

Dirigeants

CAHIER SPÉCIAL DROIT & PATRIMOINE

INTÉRESSEMENT

À chacun son package



TABLE RONDE

Quelles structurations possibles pour sécuriser son management package?

DÉBAT

Entretien avec Olivier de Fontenay

Propos recueillis
par Ondine
Delaunay,
Anne
Portmann et
Lucy Letellier
Photographies
Mark Davies

Dirigeants : à chacun son package

LA CRISE FINANCIÈRE EST UN TRÈS LOINTAIN SOUVENIR. LE PRIVATE EQUITY A RETROUVÉ SES PLUS HAUTS NIVEAUX. LES FONDS ONT DE NOMBREUSES LIQUIDITÉS À INVESTIR ET LE MOT LBO FAIT DE MOINS EN MOINS PEUR AUX DIRIGEANTS. EST-CE POUR AUTANT UN LONG FLEUVE TRANQUILLE ? CAR LES RAPPORTS DE FORCE ENTRE MANAGERS ET SPONSORS SONT PERSISTANTS ET L'ADMINISTRATION FISCALE CONTINUE, PLUS QUE JAMAIS, DE VEILLER AU GRAIN. QUELLES STRUCTURATIONS SONT POSSIBLES POUR SÉCURISER LE MANAGEMENT ?

De gauche à droite, assis : Caroline Lan, avocat associé, Mayer Brown ; Éric Neuplanche, président fondateur, Capital Croissance ; Bruno Roqueplo, dirigeant-repreneur, MB-Entreprendre. Debouts : Éric Dejoie, président, MBO Partenaires ; Carole Degonse, avocat associé, McDermott Will & Emery ; Pierre-Olivier Bernard, associé fondateur, Opleo avocats ; Pierre Decré, directeur associé, Parquest Capital.



CAHIER SPÉCIAL DIRIGEANTS • N°4 • AVRIL 2018

Qui détient le pouvoir : manager ou investisseur ?

Éric Neuplanche : Le pouvoir a changé de main. Les managers sont dorénavant informés et conseillés, dans le large cap comme dans le small cap. Il y a quelques années, les management packages étaient loin d'être la règle dans les opérations small cap. Aujourd'hui, ils sont mentionnés très tôt dans les discussions, parfois même avant le projet d'entreprise. Le pouvoir est donc davantage dans les mains des managers depuis plusieurs années et

cette tendance s'est très clairement renforcée depuis 18-24 mois. D'ailleurs, les management packages sont dorénavant également utilisés par les industriels dans les opérations de M & A. Carole Degonse : Effectivement, s'ils ne sont pas encore très nombreux, les industriels commencent à utiliser les outils existants pour concurrencer les fonds d'investissement. Ils s'assurent également de maintenir ainsi l'équipe de management en place.

Éric Neuplanche : Nous avons cédé, il y a quelques mois, une entreprise à un industriel et ce dernier a très rapidement mis en place un management package.

Bruno Roqueplo : J'ai pour ma part l'exemple d'un vendeur qui a mis en place un management package pour pouvoir s'assurer de la fidélité du management et ainsi vendre dans de bonnes conditions.

Quels sont les critères de négociation du management package ?

Éric Dejoie : Un projet d'acquisition s'appréhende dans la capacité à organiser une convergence d'intérêt sur un projet stratégique et à le traduire en termes de montage. Le rôle de l'investisseur était, lorsque l'argent était encore rare, d'allouer les ressources aux meilleurs projets et aux meilleurs talents. Aujourd'hui, les ressources financières sont abondantes et l'argent ne sert donc plus à sélectionner les meilleurs projets. Il y a de nombreuses liquidités dans le private equity mais également dans les autres classes d'actifs car les banques centrales l'ont déversé à flots. Le curseur a donc changé de place, il n'y a plus de pénurie d'argent mais des projets de qualité et de talents pour les mener. La création de valeur étant directement corrélée au potentiel des hommes qui conduisent les projets et à leur capacité à incarner et exécuter une stratégie, le défi de l'investisseur est non seulement d'attirer ces talents et de les motiver, mais aussi de les identifier et de créer les meilleures conditions pour exécuter la bonne stratégie. Si managers et investisseurs peuvent se retrouver sur un projet, les conditions d'un pacte d'associés clair ne sont pas si faciles à réunir. Au final, si le manager est clé dans le succès d'une opération, le montage bien qu'important reste secondaire et le management package n'est qu'un élément de négociation parmi beaucoup d'autres. Ne perdons d'ailleurs pas de vue qu'un bon manager

