

Gonzague de Blignières



Henri Pieyre
de Mandiargues



Frédéric Balochard



Benjamin Lobel



Christophe Lederc



Thomas Wolf



Marie-Isabelle Levesque



Carole Degonse



Jean-Pascal Amoros



Pierre-Olivier Bernard



Baptiste
Gormand

LES RENCONTRES D'EXPERTS

Management package : les nouveaux contours

Laurent
Julienne



Jacques Pancrazi



Hervé Colson



Mathieu Vigier



Hervé Thibaut de Maisières



Jean-Philippe Roux-Viola



Pierre Decré



Les rencontres d'experts
d'Option Droit & Affaires

Management package: les nouveaux contours

Alors que les derniers mois ont été riches en opérations, se pose la question du contour des nouveaux management packages. La crise étant passée par là, comment les différents protagonistes du buy out envisagent de structurer leurs nouvelles relations? Que ce soit dans le cadre d'un LBO primaire ou secondaire, les pratiques et outils d'avant-crise semblent d'un autre temps mais pourraient-ils revenir avec l'appétit actuel? ODA a réuni fonds, managers et conseils pour en débattre.

EVOLUTION POST-CRISE DES PACKAGES

Gonzague de Blignièrès : Je note plusieurs points intéressants en matière de management package. Les business plans sont moins généreux en termes de promesses car les managers sont plus prudents, donc les affaires font moins rêver.

Nous avons par ailleurs découvert l'arrivée des packages de restructuration, c'est-à-dire des managers qui arrivent pour remplacer un autre manager dans une entreprise en restructuration. Un autre point est celui du package lorsque l'on se sépare du manager. Je pense que certains fonds même s'ils n'ont pas eu envie de le faire ont été obligés de se séparer du manager. Dans ces cas de figure, il faut donc créer un nouveau package pour le nouveau manager. Que deviennent alors les actions de l'ancien? Quelle est alors l'attitude du mezzaneur et des banquiers vis-à-vis du fonds, du nouveau manager et de l'ancien manager sur ces questions?

Je note également que les packages sont trop souvent renégociés. Nous nous rendons compte dans nos participations que dans 60 % des cas où les entreprises ne pouvaient pas respecter

leurs covenants, nous avons dû renégocier les packages. Dans la majorité des cas pour des bonnes raisons mais parfois pour de mauvaises. Nous avons dû renégocier des packages car ils avaient été définis au départ sur des prévisions qui ne se sont pas concrétisées. Cela peut se comprendre.

Dans ces cas de figure, les managers sont venus nous voir et nous devions tout de même les motiver. Mais la véritable question qui se pose est celle de la légitimité de la renégociation.

La raison est revenue, mais l'appétit est toujours là. Il y a beaucoup de managers qui sont encore trop exigeants.

Laurent Julienne : Pour ma part, j'observe une forme de maturité dans les échanges entre les fonds et les managers. En quelques années, nous sommes passés de négociations qui pouvaient être assez conflictuelles, et donc dommageables pour l'avenir, à des discussions plus saines. Progressivement, tant du côté des fonds que des managers, des habitudes de pédagogie et d'explications ont été prises, ce qui a permis de construire des packages qui étaient davantage compris et acceptés dès le début

De gauche à droite: Henri Pieyre de Mandiargues, associé de Curtis, Mallet-Prevost, Colt & Mosle, Christophe Leclerc, associé d'Accuracy, Frédéric Balochard, directeur de l'équipe Ingénierie Financière chez Banque Privée 1818, Hervé Colson, associé de PwC, Laurent Julienne, associé de Lerins Avocats, Gonzague de Blignièrès, président de Barclays Private Equity France, Thomas Wolf, président de Sogec, Pierre Decré, directeur associé d'ING Parcom, Pierre-Olivier Bernard, associé de Fidal Direction Internationale, Baptiste Gormand, directeur chez Duff & Phelps, Jacques Pancrazi, directeur général délégué de Qualium Investissement et Hervé Thibaut de Maisières, fondateur de LBO Managers.

et donc beaucoup plus productifs et efficaces.

Je trouve notamment que les fonds sont parfois plus à même d'entendre les objections des managers aux packages qui leur sont proposés et qu'ils font davantage d'efforts de pédagogie notamment au moyen de simulations et d'explications mais également d'écoute à l'égard des managers.

Nous sommes aujourd'hui très loin de l'époque où les fonds laissaient entendre que les managers pourraient réaliser jusqu'à 50 fois leur mise. Le contexte a également gagné en maturité parmi les conseils et les managers. Le climat pour discuter de ce type de schéma a beaucoup évolué et dans le bon sens. Cela est peut-être dû à la crise car bon nombre de fonds et de managers ont dû prouver, chacun à leur manière, que chacun pouvait s'adapter. Effectivement, je partage l'idée selon laquelle un package idéal est un package qui convient le mieux sur une période

de tant de temps donnée. Cela induit forcément des renégociations, et d'ailleurs, plutôt que de renégociations, parlons plutôt d'ajustements périodiques qui s'avèrent la plupart du temps assez équilibrés.

Pierre Decré : Il vaut mieux avoir une pratique extrêmement équilibrée au cours des années car un package équilibré, transparent et lisible facilite la pédagogie auprès des managers et permet d'établir d'entrée de jeu une relation de confiance. Nous avons toujours fait des simulations et donné des modèles à nos managers afin qu'ils puissent les regarder et en discuter. Aujourd'hui, cela est effectivement plus usuel grâce à l'impulsion des conseils du management, mais également grâce au marché plus transparent et plus mûr.

Enfin, comme vous le disiez, les deals sont plus modestes et



Henri Pieyre de Mandiargues,
associé de Curtis,
Mallet-Prevost,
Colt & Mosle

«Nous avons assisté à des prises de décisions du management presque totalement décorrélées de la performance financière de leur management package ou de leurs intérêts financiers personnels.»

les prix restent très élevés, ce qui conduit à des returns plus restreints et les packages évoluent en se déclenchant plus bas qu'auparavant.

