans laquelle ils travaillent ?

De plus les barrières commerciales faussent les décisions de production. La libéralisation du commerce, en revanche, permet aux entreprises de se spécialiser dans la production des biens pour lesquels ils jouissent d'un avantage comparé. Ainsi, prenons l'exemple d'une société américaine qui a créé une filiale au Canada afin de se plier aux nombreuses barrières établies par le Canada telles que restrictions quantitatives, normes techniques. L'existence de cette filiale de par l'accord de libre-échange ne devrait plus avoir de raison d'être. En effet, le Canada et les Etats-Unis sont convenus³⁰⁷ d'éviter de recourir à de trop nombreuses mesures normatives telles que spécifications et règlements.

³⁰⁵ B. Landry, *Commerce sans frontières, Québec/Amérique* à la p 68 et s

³⁰⁶ "Many Canadian Subsidiaries of Foreign Corporations Are Seeking New Canadian Acquisitions" *Canadian Banker*, *supra*, note 86 à la p 24

³⁰⁷ Voir dans l'accord: Chapitre 6 - Obstacles techniques

Le plus surprenant, est que cette question en tant que telle, n'ait jamais été abordée lors des différents débats sur le libre-échange.³⁰⁸

Quoiqu'il en soit les intéressés doivent se préparer à de tels bouleversements. Ceci doit se traduire au niveau des entreprises par un regain d'investissements pour disposer d'un outil de production compétitif et par un accroissement des fusions - acquisitions afin de se mesurer aux grands groupes américains. Cet accord constitue sans nul doute un facteur stimulant pour les entreprises canadiennes, à l'instar de l'exemple européen.

2.1.1.2. L'exemple européen

À la veille de 1992, l'Europe ne peut éluder une discussion de fond sur la nécessité ou non des fusions et acquisitions transfrontalières pour le développement de l'intégration économique. À elles seules, les acquisitions dans le secteur financier européen atteignaient une valeur globale de 17 milliards d'écus en 1986³⁰⁹.

Lors du Conseil Européen tenu à Milan en juin 1985³¹⁰, les chefs d'Etat et de Gouvernement des pays de la Communauté Européenne (CEE) ont décidé, sur la proposition du Président de la Commission, M. Delors, de faire franchir à la construction de l'Europe une nouvelle étape avec la réalisation en 1992 d'un grand marché unifié³¹¹ en matière d'échanges de services et de mouvements de capitaux.

³⁰⁸ C'est ce qu'il ressort d'un entretien que l'auteur a eu avec le professeur Armand de Mestral de l'Université McGill.

³⁰⁹ "Le développement des fusions et acquisitions : causes et conséquences" *La Correspondance Économique* (quotidien français d'informations économiques et sociales) (2 mai 1988).

³¹⁰ Le texte final fut élaboré lors de la réunion du Conseil en décembre 1985, mais ratifié par les douze membres en février 1987 seulement. Il entra en vigueur le 1^{er} juillet 1987.

³¹¹ H.-J. Glaesner, "L'Acte Unique Européen" [1986] *Revue du Marché Commun* 307.

L'objectif est désormais celui de la libre prestation des services trans-frontières, c'est-à-dire la faculté offerte à tout intermédiaire financier établi en Europe d'offrir directement ses prestations partout ailleurs dans la CEE, sans être nécessairement établi dans le pays où il offre ses prestations et sans être régi par d'autres règles et d'autres autorités de contrôle que celle de son pays d'origine. L'objectif économique ultime est d'atteindre une croissance européenne plus élevée, avec comme moyen l'intégration économique et financière.