est souvent aussi un bon négociateur. Choisir un fonds sur le seul critère du management package se résumerait à faire un choix trop simple, traduisant un contresens sur les priorités. Un bon manager choisira le fonds d'abord en fonction du projet et de la qualité de l'accompagnement tout simplement parce que ce sont ces paramètres qui vont déterminer le potentiel de création de valeur avant même de discuter de l'éventuel partage de celle-ci.

Caroline Lan : Les cibles de qualité sont effectivement très convoitées compte tenu de la forte concurrence à l'achat. Ce contexte favorable aux vendeurs entraîne une hausse des prix mais aussi une forte pression sur les acquéreurs pour aligner le package financier proposé aux équipes de management sur les pratiques de marché. S'il est parfois plus facile de trouver un accord sur le partage de la création de valeur en sortie, les garanties et engagements pris par le

partenaire financier pour permettre au management de mener à bien le projet d'entreprise sont déterminants. C'est pourquoi l'issue des négociations sur les sujets comme la structuration de l'opération, notamment les termes du financement, le niveau de liberté laissée aux équipes de management dans la gestion du groupe et le degré de concertation sur certaines décisions stratégiques (build-up, refinancement, calendrier de sortie et conduite du processus de vente, etc.) sera l'élément de différenciation.

“ Les management packages sont dorénavant également utilisés par les industriels dans les opérations de M & A. ”

Éric Neuplanche, président fondateur, Capital Croissance





EN CHIFFRES

32 entreprises du SBF120 (soit 27 %) ont réalisé au moins une augmentation de capital ou une cession d'actions réservées aux

salariés. Ceci représente une hausse (en nombre d'entreprises) de +23 % par rapport à 2015;

Parmi les opérations pour lesquelles l'information est

disponible, 68 % utilisent des Fonds Communs de Placement d'Entreprise (FCPE) classiques, 19 % des FCPE classiques et à effet de levier et 13 % utilisent des formules à effet de

levier uniquement (utilisées surtout dans le NEXT80 en 2016);

Les opérations couvrent de plus en plus de salariés: 92,6 % en 2016 contre 81,4 % en 2012.

Bruno Roqueplo: La négociation peut effectivement faire bouger énormément les lignes initiales mais l'affinage du plan d'action à mener, le nombre et le niveau de difficultés sont également des critères de négociation pour le package.

Carole Degonse: Tout dépend également du type d'opération en question. Dans des LBO primaires, les dirigeants n'ayant pas participé à ce type de montage suivent en quelque sorte le mouvement. Lors d'opérations large cap, les enjeux financiers, de développement, de fiscalité sont plus conséquents et le management est souvent plus expérimenté sur les questions de package. La discussion avec le fonds n'est donc plus du tout de la même nature et le curseur n'est pas nécessairement placé au même endroit que dans un LBO primaire.

Bruno Roqueplo: Dans le cadre de nos échanges au sein du réseau MB Entreprendre, qui comprend une quarantaine d'entrepreneurs, nous nous

rendons compte que les management packages sont fortement discutés et même au-delà du plan d'action.

Pierre-Olivier Bernard: Avant la crise, les managers négociaient avant tout leur courbe de rétrocession. Post-crise, le projet d'entreprise est revenu au cœur de la discussion. Bien sûr le management package reste un point essentiel dans la négociation, mais il s'inscrit au regard du projet d'entreprise et de gouvernance. La capacité du partenaire financier à accompagner l'entreprise est primordiale. Les managers se demandent également aujourd'hui s'ils sont protégés. Que faire en cas de dilution, s'il y a un apport de new money? Face à la concurrence exacerbée notamment par l'arrivée de nouveaux acquéreurs sur le marché (fonds de dettes, family offices), les managers sont en position de force pour choisir le partenaire le plus adapté à leur projet d'entreprise. Les industriels eux-mêmes proposent aujourd'hui des packages pour se positionner face aux fonds d'investissement, en raison également de la volatilité du capital humain au centre de la création de valeur et plus particulièrement dans un certain nombre de secteurs innovants où il est un enjeu capital. Les acquéreurs étrangers ont également intégré cette donnée.