En ce qui concerne les restructurations de package, nous n'en avons eu que très peu. Nous avons eu un deal très fortement restructuré dans lequel toute l'équipe de management a été renouvelée et dans lequel la question de la remise à plat du package s'est posée. Dans ce cas de figure, cela est presque plus simple car les apports de capitaux se font sur la base d'un capital écrasé et il faut tout refaire, c'est donc un nouveau deal.

Dans le cas de Doucet, nous avons fait modifier le management package car il y a eu une cession par le bas et donc l'équipe de management de deuxième niveau pilotant la business unit que nous avons cédée par le bas était assez peu intéressée par le haut. Nous avons alors mis un ticket additionnel pour toute l'équipe afin de récompenser le travail fait au niveau de la business unit. Mais cela s'est fait à notre initiative et non à celle du management.

Jacques Pancrazi : Pendant la crise, la priorité pour de nombreux managers a été de faire en sorte que les résultats se maintiennent, de dynamiser la top line, de réduire les coûts, etc. Leur priorité n'était pas de discuter avec le fonds la question de leur package. De manière générale, je trouve que nous n'avons qu'à nous féliciter du comportement exemplaire des managers pen-

dant cette période difficile où les fonds ont pris du retard. Si l'année 2010 était une année de fort rebond de l'activité, l'année 2009 était marquée par l'incertitude, et c'est un élément de surprise favorable de voir que les managers ont encaissé le coup et que leurs priorités n'étaient pas à la renégociation de leur package.

Nous avons tout de même dû renégocier certains packages mais, en ce qui nous concerne, nous n'avons eu à le faire qu'à l'occasion d'un renforcement de l'équipe de management, ou, à la marge lors de la cession de participations. Nous avons pris alors en compte des contextes particuliers où les performances pour certains cercles de salariés-actionnaires n'étaient pas au rendez-vous et pour lesquels nous avons consenti certaines compensations. Dans chaque cas, nous avons pu trouver un compromis satisfaisant pour toutes les parties, mais évidemment, lorsque le dispositif doit être retouché, il ne fonctionne plus aussi efficacement. Concernant les nouveaux management packages, j'observe effectivement que les business plans qui nous sont présentés sont généralement beaucoup moins agressifs que par le passé, signe sans doute que les managers sont beaucoup plus regardant sur le niveau de dette supportable, et attentifs à ne pas briser leurs covenants, mais aussi que nous restons tout de même dans une phase de forte incertitude économique. L'activité reste volatile, et les bonnes et mauvaises nouvelles se succèdent à un rythme soutenu. Forts de leur expérience de 2008-2009, les



Christophe Leclerc,
associé d'Accuracy

«Les seuils de déclenchement se sont abaissés et nous sommes revenus à des notions de multiples plus faibles.»

managers sont très attentifs à ne pas alourdir la structure de leur bilan d'une dette qu'ils ne sauraient rembourser, ce qui tend sans doute à ce que les business plans présentés soient plus conservateurs.

Henri Pieyre de Mandiargues : La notion de responsabilisation pourrait synthétiser le comportement des managers: le sentiment d'être des acteurs responsables, de leur objectif d'accomplir d'autres choses que la simple négociation financière du management package.

Nous avons assisté à des prises de décisions du management presque totalement décorrélées de la performance financière de leur management package ou de leurs intérêts financiers personnels.

Notamment, les questions principales sur lesquelles les équipes de management se penchent sont les aspects de corporate governance mais également le traitement accordé aux différents cercles de dirigeants qui participent à l'opération.

Je note, par ailleurs, que si ces dernières années, l'implication de l'intégralité de l'équipe de management lors de la négociation de la dette bancaire d'acquisition était forte, cette négociation est aujourd'hui devenue pour eux centrale. L'ensemble de ces points évolue et le prisme n'est plus uniquement la performance financière du package, mais l'équilibre de l'ensemble de la relation avec le fonds d'investissement.

Christophe Leclerc : C'est effectivement le contexte qui a beaucoup évolué. Il y a quelques années lorsque l'on parlait du management package à un manager, il avait l'impression d'acheter un ticket de loto qui serait dans tous les cas gagnant, en pensant que si le fonds réalisait 3 ou 4 fois sa mise, il ferait, lui, 30 fois sa mise.

Aujourd'hui, avec la crise, les managers se sont bien rendus compte que ce temps-là est révolu et qu'il faut s'adapter. Les seuils de déclenchement se sont abaissés et nous sommes revenus à des notions de multiples plus faibles. Les managers ont donc fait des business plans plus raisonnables, avec des multiples pour les fonds raisonnables et donc, par définition, également pour eux.

Dans le cadre des restructurations, leur premier réflexe a été de tenter d'assainir la situation, de faire en sorte que la société soit à nouveau profitable et de négocier intelligemment la restructuration de la dette. Après cela, ils pouvaient alors envisager de retourner voir le fonds pour renégocier le package. Mais il y a eu quelques cas où ces étapes ont été inversées : certains managers se sont tournés vers leur fonds dès les premiers signes de difficultés pour renégocier leur package. Généralement, ces managers n'étaient plus là pour en bénéficier une fois la période difficile passée. C'est la notion de pragmatisme qui caractérise cette période.



Frédéric Balochard,
directeur de l'équipe
Ingénierie Financière
chez Banque Privée 1818

«C'est notre rôle en tant que conseil d'alerter les managers sur le risque de rajouter de l'effet de levier financier. Il faut avoir une vraie vision de la surface patrimoniale globale de la personne physique.»