La démarche proposée par le Président de la Commission³¹² pour atteindre ces objectifs repose sur trois éléments complémentaires les uns aux autres

- il faut aller le plus rapidement possible vers une liberté complète des mouvements de capitaux en Europe, c'est-à-dire vers l'abolition de toutes les mesures qui restreignent aujourd'hui les flux de capitaux ;

- d'autre part, il faut assurer la libre circulation de services trans-frontières ,

- enfin, même si ce n'est qu'un préalable, il faut rechercher une harmonisation minimale des réglementations applicables aux professions concernées, des règles de contrôle qui s'appliqueront aux établissements financiers ou aux produits qu'ils distribuent. La fiscalité sera adaptée pour assurer la protection des consommateurs ainsi que l'égalité des conditions de la concurrence

La France se prépare activement à cette échéance en accélérant l'ouverture de l'économie sur l'extérieur et en renforçant son système financier. Ceci se traduit au niveau des entreprises par un regain

³¹². Voir "The Delors Plan for Implementing the Single European Act" (1987) 24 Common Market L. Rev. 139

d'investissements afin d'avoir un outil de production compétitif et de fusions-acquisitions afin de se mesurer aux grands groupes européens. Ainsi un mouvement de restructuration des frontières du capital des entreprises françaises se dessine clairement : l'échéance de 1992 constitue sans nul doute un facteur stimulant pour les entreprises françaises. D'une manière générale il ne faut néanmoins sous-estimer les problèmes liés à la libre circulation de la main d'œuvre active et à l'harmonisation fiscale.

Les points importants ayant une influence directe sur le marché de la transmission-vente des entreprises sont les suivants .

- la circulation de capitaux : la libération des mouvements de capitaux au niveau européen n'avait connu, jusqu'en 1986, qu'une mise en œuvre partielle. Les directives de 1960 et 1962 libéraient les opérations en capital et les opérations d'acquisitions de titres négociés en Bourse. Une autre série de mouvements de capitaux³¹³ n'a fait l'objet que d'une libéralisation conditionnelle. Le Livre Blanc a marqué une nouvelle impulsion.

Première phase, la directive adoptée par le Conseil en novembre 1986. Elle étend l'obligation de libération inconditionnelle à trois catégories de capitaux : les crédits commerciaux à long terme, les transactions sur titres et les émissions étrangères sur les marchés nationaux.

Seconde phase, la proposition de directive d'octobre 1987 qui élargit l'obligation de libération aux opérations suivantes : achat d'actions ou d'obligations qui ne sont pas admises en Bourse, achats de parts

³¹³ Emission de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger et, inversement, opérations sur titres non cotés et crédits financiers à moyen terme et long terme.

d'organismes de placements collectifs encore soumis à des restrictions, prêts et crédits non liés à des échanges de biens et de services, investissements en titres à court terme, opérations en compte courant et de dépôts bancaires. Une clause de sauvegarde est prévue en cas de mouvements de capitaux à court terme spéculateurs.

Cette directive adoptée, il sera possible à toute entreprise d'investir, de placer, de prêter et d'emprunter en tout point de la Communauté.

- la concurrence : la politique de concurrence s'ordonne autour de deux axes : le contrôle des Etats (particulièrement des aides nationales) et le contrôle des entreprises (entente sur les prix ou la distribution, fusions conduisant à des positions dominantes...). Juridiquement, rien ne change avec 1992 : les règles de la concurrence sont définies depuis le Traité de Rome³¹⁴. Mais l'environnement économique, lui, a évolué, entraînant de nécessaires ajustements. Ainsi, les "accords d'importance mineure" permettent aux PME de déroger aux règles générales³¹⁵. Par ailleurs, le Conseil a approuvé le principe d'un contrôle à priori des fusions. Ce contrôle serait limité aux opérations de dimension européenne (présomption de 20 % de part de marché) pour des entreprises dont le chiffre d'affaires serait supérieur à 1 milliard d'écus. Si les trois-quarts des capitaux des sociétés impliquées sont aux mains de ressortissants d'un même Etat, la fusion ne relèvera pas du contrôle. Un système de dérogations et de notifications

³¹⁴ art 85 et 86.

³¹⁵ Ces accords ne seront considérés comme anti-concurrentiels que si la part de marché européen des entreprises concernées n'excède pas 5 % et si le chiffre d'affaires total ne dépasse pas un montant de 200 millions d'écus.

préalables accompagnera ce dispositif. Pour l'instant, le Parlement Européen bloque le texte³¹⁶.