Éric Dejoie: La crise a mis en évidence une tendance au dévoiement des missions fondamentales des différentes parties dans la mesure où certaines pratiques avaient exacerbé l'alignement des intérêts entre les actionnaires et

les dirigeants au détriment des intérêts des autres parties prenantes de l'entreprise.

Éric Neuplanche: Tout dépend de la nature du LBO: primaire, secondaire... Dans les LBO secondaires ou tertiaires, le management package prend une proportion plus importante dans les négociations.

Éric Dejoie: La négociation existe aujourd'hui et elle peut être âpre, mais d'autres éléments sont dorénavant pris en compte tels que la pérennité du projet d'entreprise et ceci peut passer en partie par la prise en compte de la dimension RSE. Cette dernière, qui était un concept marketing il y a cinq ans, est aujourd'hui considérée à raison comme un marqueur de pérennité et de croissance durable des entreprises. Ces éléments immatériels interviennent aussi dans l'appréciation de ce qu'est un bon manager.

Bruno Roqueplo: Un management package dépend effectivement du LBO, qu'il soit primaire ou secondaire mais il dépend également de la situation



“ La négociation existe aujourd'hui et elle peut être âpre, mais d'autres éléments sont dorénavant pris en compte tels que la pérennité du projet d'entreprise et ceci peut passer en partie par la prise en compte de la dimension RSE. ”

Éric Dejoie, président,
MBO Partenaires

○ Près de **8 entreprises sur 10** (77 %) du SBF120 ont proposé **un abondement** (57 % sous forme d'attribution d'**actions gratuites**, 43 % en **espèce**)

○ **94 % des entreprises ayant réalisé des opérations d'actionnariat salarié ont proposé une décote** aux salariés bénéficiaires dont le **taux**

moyen était **de 18 %** ;
○ **53 % des entreprises** ont proposé la **souscription via un FCPE seulement** (47 % via un **FCPE et en direct**) ;

○ **76,3 % des entreprises françaises cotées** ont des **plans d'actionnariat pour l'ensemble de leurs salariés** contre une **moyenne européenne de 47 %** ;

○ **35,8 % des salariés sont actionnaires** contre **22 % en Europe** (taux de démocratisation) ;
○ Les **salariés** (non dirigeants) détiennent

4 % du capital contre **1,6 % en Europe**.

dans laquelle se trouve l'entreprise : un management package dans une situation de turnaround n'a rien en commun avec un management package dans une entreprise en situation de fonctionnement normal.

Éric Neuplanche : Il y a deux types de management packages : ceux qui sont voulus par l'investisseur financier correspondant à une logique de « people business » car les managers sont les seuls « actifs » de l'entreprise, et ceux

qui sont subis car le marché est très concurrentiel et qu'il est donc nécessaire de s'aligner sur les conditions de marché. Mais au final, les investisseurs sont plus souvent dans la situation de proposer plutôt que de subir.

Quelle évolution sur la fiscalité des instruments ?

Bruno Roqueplo : La fiscalité a restreint la palette d'outils.

Caroline Lan : La fiscalité a en effet depuis plusieurs années fortement influencé le choix des outils utilisés pour la mise en œuvre de l'investissement du management et a largement contribué à en complexifier la structuration.

Éric Neuplanche : La palette d'outils pour constituer les management packages s'est considérablement réduite : nous structurons les management packages entre des AO et des ADP, des OC dilutives ou relatives. On voit tout type d'instruments : des entreprises avec des BSPCE de moins de 10 ans, d'autres avec des actions gratuites mises en place lorsque la fenêtre de tir était opportune. Néanmoins, les BSA ont disparu depuis quelques années. **Caroline Lan** : Les BSA reviendront peut-être grâce à l'instauration de la flat tax (prélèvement forfaitaire unique au taux de 30 % sur les revenus mobiliers et les plus-values de cession de titres, quelle que soit leur durée de détention) par exemple dans les situations où l'on ne souhaite pas permettre un accès direct au capital de certains investisseurs ou pour les groupes cotés parfois réticents à utiliser les actions de préférence.