Hervé Thibaut de Maisières : Effectivement, l'attention des managers n'est plus concentrée uniquement sur la performance financière du package, mais elle porte sur l'équilibre financier général du montage LBO, ce qui conforte la tendance des équipes à s'entourer de vrais conseils financiers. En effet, au-delà de la simple modélisation d'un schéma de rétrocession, un bon éclairage sur le contexte général de la transaction, une interaction directe avec les banquiers d'affaires et les investisseurs, une modélisation financière du business plan et du package de dette LBO à travers différents scénarios, sont des aspects que les conseils financiers spécialisés, ayant une expérience de banquier d'affaires et/ou d'investisseur, peuvent couvrir. Les managers sont, comme on l'a souligné, plus impliqués lors de la négociation de la dette. Ils souhaitent par exemple établir leurs propres scénarios «crash», ou pouvoir évaluer les différents packages de dettes proposés à l'aune de leurs projets d'acquisitions ou d'investissements. Il existe aujourd'hui sur le marché des packages de financement très différents, et les fonds n'utilisent pas tous la même formule. En ce qui concerne le management package lui-même, les conseils financiers aident les managers à situer les zones de sortie probables, en termes d'«exit equity», et à quantifier et doser les risques liés à un investissement à fort effet de levier. Tout cela participe de la maturité de marché dont nous parlons.

Pierre-Olivier Bernard : Le package n'est effectivement plus le seul moteur du management. Aujourd'hui, lors des nouvelles opérations, lorsque plusieurs fonds sont en lice pour acquérir la cible, le management, lorsqu'il a voix au chapitre, s'interroge en premier lieu pour savoir quel est le bon partenaire, notamment pour accompagner un projet industriel. Le choix du management sera d'abord motivé par le projet d'entreprise, le package ne venant que dans un second temps.

Il est vrai que sur les sujets de gouvernance, de nombreuses questions nous sont posées en amont notamment sur les horizons de sortie : le fonds va-t-il accompagner l'entreprise dans la durée, va-t-il investir sur 3, 4 ou 5 ans ? Les exemples auxquels je pense sont des LBO secondaires où effectivement l'objectif était d'apporter une opération de LBO mais avec derrière une opération de croissance externe. La motivation était donc de trouver le bon partenaire financier capable d'accompagner toute une équipe de managers dans ces opérations avant même de penser au retour sur investissement du package lui-même.

Hervé Thibaut de Maisières : Le marché mûrit et devient plus transparent. Il y a également une forme de standardisation qui s'installe, qui permet de «benchmarker» les différents packages proposés. Certains fonds, assez sagement d'ailleurs, situent spontanément leur offre dans une «fourchette» de marché. D'une part, ils savent que s'ils ne le font pas, il est probable



Hervé Colson,
associé de PwC

«Une vision industrielle prime dans la plupart des transactions. Les équipes de management, sont avant tout très attentives aux moyens qui leur seront donnés pour réaliser leur business plan.»

qu'un fonds concurrent le fera, et prendra ainsi une longueur d'avance avec l'équipe de management, d'autre part, comment expliquer aux managers la raison pour laquelle vous avez commencé par leur proposer un package qui n'était pas dans le marché ? On évolue donc dans le sens de la transparence, ce qui est très positif car cela permet de décontracter les négociations en les rendant moins «conflictuelles» que par le passé.

Christophe Leclerc : J'ai également noté une simplification des montages qui pouvaient être auparavant extrêmement complexes avec un nombre d'outils très importants et des seuils de déclenchement de rétrocession dans tous les sens. Dans le cadre de la conception des nouveaux packages, la simplicité est dorénavant de mise. En revanche, lors des restructurations des packages, il peut y avoir de véritables usines à gaz parce que le manager aura été intéressé sur le fait que le banquier senior récupère sa mise puis les mezzaneurs et enfin le fonds. On a donc de nombreux intervenants qui seront intéressés à ce que les managers remboursent leur part d'investissement. Cette situation peut devenir totalement illisible pour les managers. Quelques années après le montage du package, certains managers ne savent plus comment il fonctionne.

Hervé Colson : Ces changements dont nous parlons sont en ligne avec une vision industrielle qui aujourd'hui prime dans la

plupart des transactions. Nous avons noté lorsque nous conseillons des équipes de management, que celles-ci sont avant tout très attentives aux moyens qui leur seront donnés pour réaliser leur business plan : c'est une composante clé dans le choix du partenaire financier qui va les accompagner, notamment dans des opérations de build-up et également du financement. Nous voyons des équipes qui cherchent à sortir des sentiers battus en matière de financement et qui envisagent, lorsque la société génère beaucoup de trésorerie, de financer l'opération par la mise en place d'une dette cross-over plutôt qu'une dette LBO stricto sensu. Nous conseillons actuellement une opération de ce type où le financement se réalisera par la mise en place d'un cross-over couplé à une dette factoring. Les équipes de management ont donc une vision très industrielle et la notion de package financier devient de facto un petit peu plus secondaire dans le choix de leur partenaire. Ceci se reflète côté investisseur avec des schémas financiers de rétrocession qui se simplifient.

Hervé Thibaut de Maisières : La simplicité du schéma et sa lisibilité sont clés pour les managers. C'est l'assurance qu'il n'y a pas d'éléments complexes qu'ils auraient mal compris et qui se retourneraient contre eux dans certains cas. C'est l'assurance que les risques sont acceptés et la mécanique menant aux bénéfices bien comprise. Cela contribue à la sérénité et à la motivation.

«L'aspect financier et salaire arrive souvent en sixième ou septième position dans les considérations des managers. Ce qu'ils souhaitent en premier est que leur travail soit reconnu.»