- le droit des sociétés : jusqu'ici, l'action de la Commission s'est cantonnée à l'harmonisation du régime des sociétés commerciales en matière de publicité, de constitution, de restructuration et de comptabilité. Beaucoup plus ambitieux : le projet de société anonyme européenne

Retenons à ce stade que la mise en place de toutes ces mesures pour l'édification concrète de l'Europe de 1992 va permettre d'accroître considérablement les opérations de rachat, de reprise et, par delà, de LMBO³¹⁷

Le respect de la législation antitrust qui existe aux Etats-Unis et qui pourrait être mise en place en Europe peut également amener à céder des actifs pour éviter la constitution de position dominante dans une zone géographique ou un segment de produit.

Les entrepreneurs canadiens doivent aussi profiter de l'ouverture de ce grand marché européen

2.1.2. Les privatisations

Lors des vagues de privatisations réalisées ou en cours³¹⁸, nous pouvons constater une participation des salariés au côté de leurs dirigeants, surtout quand les actifs sont importants. Cette excellente

³¹⁶ Le motif donné est l'absence de disposition sur la participation des salariés

³¹⁷ Voir "An Impressive Team in Buy-outs" *Euramoney*, *supra*, note 30 à la p 11. Dans cet article, M. Samuel, associé au département Mergers & Acquisitions du Crédit Agricole Londres nous dit "La déréglementation de 1992 doit être accueillie favorablement car elle ouvre une nouvelle porte vers des transactions transfrontalières"

³¹⁸ Si la France a connu sa période de privatisation entre 1986 et 1987, il faut se référer ici à l'exemple anglais où certaines sociétés anciennement étatiques sont devenues par le truchement d'un LMBO, la propriété des dirigeants

solution précédera une entrée peut-être trop brutale sur le marché boursier³¹⁹.

Ainsi de nombreuses sociétés ou filiales de sociétés publiques sont devenues privées par l'entremise d'un LMBO³²⁰. De plus, les discussions ont été nombreuses sur la possibilité d'un LMBO pour des sociétés aussi prestigieuses que British Airways, Rolls Royce, Jaguar. Dernier rachat en date, la société British Transport Advertising³²¹, filiale de British Rail, a surtout été marqué par son peu de publicité : "In marked contrast to the hullabaloo surrounding the flotation of Rolls Royce, British Airways and BAA, British Transport Advertising slipped almost unnoticed into the private sector, BTA's shares were not offered to the public at all, but were bought up by eight senior manager and a consortium of institutional investors". Selon le centre de recherche en MBO de l'Université de Nottingham, en 1986 environ 2 % des opérations en Grande-Bretagne proviennent des privatisations.

Nous ne pouvons négliger cet aspect au Canada même si la part du secteur nationalisé est ici moindre qu'elle ne l'est dans d'autres pays européens

Ainsi, nous pouvons citer la privatisation décidée par le Premier Ministre de la Colombie Britannique de certains services publics³²² dont de nombreux laboratoires pour un montant de 3 milliards de dollars avec pour être éligible à ce programme, la nécessité que l'équipe qui décide d'acheter, comporte au moins la moitié des employés. Les adversaires

319. Voir J. Coyne et M. Wright, "Staff Buy-outs and the Privatisation of Nationalised Industries", Université de Nottingham, Centre de recherche en MBO

320 On peut citer, National Freight Consortium, British Vicalc (ancienne filiale de British Steel), Tyne Ship Repairers (ancienne filiale de British Shipbuilders)

321 "Wall Removed" *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p 4

322 "Private Lives" *Financial Times of Canada* (28 mars 1988) 18

politiques du Premier Ministre appuyés en cela par certains syndicats, fulminent. Les bénéficiaires restent néanmoins enthousiastes et voici comment l'un d'eux juge ses nouvelles responsabilités :

"In the private sector you have to fight for every inch and work very hard. In the government, we also worked hard because we were under the gun all the time, but they wouldn't allow us to work weekends or overtime. Now we will have to do these things. We will work harder but it will be for ourselves and we will share the profits. Every step is a challenge"