Carole Degonse : Les actions gratuites sont également fréquemment utilisées. Les BSPCE le sont à nouveau alors qu'ils ne l'étaient plus du tout et aujourd'hui, sur certaines opérations, ils sont à nouveau mis en place car le contexte a été assoupli.

Pierre Decré : Pour notre part, nous utilisons énormément les ADP qui sont un instrument très flexible.

Pierre-Olivier Bernard : Les grands mécanismes qui existaient auparavant sont toujours utilisés aujourd'hui. Tout d'abord le ratchet, mécanisme de relation, peu importe comment il est structuré juridiquement, BSA ou ADP. L'ADP permettait de bénéficier des abattements pour durée de détention, contrairement aux BSA depuis 2012. Mais les BSA pourraient être remis au goût du jour grâce à la flat tax, bien qu'alternative, notamment pour les petits montants, pour lesquels il est parfois plus intéressant d'opter pour l'ancien régime avec l'application des abattements pour durée de détention. Depuis 2014, les instruments de ratchet ne sont pas éligibles au PEA. D'autres mécanismes notamment de sweet equity peuvent être utilisés pour assurer la relation, mais tout dépend de la structure d'equity et de certaines

contraintes techniques. Sur le plan fiscal, la flat tax redonne un intérêt aux tentatives de requalification en traitements et salaires hors PEA. Les requalifications en traitement et salaires des management packages avaient des conséquences différentes suivant qu'ils étaient en PEA (abus de droit) ou hors PEA. Le fait d'être en progressivité de l'impôt, même avec des abattements pour durée de détention hors PEA, rendait moins opportun pour l'administration fiscale de venir requalifier. Au contraire, le PEA restait un vrai enjeu et focalisait donc la



“ Un management package dans une situation de turnaround n'a rien en commun avec un management package dans une entreprise en situation de fonctionnement normal. ”

Bruno Roqueplo, dirigeant-repreneur, MB-Entreprendre

majorité des contrôles. Avec la flat tax, on retrouve aussi une opportunité de requalification, même si le différentiel n'est pas extraordinaire entre la flat tax et les traitements et salaires.

Pierre Decré: La flat tax apporte une clarification dans le paysage qui est la bienvenue.

Caroline Lan: Chaque outil correspond à un profil d'investissement distinct (rang, rémunération notamment). La flat tax permet un traitement fiscal égalitaire de ces outils et en conséquence, devrait permettre, à l'avenir, de ne plus choisir un outil uniquement en raison des contraintes fiscales et d'avoir un réel alignement entre les caractéristiques juridiques des outils utilisés et l'accord économique des parties.

Carole Degonse: Les industriels peuvent également proposer plusieurs outils d'intéressement. Mais se pose la problématique de la liquidité à terme, donc les instruments sont un peu différents. Ils favorisent plus les mécanismes d'actions gratuites, avec des actions gratuites de préférence basées sur des critères de performance, plutôt que du ratchet. Leur optique est en effet essentiellement de sécuriser le management. Le paradoxe du système est que les actions gratuites sont par essence gratuites mais tellement encadrées fiscalement qu'elles deviennent moins risquées que les instruments que l'on achète. Souvent, les industriels peuvent par ailleurs demander aux managers de réinvestir dans l'opération. C'est alors une option qui passe par un investissement pari passu avec des actions de préférence.



Caroline Lan: Dans le cas des sorties LBO par IPO, et compte tenu des pratiques distinctes du monde des sociétés cotées, il n'est pas possible d'appliquer à l'identique les structurations des management packages. L'objectif des plans dits « post-IPO » mis en place dans ce contexte spécifique n'est plus de partager la création de valeur avec un financier dans un horizon de sortie donné mais plutôt de mettre en place un mécanisme d'incentive long terme afin de garder les talents et d'en attirer de nouveaux pour être compétitif dans un contexte où la société devient plus visible. Dans cette optique, les groupes cotés font réaliser des études de benchmark de rémunération, incluant ce que l'on appelle la rémunération long terme, structurée parfois sous forme d'actions gratuites de performances. Ces benchmarks sont importants et il est crucial d'y apporter toute l'attention requise pour calibrer au mieux le plan post-IPO compte tenu des spécificités du groupe concerné.