Laurent Julienne,
associé de Lerins Avocats

Gonzague de Blignières : Avant la crise, le package était pour les managers un critère de sélection du fonds. Je pense que cela reste un critère mais beaucoup moins important. Les managers ont plus que jamais besoin de fonds qui ont de l'expérience, qui n'ont pas connu de turbulences, qui ont vécu des sorties... Je pense que cela rassure le manager de voir que ses équipes de fonds ont de l'expérience. Mais il ne faut pas non plus se raconter d'histoires, le management package revient assez vite à l'esprit quand la sortie arrive.

Thomas Wolf : C'est un critère effectivement important, mais il n'est assurément pas le seul. J'en parle aujourd'hui avec un peu de recul puisque c'était il y a cinq ans et probablement que la pondération des critères que je referais aujourd'hui, avec une nouvelle grille d'analyse, serait différente. Je suis d'accord avec ce que vous dites et je pense que cela est du bon sens. La notion de simplicité est extrêmement importante et ce d'autant plus qu'il y a un décalage structurel de compréhension des enjeux et des mécanismes entre le fonds et le manager, si averti soit-il. Ce besoin de simplicité, de lisibilité et de transparence est un facteur clé de succès dans la confiance que l'on bâtit dès le départ. Cela est capital. Pour le reste, je prêche sans doute pour la paroisse du manager, mais je pense que plus le management package est attractif dans un premier temps et clairement exposé et sans surprise avec ses bons et ses mauvais cotés, plus

c'est une garantie pour le fonds que le manager sera focalisé sur son business. Mais le manager doit également accepter que si les choses ne se passent pas comme convenu, il a également une part de responsabilité et il faut accepter de l'assumer. Cela fait partie du jeu. Enfin, je crois que la pire des situations pour chaque partie est justement de créer une situation de départ qui pourrait être challengée le moment venu. Ce déséquilibre avant même d'avoir démarré pourrait mettre en péril la réalisation d'un business plan et d'un projet d'entreprise.

Gonzague de Blignières : Combien aviez-vous de salariés dans votre entreprise et combien étaient actionnaires ?

Thomas Wolf : 350 salariés dont 6 étaient actionnaires.

Gonzague de Blignières : Seul le top management était intéressé ?

Thomas Wolf : Oui, c'est ce qui nous avait semblé être un bon point d'équilibre à l'époque. Sachant que de manière générale et de mon point de vue en tout cas, plus la base de salariés intéressés est large, mieux cela est.

Henri Pieyre de Mandiargues : Il y a effectivement une tendance de fond à élargir le cercle des bénéficiaires du man-

«Les managers ont plus que jamais besoin de fonds qui ont de l'expérience, qui n'ont pas connu de turbulences, qui ont vécu des sorties...»



Gonzague de Blignières,
président de Barclays Private Equity
France

agement package à des strates plus nombreuses et descendant plus bas dans l'organigramme. Mais d'un côté il y a ce souhait et de l'autre la complexité de réalisation. Pour l'équilibre de l'entreprise, l'alignement des intérêts et l'équilibre social, avoir un maximum d'actionnariat salarié avec des salariés qui prennent un véritable risque est une excellente chose. Mais on se rend compte lors de la mise en œuvre que pour certains niveaux de rémunérations relativement faibles, le gain qui peut être envisagé n'est pas toujours motivant et que quelques fois le raisonnement et la mise en œuvre sont plus difficiles à construire que l'idée de départ qui est excellente.

Pierre Decré : Tout dépend également du stade de maturité du LBO. En l'occurrence, dans le cas de Sogec Marketing, il s'agissait d'un LBO primaire d'une entreprise familiale avec une structure hiérarchique très resserrée entre quelques cadres et 350 salariés constitués de gens qui sont essentiellement des gens au Smic travaillant dans les ateliers. Il faut donc également relativiser et ce n'est pas pareil lors d'un LBO secondaire ou tertiaire. Dans le cadre des LBO primaires, nous devons convaincre les cadres que c'est intéressant pour eux car ils ne savent pas comment cela fonctionne. Dans un LBO secondaire ou tertiaire, la culture est déjà là, ils ont pu voir que cela fonctionnait. Il y a alors une sorte de confort qui vient et qui donne envie à une base de salariés plus large d'être actionnaires.

Hervé Thibaut de Maisières : La volonté d'élargir l'actionnariat se heurte dans la pratique à plusieurs limites. Une première limite est celle du quantum de capital que peuvent investir les managers, et de la dilution que les fonds sont prêts à consentir. Ce sont d'ailleurs régulièrement les fonds qui modèrent l'enthousiasme des dirigeants pour le partage, car ils redoutent de devoir consentir une plus grande dilution. La deuxième limite est la complexité de la gestion : au-delà d'une cinquantaine de personnes, cela peut devenir un cauchemar. Il existe des outils, certes, mais ils sont encore imparfaits. Enfin, la troisième limite c'est la signification. À un point donné, que signifie encore réellement le ticket modique que va investir un salarié et le gain que cela va lui rapporter, mis en face de la complexité de gestion ? Ne vaut-il pas mieux simplement travailler avec une prime ?

Pierre Decré : Je ne suis pas totalement d'accord. Nous avons succédé à Barclays dans Courtepaille et nous avons proposé à tous les responsables de restaurants la possibilité d'être actionnaires de l'entreprise pour des montants unitaires de l'ordre de 2 000 euros. Le gain n'était donc pas in fine gigantesque sur une opération qui était très bonne en valeur absolue, mais je peux vous dire que les gens avaient une fierté d'appartenance à travers le fait d'être actionnaires. Cela peut avoir des effets incroyables.

«La notion de simplicité est extrêmement importante et ce d'autant plus qu'il y a un décalage structurel de compréhension des enjeux et des mécanismes entre le fonds et le manager, si averti soit-il.»



Thomas Wolf,
président de Sogec

Hervé Thibaut de Maisières : Cela représentait combien de personnes ?

Pierre Decré : 200 personnes.