De même, la compagnie d'aviation Nordair fut vendue en 1984 à un groupe comprenant entre autres une société d'investissement et les employés

2.2. Le LMBO, une opportunité à saisir et à promouvoir

Notre exposé sur les expériences étrangères a révélé deux approches différentes, l'une libérale l'autre dirigiste

En inventant une version française du LMBO, le gouvernement français avait, on le rappelle, pour objectif de distribuer massivement le capital et de favoriser la participation des salariés au capital de leur entreprise³²³. Ainsi aucun salarié n'a le droit de posséder, à lui seul, plus de 50 % du capital mais le personnel doit détenir la majorité des voix. En contrepartie d'avantages fiscaux étourdissants, crédit d'impôt remboursable égal au

³²³. Il est à cet égard intéressant de noter que le RES de 1984 avait été institué par un texte qui traitait également des sociétés coopératives ouvrières de production, du livret d'épargne-entreprise et des fonds salariaux et que la réforme de 1987 prend place dans une loi qui retouche le régime des stock-options et des augmentations de capital réservées aux salariés

montant des frais financiers engagés par la holding, déduction des revenus imposables du montant des intérêts payés par les personnes physiques. Chaque dossier était soumis à un agrément. La nouvelle loi de 1987 apporta une réforme du RES en tentant de "dépolitiser" le texte initial. Un certain souffle de libéralisme devient perceptible. Avec la réduction des facilités fiscales accordées aux particuliers, le passage devant la commission d'agrément est supprimé. La vraie normalisation découle du vote de la loi de finances pour 1988. Cette disposition en étendant le bénéfice de l'intégration fiscale à toutes les holdings qui détiennent 95 % d'une filiale, aligne la France sur la plupart des autres pays industrialisés. En d'autres termes, il est possible aujourd'hui d'acquérir une société et de régler son montant grâce aux bénéfices qu'elle réalisera ou en la vendant par pièces détachées, comme aux Etats-Unis.

Cette rétrospective du LMBO en France permet de constater une évolution très nette. D'une réglementation très poussée, la législation est aujourd'hui plus souple et ceci afin de répondre à l'attente des praticiens. Malheureusement de trop importantes contraintes subsistent pour faire du RES un outil parfait. Les spécialistes l'ont très vite compris d'où une utilisation de plus en plus fréquente des possibilités offertes par la loi de finances de 1988. Le recours à ce sérieux concurrent du RES tend à démontrer qu'un cadre trop contraignant ne convient pas aux opérations de LMBO qui demandent confidentialité, rapidité de la décision, puis du montage juridique, financier et boursier.

La version française du LMBO est-elle inadaptée, ou est-ce le contexte qui convient mal à cette formule ? Nous pouvons voir trois raisons du succès rencontré par les anglo-saxons : l'environnement favorable à la transmission, la structure financière des entreprises rachetées, qui est

saine, et les mécanismes juridiques et fiscaux qui n'entraînent pas de surcoût lorsque l'on a recours à ces techniques plutôt qu'à une vente classique

Quels que soient les avantages accordés par une loi fiscale aux opérations de LMBO, il ne faut pas oublier que celles-ci sont d'abord des opérations à dominantes économiques et financières et que l'avenir de ces opérations ne passe pas nécessairement par les avantages fiscaux considérables. Il faut donc trouver un montage financier propice à ce genre de transaction.

Cette technique originale et récente est encore méconnue par une majorité d'industriels canadiens qui seraient, précisément, susceptibles d'être intéressés. Nous avons établi que l'environnement canadien se prêtait bien aux opérations de LMBO. La nouvelle donne économique et financière, associée à la croissance constante du nombre des fonds³²⁴ prêts à être investis dans les acquisitions par endettement devrait modifier le paysage canadien des fusions et acquisitions et les professionnels s'y préparent³²⁵.

Une disponibilité grandissante de capitaux et sa concentration dans les mains d'institutions financières va permettre à cette technique de connaître une popularité croissante. Il reste un travail important à faire en matière d'information et de communication auprès des intéressés potentiels. Cette démarche de promotion pourrait être utilement appuyée par quelques LMBO retentissants.