Bruno Roqueplo: Il s'agit plus de rémunérations additionnelles en fonction d'objectifs et de résultats. C'est moins un concept d'equity et de partenaires capitalistiques.

Caroline Lan: Les conditions de perfor-

mance auxquelles ces plans d'incentive sont soumis sont en outre plus variées: le cours de bourse bien sûr, des objectifs d'Ebitda ou autres agrégats financiers de référence de l'entreprise, le cas échéant comparés à la performance de pairs côtés ou d'indices boursiers.

Pierre Decré: À l'époque, nos montages favorisaient l'investissement des managers uniquement en AO quand nous faisions du sweet equity. Désormais, dans le cas de LBO secondaires, nous proposons aux managers de réinvestir pour partie avec une casquette de financier et une partie avec une casquette de manager, et donc avec une proportion d'OC ou de preferred shares, et une partie uniquement en AO. L'aspect marketing intéressant est que le multiple réalisé par le manager sur son package en relatif du multiple du financier va se faire sur une base plus petite et donc selon des multiples facialement plus importants que sur leur réinvestissement global. En outre, si le deal ne fonctionne pas aussi bien que prévu, les managers sont assurés de rester dans la monnaie pour une partie de leur investissement et donc leur réinvestissement est mieux protégé. L'administration fiscale a du mal à comprendre que le sweet est une rétrocession uniquement si le deal fonctionne. Si ce n'est pas le cas, c'est la douche froide immédiate du fait du rendement prioritaire des OC.

Pierre-Olivier Bernard: L'administration fiscale n'intervient que lorsque le deal a fonctionné. Elle dissocie le pari passu de la partie purement rétrocession. Il faut justifier la différence de multiple par une prise de risque financière. Le sweet equity est extrêmement risqué dans les bas TRI ou les bas multiples.

Quel est le niveau d'élargissement des cercles ?

Éric Neuplanche: Nous sommes partisans d'élargir le plus possible l'intéressement aux salariés. Les mécanismes de fonds commun de placement (FCPE) sont lourds à mettre en place, donc ils s'adressent plus à une taille d'entreprise

significative. Tout dépend également de l'activité de l'entreprise. Par exemple, dans le cadre d'un réseau de retail, il est souvent utile d'intéresser les responsables de magasins. Dès lors, le cercle d'intéressement est rapidement élargi.



“ La cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 6 juillet 2017, a appliqué les cotisations sociales sur un package en le considérant comme du salaire. ”

Carole Degonse, avocat associé, McDermott Will & Emery

Bruno Roqueplo : De même dans les établissements avec des usines. Les responsables sont souvent incentivés. **Carole Degonse :** L'élargissement des cercles de managers intéressés est souvent demandé.

Pierre Decré : Les fonds conservent également une réserve pour les managers qui rejoindraient le groupe par la suite. C'est un moyen efficace d'attirer les talents.

Éric Dejoie : Cette réserve est également utile dans une perspective dynamique pour associer des talents qui pourraient émerger.

Caroline Lan : Le sujet de la réserve est important pour le management présent au closing de l'opération, afin de conserver une place pour les postes clés qui pourront être recrutés. Les modalités de structuration de la réserve, de portage, d'attribution et de valorisation de cette réserve sont souvent un sujet d'âpre négociation avec le sponsor. Pour les salariés, c'est en effet une bonne pratique de leur permettre un accès au capital, via un FCPE notamment, sachant toutefois que le calendrier de mise en place pourra être décalé compte tenu du temps et des équipes devant être mobilisés pour conduire ce chantier.

Pierre Decré : Cette réserve est néanmoins compliquée à conserver sur la durée du fait de la prise de valeur de l'opération.

Bruno Roqueplo : La difficulté tient également pour les managers qui entrent dans la société après l'organisation du package. Comment les incorporer au même titre que ceux qui faisaient partie du LBO au départ?

Pierre Decré : Si leur arrivée intervient peu de temps après le LBO, ce n'est pas compliqué. Mais le temps joue contre l'intérêt des nouveaux entrants.