Laurent Julienne : Je crois que, dans cette idée de valorisation, il y a deux branches. La valorisation financière mais également celle qui valorise la reconnaissance du travail et l'implication dans les orientations de l'entreprise. Il faut absolument travailler là-dessus dans la documentation. Des pistes sont aujourd'hui assez aisées à négocier : participation à des comités en fonction des rangs hiérarchiques. Au-delà, on observe dans les pactes que les clauses de reporting sont acceptées quasiment sans négociation. La question est donc plus de savoir si par exemple le manager va disposer à ses côtés d'un directeur financier pour assurer le reporting. La valorisation psychologique est également importante, surtout pour le cercle plus élargi que le top management. Je souligne à cet égard l'importance du «marketing» de la présentation qui permet de bien faire comprendre aux managers incités qu'ils sont parties prenantes de l'entreprise. L'aspect financier et salaire arrive souvent en sixième ou septième position dans les considérations des managers. Ce qu'ils souhaitent en premier est que leur travail soit reconnu et qu'ils soient récompensés en termes de reconnaissance et

non seulement en termes d'intéressement au capital.

Gonzague de Blignièrès : Ce qu'il faut savoir c'est que les syndicats sont demandeurs. Même après la crise, ils sont demandeurs de participation, d'un intéressement. Sur des LBO secondaires, le fait que seulement quelques cadres profitent d'une plus-value significative contribue à une mauvaise image de la profession, du capital-investissement, du monde de l'actionariat et des managers. Je suis intimement convaincu que dès lors que c'est possible, il faut autant que faire se peut intéresser les salariés. Ne pas le faire dans certains cas peut engendrer un climat délétère et contribuer à la mauvaise image de la profession. Il existe des outils très simples qui permettent de le faire, même avec 1 000 salariés. La responsabilité du fonds est d'ailleurs de garantir une certaine liquidité à ces salariés, voire même, de garantir le capital. Et sur ce point, les syndicats ont raison de dire que le salarié intéressé encourt un double risque : un risque d'emploi et un risque d'argent. Or, lorsqu'on réalise les calculs, l'idée lancée par Dominique Sénèque (dirigeant d'Axa Private Equity, ndlr) d'une taxe à 5 % pour l'ensemble des salariés, sur le principe, apparaît bonne. Cela n'abîme pas fondamentalement notre TRI. Par exemple, les montants investis par les salariés de Courtepaille étaient relativement faibles par rapport à l'équipe très restreinte de management.

«Nous avons succédé à Barclays dans Courtepaille et nous avons proposé à tous les responsables de restaurants la possibilité d'être actionnaires de l'entreprise.»



Pierre Decré,
directeur associé d'ING Parcom

Frédéric Balochard : Un autre aspect du sujet est lié au financement des management packages. La négociation de ces packages a conduit à la mise en place d'instruments financiers payants dont il ne faut pas oublier que l'acquisition correspond à une prise de risque personnelle réelle.

Compte tenu de l'augmentation progressive de la taille des packages et de leur valorisation à «fair market value» certains managers ont été amenés à solliciter des financements bancaires. Nous avons constaté plusieurs évolutions. Tout d'abord, les comportements des managers sont beaucoup plus matures, y compris sur les premiers tours. La notion de prise d'un risque réel est mieux intégrée. Et effectivement, dans la volumétrie des financements pour lesquels ils sollicitent les banques, les choses se normalisent un peu. Les banques elles-mêmes ne financent plus intégralement in fine, sans autres garanties que les titres non cotés.

En revanche, une autre problématique apparaît dans les seconds tours et suivants. Si les managers réinvestisseurs n'ont généralement pas trop de difficulté de financement du fait de la valorisation de leur package initial, il n'en va pas de même pour les nouveaux managers car ces derniers n'ont pas la même capacité d'investissement. Or, au fur et à mesure des tours, nous observons une part de plus en plus importante d'investissement des managers, en actions et obligations convertibles, pari passu avec le fonds. Du coup les montants unitaires sont souvent impor-

tants; et cela crée un vrai problème. Organiser l'évolution de la vie de ce package au fil de la maturité de l'entreprise en y intégrant les nouveaux managers au fur et à mesure, peut parfois être difficile à gérer.

Hervé Thibaut de Maisières : Dans un LBO secondaire ou tertiaire, l'organigramme de la société ayant évolué, des dirigeants étant partis, de nouveaux dirigeants étant arrivés, et d'autres dirigeants étant promus, il peut en effet se produire une correspondance imparfaite entre les capitaux que certains managers ont à leur disposition pour investir, et leur importance dans la pyramide opérationnelle, donc dans la création de valeur. Or, le management package est avant tout destiné à «incentiver» et rémunérer la contribution à la création de valeur. On est donc obligé de dissocier le quantum d'investissement pari passu et le quantum d'investissement dans le ratchet, celui-ci étant prioritairement attribué aux principaux créateurs de valeur. Les managers qui ont une forte capacité contributive peuvent toujours utiliser celle-ci dans l'investissement en pari passu. Les nouveaux arrivants pourront accéder à un «incentive» significatif sans devoir investir des montants importants, dont ils ne disposent pas.

Christophe Leclerc : C'est de cette manière que l'on résout la problématique d'inclusion de nouveaux managers à un deux-

«Sur un cercle assez large de managers, ces derniers ont parfois emprunté plus de 50 % de la valeur de leur investissement initial.»



Pierre-Olivier Bernard,
associé de Fidal Direction Internationale

ième ou troisième LBO. Ils obtiennent une part plus faible dans le pari passé que les anciens. Cela permet de rééquilibrer les choses.

Sur le financement même des packages, je trouve ces outils très risqués. On rajoute encore un effet de levier financier. Or, on a vu des managers venir nous voir en disant qu'ils avaient gagé leur maison. Que fait-on dans les cas où les management packages ne valent plus rien ?