³²⁴ Voir "Une trentaine de fonds au Canada s'intéressent aux acquisitions par endettement", *Les Affaires* (27 août 1988) 59 (cahier spécial sur le financement des entreprises); également, "Changes Help Venture Capital Garden Grow" *The Financial Post* (été 1988) 196; "Fund Will Help Managers Buy Own Firms" *The Globe & Mail* (29 mai 1987) 4.

³²⁵ Preuve en est, la conférence organisée par "Insight", sur les stratégies juridiques et financières pour les fusions et acquisitions, dont un débat tout particulier sur les rachats de sociétés par effet de levier, qui a eu lieu à Montréal le 5 octobre 1988.

Il ne faut pas attendre des pouvoirs publics un cadre particulier, à l'instar de ce qui a été fait en France. La balle est dans le camp des dirigeants dont la mentalité doit être imaginative pour saisir pleinement le potentiel de telles transactions

CONCLUSION

Si une opération de LMBO reste simple dans son principe, le montage est lui, de plus en plus sophistiqué. De telles restructurations ne représentent pas la panacée et ne s'appliquent pas à toutes les entreprises. Mais de nombreux facteurs sont aujourd'hui réunis permettant à ces opérations de connaître une croissance constante. Une étude approfondie reste nécessaire et les dirigeants ne doivent pas se lancer à la légère.

Dans la configuration idéale, le LMBO permet aux dirigeants d'entreprise de passer du statut de simples gérants à celui de propriétaires. Mais, pour mener à bien une telle opération et afin d'affronter dans les meilleures conditions des années d'endettement, il faut avoir les reins solides

Le LMBO joue un rôle important dans les mécanismes de transmission d'entreprises et permet d'éviter de retomber dans le système tant critiqué de "conglomération de l'économie". Le gigantisme de certaines opérations ne doit pas faire oublier que la grande majorité des LMBO porte sur des affaires de taille modeste. Ayant connu un développement considérable, surtout aux Etats-Unis, il est à présent largement reconnu par les investisseurs institutionnels

L'expérience a démontré qu'il pouvait être intéressant pour l'ensemble des acteurs. La possibilité pour l'équipe qui met en place l'opération de devenir propriétaire d'une entreprise sans disposer nécessairement d'un patrimoine ou de sommes d'argent très importantes est un facteur non négligeable. Pour les banques, il constitue une nouvelle source de placement dont les revenus sont extrêmement importants. Les

sommes mises à disposition pour ces opérations ont de ce fait fortement augmenté au risque d'entraîner une surenchère dangereuse.

Enfin, le LMBO, grâce à une motivation accrue des cadres dirigeants par le biais de l'intéressement au capital, permet à des affaires de prendre un nouveau départ. Le principal ressort du succès réside dans la participation plus importante des nouveaux dirigeants qui deviennent propriétaires des fruits de leur savoir-faire. Ainsi, il est important de noter que le taux d'échec pour les acquisitions par endettement est bien moindre que pour les autres types d'investissements dans le domaine du capital risque.

Un sérieux problème subsiste, qui est celui de la position des actionnaires lors de telles transactions. Si jusqu'ici, la question a été soulevée essentiellement aux Etats-Unis en raison de l'importance des opérations, le législateur doit prendre les dispositions qui s'imposent sans se laisser gagner par une fièvre protectionniste. Ces mesures doivent être orientées autour de deux axes. Tout d'abord les actionnaires doivent pouvoir jouer un rôle plus important dans le processus de décision. Cette participation nécessite d'une part une information la plus complète possible et d'autre part la mise en place d'un mécanisme leur permettant d'approuver la transaction. Puis, les actionnaires devraient dans la mesure du possible participer aux fruits de l'opération sous la forme d'un retour sur action.