Bruno Roqueplo : Pour les managers qui entreraient deux à trois ans plus tard, il faut créer des nouveaux titres, ce qui implique des difficultés au niveau de la valorisation.

Pierre Decré : Dans le cas des LBO successifs, il existe aussi une inégalité de traitement entre les managers du premier LBO et ceux des suivants. C'est là que notre proposition de faire intervenir le manager en partie comme investisseur et en partie comme salarié est intéressante.

Éric Neuplanche : Par ailleurs, dans certains de nos deals primaires, le dirigeant qui réalise un cash-out important ne participe pas à la partie rétrocession du management package mais, au contraire, participe à la rétrocession de sa future plus-value avec l'investisseur financier au profit de ces cadres qui n'ont pu mettre que 10000 ou 20000 euros; ceci dans une perspective de transmission de l'en-

treprise à ses cadres, dans l'idée de leur permettre de monter petit à petit au capital. Le management package n'est pas l'apanage de l'investisseur financier. Il peut aussi être un outil utilisé par le dirigeant fondateur pour transmettre petit à petit l'entreprise à ses cadres.

Caroline Lan : Dans le cadre d'un LBO tertiaire, les managers qui ont accumulé un patrimoine assez important investi dans l'entreprise privilégient parfois des outils plus sécuritaires et avec moins de leviers car il demeure toujours une incertitude sur la position de l'administration fiscale sur la qualification des gains réalisés, même lorsque l'investissement a été structuré en suivant les règles de l'art.



Les contrôles de l'administration fiscale s'élargissent-ils ?

Pierre-Olivier Bernard : L'administration fiscale a changé sa position depuis 2012. Avant cette date, elle requalifiait les LBO primaires car les mécanismes de ratchet impliquaient des leviers très importants pour une mise de fonds considérée comme faible. Le réinvestissement dans le cadre du second LBO n'était ensuite pas requalifié puisqu'il s'agissait d'une dynamique d'investisseur capitalistique. Cette approche a changé. J'ai même vu un même LBO se faire redresser deux fois de suite! Aussi est-il fondamental d'anticiper

les mécanismes mis en place pour répondre aux changements de fiscalité. L'administration peut parfaitement prendre le contre-pied de ce qu'elle disait auparavant. Il y a environ 10 ans de décalage entre la jurisprudence et les pratiques mises en place. Tout le travail aujourd'hui est d'anticiper les grands raisonnements de l'administration de demain. Il n'y a rien de pire que de monter des management packages qui ne pourront pas être défendus. Quel que soit le mécanisme mis en place, il est susceptible d'être requa-



“ L'administration fiscale n'intervient que lorsque le deal a fonctionné. Elle dissocie le pari passu de la partie purement rétrocession. ”

Pierre-Olivier Bernard, associé fondateur, Opleo avocats

lifié, c'est une position assez dogmatique. Mais celui qui est bien fait, c'est celui qui va permettre au manager de se défendre dans ses discussions avec l'administration.

Carole Degonse : La cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 6 juillet 2017, a appliqué les cotisations sociales sur un package en le considérant comme du salaire. À ma connaissance, un pourvoi en cassation a été formé. Cet arrêt n'est pas une véritable surprise pour les professionnels qui s'attendaient à ce que l'administration s'attaque aux cotisations sociales. Elle commence également à s'intéresser aux obligations qu'il faut valoriser pour justifier du taux retenu. Mais ce qui est plus surprenant, c'est que la cour applique des cotisations sur un package alors qu'il y avait prise de risque. Par ailleurs, au regard du Code de la sécurité sociale qui calcule les cotisations sur les périodes au titre desquelles les revenus sont attribués, on peut se demander dans quelle mesure cet arrêt peut être généralisé aux managers sortis et qui touchent leur produit de cession à un moment où ils n'ont plus de lien de travail avec le groupe.