Gonzague de Blignières : Mais combien y a-t-il de banques qui ont prêté à des managers pour financer leur package ?

Pierre-Olivier Bernard : En période de crise, cette voie a été souvent à l'origine de renégociation de management package. Un certain nombre de managers avaient souscrit des emprunts assortis de clauses d'arrosage. La publication des résultats a créé un mouvement de panique lorsqu'ils se sont aperçus qu'à partir d'un certain seuil, ils devaient rembourser l'intégralité des sommes empruntées.

Sur un cercle assez large de managers, ces derniers ont parfois emprunté plus de 50 % de la valeur de leur investissement initial.

Frédéric Balochard : c'est notre rôle en tant que conseil d'alerter les managers sur le risque de rajouter de l'effet de

levier financier. Il faut avoir une vraie vision de la surface patrimoniale globale de la personne physique. Si l'on souhaite correctement conseiller le manager, on ne peut pas se contenter de se focaliser uniquement sur l'opération. On doit nécessairement se resituer dans le cadre d'une réflexion patrimoniale globale intégrant les contraintes de la sphère personnelle du manager. L'opération est de toute façon de nature mixte.

Baptiste Gormand : Peut-on imaginer l'attribution de BSA à titre gracieux pour un manager significativement dilué lors d'une opération de second ou troisième tour, du fait de la perte conséquente sur son investissement initial ?

Frédéric Balochard : Dans l'environnement fiscal tendu actuellement, cela ne semble vraiment pas à l'ordre du jour.

Laurent Julienne : Il y a un concept d'équité qui est en train d'émerger progressivement. Lorsqu'on couvre une population de managers avec des outils, il faut veiller à ce qu'il y ait une forme de cohérence et d'équité dans l'attribution : nombre de titres émis en fonction du niveau hiérarchique, du salaire. Un risque existe si l'on ouvre une grande population. Des phénomènes de marginalisation peuvent survenir et auxquels il faut prendre garde.

En Grande-Bretagne, des discriminations, même non voulues,



Baptiste Gormand,
director chez Duff & Phelps

«A propos de l'inclusion d'une clause de capital garanti dans un package de type optionnel, il convient de noter que son bénéficiaire se voit contraint de payer une part importante de ce bénéfice futur dans le prix de souscription de son option afin de pouvoir prétendre au régime fiscal particulier.»

sur la base de l'âge sont proscrites dans le milieu des condamnations. C'est quelque chose d'assez nouveau.

Ce problème d'équité se retrouve également dans la situation où l'entreprise a connu une crise importante et accueille de nouveaux managers sur des bases de valorisation moindre. En face, le groupe d'anciens managers a subi la crise et donc peut se crispier. Nous avons connu un cas où régnait beaucoup de tension.

Christophe Leclerc : Une solution imparfaite est d'émettre un nouveau package pour tout le monde. Mais ce n'est pas facile.

Gonzague de Blignières : Une entreprise qui va en Bourse dépense de l'argent en marketing interne pour expliquer les mises en jeu. Les fonds doivent faire la même chose à l'égard des salariés.

D'autre part, on voit une évolution très favorable vers plus de transparence des fonds et des managers. Dans les comités d'entreprise, il est sain d'expliquer qui est actionnaire. La transparence est une vertu.

Hervé Thibaut de Maisières : Au sein des équipes de management, on constate un besoin de transparence dans la répartition du management package entre les membres de l'équipe. La transparence est saine pourvu que la répartition du package

le soit, car elle permet également de tenir un langage d'adulte : telle personne a un rôle dans l'organisation et dans le projet qui est plus générateur de valeur, elle a donc une part du package supérieure à telle autre personne... Des managers doivent être capables d'entendre cela...

Thomas Wolf : Cela peut être pervers à certains points de vue. Même si l'intention est bonne, cela peut être en réalité compliqué à gérer. La pratique peut vous faire faire un pas en arrière sur le sujet. Comment par exemple apprécier l'évolution de l'apport d'une personne dans la création de valeur plusieurs années après la mise en place du package. Comment également se passent l'arrivée et l'intégration de nouvelles personnes dans l'entreprise ? Comment se passent les départs ?

Cette question essentielle dépend de la nature des entreprises. L'exemple de Courtepaille est vertueux puisque ce sont les responsables de restaurants qui sont identifiés. Chez Sogec, c'est plus compliqué.

Au final, ce système s'avère être plutôt un outil de comparaison. Rappelons l'exemple des voitures de fonction. Quels critères appliquer ? Cela crée un phénomène de caste.

En conclusion, c'est tentant, mais il faut jouer la prudence.

Laurent Julienne : Sur ces questions-là, on est à la limite entre deux management packages. Le package type LBO où des

managers et/ou middle management sont intéressés à la création de valeur. Un autre type, le package connecté à la stratégie de l'entreprise. Le package purement financier n'est pas forcément opportun dans le second cas pour un management plus opérationnel. Il s'agit davantage d'une piste de réflexion que d'un constat tiré de la pratique habituelle des packages.

LES OUTILS DU MANAGEMENT PACKAGE

Henri Pieyre de Mandiargues : L'ingénierie n'a pas énormément évolué, ce sont généralement les mêmes instruments qui sont utilisés.

Hervé Thibaut de Maisières : On utilise tout de même plus les Actions de préférence (ADP). Elles offrent beaucoup de flexibilité, en permettant par exemple de coupler un investissement pari passu avec une part de ratchet, ou d'imputer la dilution générée par le ratchet sur un seul investisseur financier plutôt que sur tous les actionnaires. Elles peuvent aussi être conçues pour compenser les managers sur des intérêts qui seraient perçus par des investisseurs financiers dans un schéma de sweet equity optimisé fiscalement... C'est donc un outil extrêmement intéressant car très flexible et qui permet de faire beaucoup de choses au-delà des exemples cités.