L'aventure des LMBO coïncide avec la grande période de croissance économique. Jim Burke, l'un des responsables de Merrill Lynch Capital Partners affirme : "Les LMBO sont désormais une composante importante du paysage financier de nombreux pays industriels ou le deviendra de plus en

plus"³²⁶. Aux Etats-Unis, 50 % des cessions sont réalisées grâce à ce système, et la Grande-Bretagne est incontestablement en Europe la nouvelle patrie du LMBO. Au Canada, la formule devrait connaître une forte expansion, tous les ingrédients y sont réunis. Les Français sont sur le continent européen, les premiers avocats de la formule. Ils dépassent depuis peu les cadres hollandais³²⁷ (repreneurs de filiales de groupes américains). Les allemands, en revanche, sont loin d'être aussi séduits même si l'idée fait son chemin³²⁸.

Toutes les grandes banques américaines ont investi en masse dans ces opérations. Ce qui fait dire à certains que, après l'effondrement du prix du pétrole, la crise provoquée par l'endettement des pays du tiers monde, le LMBO risque de constituer un autre sinistre majeur. Ce risque, les banques d'investissement le connaissent bien.

Aujourd'hui ces opérations ont le vent en poupe. Mais le problème essentiel n'est-il pas surtout que la plupart de ces "deals" relèvent uniquement de l'ingénierie financière et n'ont que peu de fondements économiques et industriels ?

La recession économique qui pointe à l'horizon pourrait être l'épreuve du feu.

³²⁶ "Le LMBO a l'épreuve du feu" *Les Echos*, *supra*, note 68 à la p. 8

³²⁷ "The Nether lands - Managers Take the Initiative" *Financial Times of London*, *supra*, note 26 à la p. 10

³²⁸ "West Germany - Scene Is Not Yet Crowded" *Financial Times of London*, *supra*, note 2 à la p. 9

BIBLIOGRAPHIE

LIVRES

- Ades , *Entreprise cherche repreneur*, Paris, Aubier, 1986
- Berger P. et Latxague J-A , *La Transmission des entreprises*, Levallois, Paris, Nouvelles Editions Fiduciaires, 1982
- Bergeron C et Théberge J , *Sociétés de placements dans l'entreprise québécoise*, 2e éd , Montréal, Yvon Blais, 1988
- Bertrandon J , *Rachat d'entreprise par les salariés - LMBO*, 1re éd , Paris J. Delmas, 1987
- Blasi J R , *Employee Ownership Revolution or Ripoff*, Ballinger, 1987
- Borden A M , *Going Private*, N Y , Law Journal Seminars- Press, 1987
- Courtright J D. , *Securities Regulation of Take-over Bids in Canada*, Calgary, Carswell Legal Publications, 1985
- Delfosse A , *Holdings et reprise d'entreprise*, Paris, Edition d'Organisation, 1988
- Diamond S C , *Leveraged Buyouts*, Homewood, Ill , Dow Jones-Irwin, 1985
- Dubreucq R , *La transmission d'entreprises*, Paris, Atol, 1986
- Gilson R. J , *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, Mineola, N Y , Fondation Press, 1986
- Hadden T , Forbes R E et Simmonds R L , *Canadian Business Organizations Law*, Toronto, Butterworths, 1984

- Klein W. A. et Coffee J. C. Jr. , *Business Organization and Finance : legal and economics principles*,
2e éd, Mineola, N. Y., Foundation Press, 1986.
- Kozmetsky G., Gill M. D. et Smilor R. W. , *Financing and Managing Fast-growth Companies : the Venture Capital Process*,
Lexington, Mass., Lexington Books, 1985.
- Lee M. M. , *ESOPs in the 1980s*, N. Y., American Management Association,
1985
- Leib, *Le retrait volontaire de la cotation boursière dans le droit des États-Unis (Going Private)*, Paris I, 1985.
- Martel M. , *La Compagnie au Québec . les aspects juridiques*, Montréal,
Thelème, 1985
- Mc Quillan P. E. et Kennedy D. , *Understanding Venture Capital and the Government Incentives for Venturing*,
Don Mills, Ont , CCH Canadian, 1987
- Miner R. B. , *Current Issues in Canadian Business Law* , Toronto, Carswell,
1986
- Morin D. B. et Chippindale W. , *Acquisitions and Mergers in Canada*, 2e éd.,
Agincourt, Ont , Metruen, 1977.
- Scharf C. A., Shea E. E. et Beck G. C. , *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts and Takeovers*, 3e éd, Englewood
Cliffs, N. J., Prentice-Hall, 1985
- Wright M. et Coyne J. , *Management Buy-outs*, London, Croom Helm, 1985.
- *Corporate Law in the 80s, Special Lectures of the Law Society of Upper Canada*, Don Mills, Ont , De Boo, 1982