Pierre-Olivier Bernard : Le fondement juridique de cet arrêt est en effet très contestable. Dans les faits, une poignée de managers ont vu leur package requalifié alors qu'ils avaient payé une somme assez importante pour l'acquisition de leur BSA. C'est sur la plus-value réalisée que la base imposable aux cotisations a été appréciée, ce qui est tout de même assez discutable. D'autant plus qu'il n'y a aucun débat sur le risque financier

pris. Ce n'est pas non plus conforme à la façon dont l'administration fiscale apprécie les management packages aujourd'hui. D'un point de vue légal, pendant longtemps les Urssaf relevaient de l'ordre administratif. Elles étaient donc soumises à la jurisprudence du Conseil d'État qui aurait dû se rapprocher de la position de l'administration sur la fiscalité des management packages. Or depuis quelques années, le contentieux des Urssaf a basculé devant l'ordre judiciaire qui est en train de débiter son raisonnement. Le risque est donc d'avoir des jurisprudences dissonantes entre les deux ordres de juridiction.

Carole Degonse : Dans quelques dossiers, on remarque que l'administration fiscale étend son contrôle à la déductibilité des intérêts des OC, à la gouvernance c'est-à-dire à la façon dont le deal a été structuré. Est-ce que le taux des obligations est un vrai taux de marché ? Est-ce que la gouvernance permet de déduire les intérêts ? Où est le centre de décisions ? Quand les acquéreurs sont en dehors de l'Union européenne, il faut faire attention à la façon dont est structurée l'opération.

Caroline Lan : Il faut en effet être vigilant également sur la structuration des outils souscrits par le sponsor afin de s'assurer qu'il y a une cohérence entre la nature de l'instrument (dette, capital) et ses caractéristiques. En fonction du rang de chaque instrument, il doit y avoir en face une juste rémunération. C'est le même raisonnement que pour les outils souscrits par les managers, à la différence près que l'enjeu fiscal est des plus importants puisqu'il porte sur la déductibilité des intérêts par la holding de reprise et la remise en



cause potentielle de la structuration fiscale de l'opération.

Pierre Decré : C'est dommage que l'administration fiscale n'ait pas sécurisé un schéma d'investissement des managers dans les LBO, comme pour les financiers qui ont un schéma désormais bien établi. Notre carried interest porte une prise de risque qui représente au minimum 1 % des fonds que l'on gère. Il est fiscalisé comme du capital alors que les multiples peuvent être similaires à un management package. Et comme pour les management packages, il y a un lien avec le travail car le carried n'est ouvert qu'aux salariés de la société de gestion.

Éric Neuplanche : Je crois que France Invest a d'ailleurs réfléchi à structurer les management packages.

Pierre-Olivier Bernard : Le fisc a tenté de contrecarrer le carried plutôt que de structurer le management package ! Il y a eu tout un débat devant l'administration. D'ailleurs le carried interest a été revu en 2009. Dans les discussions avec la Direction nationale de la vérification des situations fiscales (DNVSF), l'agacement de l'administration sur la question du carried est palpable. Il faut donc faire preuve de vigilance.



Le niveau de valorisation de la société emporte-t-il un risque pour le manager ?

Éric Neuplanche : Certains managers peuvent demander désormais que leur nominal soit protégé compte tenu des multiples. C'est devenu un élément de négociation du management package, que l'on ne voyait pas avant 2009. Les managers veulent que l'on protège leur investissement au regard du risque

pris sur la valorisation. C'est un sujet délicat fiscalement.

90 % de nos opérations sont des LBO primaires dans lesquels les managers prennent un vrai risque en investissant de l'argent. Et compte tenu de la valorisation, certains demandent comment leur investissement sera protégé.

“ En fonction du rang de chaque instrument, il doit y avoir en face une juste rémunération. ”

Caroline Lan, avocat associé, Mayer Brown



Caroline Lan : Malheureusement, la réponse fiscale est sans appel lorsqu'il est question de protéger un investissement. On ne peut pas avoir à la fois un potentiel de réalisation de gains importants et de l'autre côté une sécurité de l'investissement initial. L'équilibre entre les profils de risque et de gain est évidemment crucial.

Éric Neuplanche : Le sweet equity est idéal quand le deal fonctionne. Mais quand ce n'est pas le cas et que les TRI sont dans les zones basses, c'est-à-dire en dessous des 10 %, le management est effectivement à risque sur sa mise.

Carole Degonse : Les montants de valorisation sont délirants aujourd'hui. Il faut pouvoir délivrer le business plan. Pour les équipes de management, le prix payé à l'entrée n'est pas neutre. Si la dette n'est pas chère, le système fonctionne. Si elle est trop élevée, je suis plus dubitative. En même temps, cette tension est dénoncée depuis des années, mais le système fonctionne toujours.