Christophe Leclerc : Je crois pour ma part que quel que soit l'outil, on peut tout à fait arriver au même résultat.

Henri Pieyre de Mandiargues : En réalité, les praticiens se sont surtout engouffrés dans la piste des ADP. Du coup, on a constaté une tendance réelle à l'innovation technique sur ce support d'ADP.

Laurent Julienne : J'introduirais une légère nuance à cela. D'abord il existe une différence entre les BSA et les ADP, puisque les BSA requièrent de réinvestir dans la société, parfois pour des montants importants. J'ai également remarqué que certains fonds n'aiment pas toujours les ADP qu'ils considèrent comme une bête curieuse.

Pierre Decré : En 2005, nos deals étaient structurés avec des obligations convertibles qui étaient, sur le plan fiscal, très efficaces pour les managers qui souscrivaient leurs actions et qui les vendaient à la fin, sans intervention d'aucune autre valeur mobilière de type BSA. D'un point de vue fiscal, on trouvait cet outil plus « propre » que les systèmes de BSA. Ces mécaniques d'OC présentent néanmoins un lourd handicap : le partage du ratchet. Par définition, les obligations ventilent le ratchet au prorata de la souscription des actions. Sur un LBO primaire, c'est moins un problème car tout le monde peut souscrire des montants en proportion du ratchet qu'on veut leur donner. Mais dans un LBO secondaire, la situation est bien plus difficile. Lorsque les mécaniques ADP et ABSA se sont ensuite développées, nous les avons utilisées.

Christophe Leclerc : Ce système d'OC ne fonctionne plus car l'administration fiscale commence à vérifier les taux de rémunération des prêts d'actionnaires et des obligations convertibles. Elle vérifie comment le taux d'intérêt des OC a été fixé. Si on n'est pas capable de démontrer qu'il s'agit d'un taux de marché et que sa valeur correspond au risque pris, elle requalifiera le montage. Une catastrophe. Alors que si les BSA sont souscrits à un prix déterminé, le risque de contestation par l'administration est fortement réduit.

Hervé Thibaut de Maisières : C'est vrai aussi pour la conversion des OC. Si les conditions de la conversion rendent à l'évidence celle-ci impossible, on s'expose à un risque.

Henri Pieyre de Mandiargues : Nous travaillons sur plusieurs restructurations de packages dans des opérations où à l'origine il y avait un leverage bien trop fort. Lorsque de nouveaux dirigeants entrent dans la société ou que l'on essaie de restructurer le package des anciens dirigeants, les ADP peuvent être très utiles pour essayer de capter de la valeur alors que les actions n'en ont pas et que seule la new money ou la mezzanine retrouveront leur investissement. Avec les instruments plus classiques, il est délicat d'aller gagner de l'argent quand l'equity, en elle-même, n'a pas de valeur.

EXPLIQUER LES RISQUES

Gonzague de Blignières : En cas de difficultés, le manager a globalement du mal à accepter que son argent ait le même risque que celui pris par le fonds. Dans certaines négociations difficiles, il a du mal à accepter que quand nous perdons, lui aussi. Souvent il est conseillé par des avocats ou des conseils, et s'engage un cycle infernal où il s'attache à défendre son package et non l'entreprise. On perd parfois un temps précieux à renégocier des montages.

Dans certains cas, les conseils ne font pas prendre conscience aux managers qu'ils ont le même risque que nous. Quand nous perdons des millions, eux peuvent perdre leur mise. On est tous dans le même bateau.

Laurent Julienne : Il faut effectivement toujours tester le niveau d'aversion au risque. Que ce soit pour le manager qui reprend une entreprise aux côtés d'un fond, ou pour le manager qui est recruté.

Hervé Colson : Une action de communication en interne doit effectivement être menée. Le président de la société doit parvenir à vendre le package à l'équipe c'est-à-dire faire adhérer l'équipe au projet entrepreneurial du LBO, puis lui expliquer en termes de risques et de retours la mécanique du package. Nous passons beaucoup de temps à expliquer aux équipes de management que nous conseillons que si elles peuvent gagner beaucoup, elles peuvent également perdre une partie de leur investissement. Certains managers refusent d'ailleurs d'investir



«Concernant les nouveaux management packages, j'observe effectivement que les business plans qui nous sont présentés sont généralement beaucoup moins agressifs que par le passé.»

Jacques Pancrazi,
directeur général délégué
de Qualium Investissement

car ils ne souhaitent pas se mettre en risque. Nous avons également observé que certains présidents de société ne veulent pas forcément élargir le périmètre des managers, voire même sont enclins à le réduire au vu des performances du précédent LBO ou compte tenu d'une conjoncture économique qui reste fragile. Actuellement, nous constatons que les cercles de management sont plutôt resserrés. Dans quelques cas extrêmes, il peut ne pas y avoir de mise en place de cercle 2. On se retrouve alors dans un système de bonus, un schéma salarial, tandis que le cercle 1 se positionne sur un schéma de réinvestissement dont les quantum sont particulièrement élevés.

Pierre Decré : Sur le deal difficile que nous avons dû restructurer, le management comme nous, avons perdu virtuellement notre mise. Les banques ont finalement accepté d'étaler leur dette sans contrepartie en considérant que le management avait fait un bon travail et que la crise était seule à l'origine des difficultés. Selon elles, il suffisait surtout d'attendre pour récupérer leur créance. Nous avons bien sûr accepté de jouer notre rôle et d'accompagner l'entreprise dans la durée à la condition de ne pas réinvestir. Mais la capacité de récupérer notre mise est limitée et à très long terme. ce qui est très peu motivant pour le management. Nous avons donc convaincu les banques de l'intérêt de remotiver le management pour qu'il reste et qu'il soit intéressé au taux de récupération de la dette senior. Mais

comment faire pour inciter le management sur la récupération de la dette ? Peut-on mettre des BSA sur la cible pour qu'à la sortie, ils puissent être prioritaires sur la valeur de la cible avant la dette senior ? Ni les banques, ni aucun de nos conseils n'a su nous répondre. Au bout du compte, on a fait acter un système dans lequel le management toucherait un bonus payé par la société à la veille du closing, qui baisserait de facto la valeur des titres de l'entreprise. Mais nous sommes conscients que cette solution est fiscalement très coûteuse et donc peu efficace. A votre avis, quelles autres solutions avons-nous ?