ARTICLESEtats-Unis

Bebchuk L. A , "Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers"
(1985) 98 Harvard L. Rev. 1693.

Berger C et Allingham T J. , "A New Light on Cash-out Mergers · *Weinberger Eclipses Singer* "
(1983) 39 Bus Law 1.

Booth R A , "Management Buyouts, Shareholder Welfare, and the Limits of Fiduciary Duty"
(1985) 60 New York University L. Rev. 630

Borden A M , "Going Private - Old Tort, New Tort or No Tort"
(1974) 49 New York University L Rev 987

Bradley M. et Rosenzweig M. , "Defensive Stock Repurchases"
(1986) 99 Harvard L Rev 1377

Brudney V. , "A Note on Going Private"
(1975) 61 Virginia L Rev. 1019

"Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations"
(1983) 71 California L Rev 1072

Brudney V et Chirelstein M A , "A Restatement of Corporate Freezeouts"
(1978) 87 Yale L J 1354

"Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers"
(1974) 88 Harvard L. Rev 297.

- Coffee J C Jr , "Shareholders Versus Managers : the Strain in the Corporate Web"
(1986) 85 Michigan L. Rev 1.
- "Regulating the Market for Corporate Control : a Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance"
(1984) 84 Columbia L Rev 1145
- De Angelo H , De Angelo L et Rice E M , "Going Private : Minority Freezeouts and Stockholder Wealth"
(1984) 27 Journal of Law & Econ 367.
- Easterbrook F H et Fischel D R , "The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer"
(1981) 94 Harvard L Rev 1161.
- "Corporate Control Transactions"
(1982) 91 Yale L J. 698.
- Gilson R J , "A Structural Approach to Corporations : the Case Against Defensive Tactics in Tender Offer"
(1981) 33 Stanford L Rev 819
- Gilson R J et Kraakman R H , "The Mechanisms of Market Efficiency"
(1984) 70 Virginia L Rev 549
- Herzel L et Colling D. E. , "Establishing Procedural Fairness in Squeeze-out Mergers After *Weinberger v UOP, Inc*"
(1984) 39 Bus Law 1525
- Horwood R M , "The ABCs of ESOP/LBOs - Past, Present and Future"
(1986) 13 Journal of Corporate Taxation 233.

- Jensen M. , "Takeovers : Folklore and Science"
(novembre-décembre 1984) 62 Harvard Business Rev. 109
- Kaplan S. R , "Corporate Morality and Management Buyouts"
(1984) 41 Washington and Lee L Rev 1015.
- Kraakman R , "Taking Discounts Seriously the Implications of "Discounted"
Share Prices as an Acquisition Motive"
(1988) 88 Columbia L Rev 891
- Lehn K., Blackwell D. W et Marr W , "The Economics of Leveraged
Takeovers"
(1987) 65 Washington University L Quarterly 163.
- Levin W R , "The False Promise of Worker Capitalism Congress and the
Leveraged Employee Stock Ownership Plan"
(1985) 95 Yale L J 148
- Lipton M. , "Takeover Bids in the Target's Boardroom"
(1979) 35 Bus Law 101
- Lowenstein L , "Management Buyouts"
(1985) 85 Columbia L Rev 730
- "Pruning Deadwood in Hostile Takeovers : a Proposal for
Legislation"
(1983) 83 Columbia L Rev 249
- Matheson J H et Norberg J R , "Hostile Share Acquisitions and Corporate
Governance a Framework for Evaluating
Antitakeover Activities"
(1986) 47 University of Pittsburgh L Rev 407