Bruno Roqueplo : Je partage votre opinion. Les multiples envisagés impliquent des plans difficiles à respecter pour que le deal tienne et

que les managers soient intéressés. Finalement, les leçons de la crise n'ont pas été tirées. On est repartis sur les mêmes excès.

Éric Dejoie : Le phénomène marquant des dernières années, ce n'est pas tant les valorisations élevées que l'écart qui se creuse entre ceux qui ont la bonne stratégie et savent la mettre en œuvre et les autres. Il y a des gagnants et des perdants. C'est plus discriminant qu'il y a 10 ans.

Bruno Roqueplo : Les multiples seraient la conséquence des écarts qui se creusent.

Éric Dejoie : Oui. Par exemple, à l'échelle mondiale, les GAFAs ont constitué des quasi-monopoles. À côté, il y a toute une série d'acteurs qui se battent pour avoir les morceaux qui restent. À l'échelle microéconomique, les écarts de performance entre les différents acteurs d'un même secteur sont aussi très importants. La question est donc de savoir si l'on fait le bon pari. Et la valorisation traduit une « espérance » de surperformance de l'entreprise considérée. Cette situation crée une pression forte sur le succès de la transformation.

Pierre Decré : Les fonds de grande taille souhaitent aujourd'hui délivrer une performance à 10 % de TRI net à leurs investisseurs, mais avec peu de risque. Ils sélectionnent donc des entreprises solides sur le marché et qui seront sans surprise. Ils les payent très cher, mais c'est la performance qui sera la variable d'ajustement plus que la croissance du business. Compte tenu des taux qui sont bas, le rendement pour l'investisseur reste en relatif très intéressant. Pour moi, le risque de remontée des taux, ce n'est pas tellement le renchérissement de la dette du LBO, mais surtout ce spread de rendement pour les investisseurs in fine. Si les taux remontent, alors les TRI doivent remonter pour maintenir la prime de risque et donc les multiples baisser. Cela devient une mécanique de marché obligataire.

Éric Dejoie : Je suis d'accord. D'ailleurs, le CAC 40 compte quelques gagnants mais le nombre de grands groupes qui n'ont pas créé de valeur depuis 20 ans est important. Sans parler de ceux qui en ont détruit ! Si les acteurs du private equity avaient les performances du CAC 40, honnêtement on ne lèverait pas beaucoup de fonds. Le niveau d'exigence qu'il y a sur le private equity est beaucoup plus élevé. La question du levier trop haut vient bien après celle liée à la transformation du business model des entreprises percutées dans leur cœur de métier par des modèles innovants. Pourquoi Vivarte a-t-il été un échec ? Parce que le business model de ce groupe était à bout de souffle ! Sans dette, le groupe aurait connu de grosses difficultés au même titre que Solocal qui mène une transition très difficile de son modèle historique vers le numérique.

Bruno Roqueplo : Le risque des entreprises s'est également accru du fait de la digitalisation. Même dans des métiers de base, l'activité peut être totalement remise en cause du jour au lendemain. Un exemple très concret : le béton qui est coulé aujourd'hui dans des moules pour la fabrication d'objets en béton, pourra être réalisé demain en 3D, avec une technologie complètement différente et qui implique des changements technologiques majeurs. Compte tenu des mutations technologiques rapides, le manager aura tendance à chercher à prendre le moins de risques possible.

Carole Degonse : Pour les transformations de ce type, il est nécessaire d'être entouré d'investisseurs sur le long terme.

Bruno Roqueplo : Le problème n'est pas tellement la transformation mais c'est l'anticipation. Le business plan peut être totalement remis en question dans deux ou trois ans à cause des évolutions technologiques.

Pierre-Olivier Bernard : Le sujet du levier est bien plus sensible pour les managers aujourd'hui. ■

“ C'est dommage que l'administration fiscale n'ait pas sécurisé un schéma d'investissement des managers dans les LBO, comme pour les financiers qui ont un schéma désormais bien établi. ”

Pierre Decré, directeur associé, Parquest Capital.