- Osterle D A , "Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers · a Reply to the Passivity Thesis"
(1985) 71 Cornell L. Rev 53
- Oesterle D A et Norberg J R , "Management Buyouts · Creating or Appropriating Shareholder Wealth?"
(1988) 41 Vanderbilt L Rev. 207
- Schwartz G J , "Regulation of Leveraged Buyouts to Protect the Public Shareholder and Enhance the Corporate Image"
(1986) 35 Catholic University L Rev 489
- Torres W R , "Minority Shareholder Protection in Leveraged Buyouts"
(1986)13 Securities Regulation L J 356
- Van Dyke T W , "An Overview of Management Leveraged Buyouts"
(octobre 1985)10 Al1 Aba Course Materials Journal 7
- Weiss E J , "The Law of Take Out Mergers : a Historical Perspective"
(1981) 56 New York University L Rev 624
- "Guidelines on Going Private"
(1981) 37 Bus Law 313.

Canada

- Anisman P , "Majority-Minority Relations in Canadian Corporation Law an Overview"
(1986-1987) 12 Canadian Business L. J. 473 .
- Axworthy C S , "Corporation Law as If Some People Mattered"
(1986) 36 University of Toronto L J 392

- Beck S. M. , "The Shareholders' Derivative Action"
(1974) 52 Revue du Barreau Canadien 159
- Bernstein J. , "Sale of Businesses to Employees . the Leveraged Buy-out"
[1985] Corporate Management Tax Conference 116
- Glover G. C. Jr. et Schwartz A. M. , "Going Private In Canada"
(1978) 3 Canadian Business L. J. 3
- Hay R. J. et Smith L. A. , "The Unanimous Shareholder Agreement a New
Device for Shareholder Control"
(1985) 10 Canadian Business L. J. 440
- Hudec A. J. , "Directors' Conduct in Management Buy-outs"
[août 1987] Business & The Law 60
- Krishna V. , "Determining the "Fair Value" of Corporate Shares"
(1987-1988) 13 Canadian Business L. J. 132
- Lacroix D. , "Les regimes d'épargne-actions · nouvelles orientations au
Québec, premiers pas dans l'ouest"
(1987) 35 Revue Fiscale Canadienne 50.
- Lange D. J. , "Freeze Out Amalgamations the Federal and Ontario
Positions"
(1979) 27 Chitty's L. J. 217
- Martel P. , "Les conventions entre actionnaires et le "recours pour
oppression"
(1985) 45 Revue du Barreau Québécois 792
- Mayer P. , "Minority Shareholders in Quebec"
[mars 1987] Business & The Law 19

Proulx R. , "L'action dérivée selon la Loi sur les corporations commerciales canadiennes"
[1976] Revue Générale de Droit 207

France

Bézar et Chaput , "La Commission des opérations de bourse et la protection des actionnaires minoritaires dans les groupes de société"
[1982] Revue des Sociétés 488

Couret A , "La reprise par les salariés des entreprises prospères"
[1985] Droit Social 458

Divers

- "Assassinat et euthanasie des entreprises ou les procédures juridiques de leur transmission"
(1984) 6 J C P (E) 1

- "Le Rachat d'entreprise par les salariés"
Lamy Fiscal 1988, étude B, mars 1988.

Royaume-Uni

Biegala M , "Le cadre juridique et fiscal du "Management Buy Out" en Grande Bretagne"
(1984) 6 J.C.P (E) 24

Lumsden C G M , "Financial Assistance Problems in Management Buy-outs"
[mars 1987] Journal of Business Law 111.

Divers

Glaesner H.-J. , "L'Acte Unique Européen"
[1986] Revue du Marché Commun 307.

Remus J. , "La participation financière des salariés. Essai de
classification et grandes orientations"
(janvier-février 1983) 122 Revue Internationale du Travail 1.

- "The Delors Plan for Implementing the Single European Act"
(1987) 24 Common Market L. Rev. 139.