Pierre-Olivier Bernard : Le recours aux actions de préférence aurait pu être une voie d'étude.

Pierre Decré : L'action de préférence peut-elle prendre de la valeur avant ou en parallèle à la dette senior ?

Henri Pieyre de Mandiargues : Dans votre hypothèse, seule la dette senior serait au dessus ou il y aurait tout de même une toute petite tranche d'equity ? Dans votre cas, les actions de préférence auraient pu jouer un rôle utile ?

Pierre Decré : En l'occurrence la dette senior aurait été servie avant tout le monde, d'où l'idée de mettre le management un peu en dessous pour avoir un accès prioritaire. Mais les

banques n'ont jamais accepté ce système-là. On leur a donc proposé, qu'à la cession, en fonction du prix de vente qui permettra de récupérer tout ou partie de leur dette, le management toucherait un bonus représentant x % de la valeur de la dette. Ce qui risque de coûter très cher à l'entreprise.

RÉPERCUSSIONS DES RENÉGOCIATIONS SUR LES RAPPORTS AVEC LES BANQUES

Laurent Julienne : J'ai vu un cas où une banque, nouvelle dans le financement du LBO, a alerté les fonds sur les risques de lassitude et de manque de motivation des managers. Elle avait alors insisté pour que le package soit renégocié. Les anciennes banques avaient déjà perdu beaucoup. Des efforts ont été faits du côté des investisseurs et des banques. La sortie de crise a été, dans certains secteurs, aussi rapide que la crise elle-même. On a parfois assisté à des redressements spectaculaires de sociétés, avec des banques qui se sont rendu compte qu'elles avaient fait trop d'efforts et tentaient de renégocier les termes conclus au préalable en bloquant des opérations de croissance externe. Ceci ne doit pas perdurer : un pool bancaire ne peut pas bloquer des décisions contre l'intérêt de la société.

Gonzague de Blignièrès : Il est tout de même rare de voir une banque téléphoner au fonds d'investissement pour lui demander de motiver un peu plus les managers !

Les années passées nous ont sans aucun doute appris que la simplicité des montages est la clé du succès. Les mezzaneurs n'ont certes pas eu des positions faciles, ils n'ont pas été tendres, mais il n'est pas facile de savoir où ils se placent. Ils sont investisseurs quand tout va bien, et prêteurs quand tout va mal. Les renégociations sont donc difficiles.

Finalement, les montages trop complexes sont sources de nombreux problèmes : fiscalement, en interne, vis-à-vis des banques, des mezzaneurs, etc. Je ne suis pas sûr que les ADP soient une solution et n'apportent pas ce même type de problèmes. Chez nous, la plupart des managers ont des actions simples et peuvent investir comme ils le souhaitent. Parfois, ils empruntent, mais assez rarement. Il y a peu de sophistication autour de leurs actions, en dehors d'un système de vesting qui reste assez complexe.

Nous avons très mal vécu des renégociations de management packages dans des dossiers difficiles, ainsi que le départ de certains managers en cours de LBO. Il ne faut pas oublier le bien commun qu'est l'entreprise.

LE CHANGEMENT DES MANAGERS

Gonzague de Blignièrès : C'est plus difficile pour celui qui part, que pour celui qui arrive.

Henri Pieyre de Mandiargues : La coexistence entre le nouveau venu et l'ancienne équipe n'est pas toujours simple. Les circonstances du départ varient. On a surtout vu de nouvelles

arrivées à l'occasion de difficultés et des prises de décision du sponsor de remplacer un ou plusieurs managers de la société. Mais ce remplacement dans une situation financière critique est difficile. Quelle technique, selon quelle modalité, quel volume et sur quel support le nouveau manager peut-il être incité alors que l'equity peut ne rien valoir ?

Gonzague de Blignièrès : Compin est l'un de nos dossiers difficiles, qui est connu sur la place. Si l'ancien manager, le nouveau et le banquier ne sont pas sur la même longueur d'onde, tout peut s'écrouler comme un château de cartes. Dans ce dossier, nous nous sommes retrouvés devant le CIRI pour attendre une réponse de l'ancien manager qui avait encore une demande sur une petite partie de son package, et le nouveau manager qui avait également des demandes personnelles. Finalement, le LBO est une usine qui peut exploser quand elle marche mal. Tous les paramètres sont fondamentaux, même les plus petits.

Pierre-Olivier Bernard : Nous avons vu des dossiers difficiles dans lesquels les équipes de managers étaient lésées. Leurs titres ne pouvaient plus être rachetés au moment de leur départ. Si l'équipe qui quitte l'entreprise conserve ses actions, et qu'un nouveau package est structuré pour la nouvelle équipe de management, cela conduit à un désalignement d'intérêts entre les anciens managers et les nouveaux. Les partants toujours actionnaires vont, dans certains cas de figure, pouvoir mettre en place une défense de minoritaires conduisant parfois à des situations de blocage. La nouvelle équipe se trouvera dans une situation inconfortable. Coexisteront trois cercles d'actionnaires : les nouveaux managers qui auront un management package, les anciens managers de l'équipe précédente qui exercent toujours dans l'entreprise et dont les intérêts doivent être alignés avec les nouveaux, et enfin les actionnaires de l'entreprise mais qui n'y travaillent plus. Comment recomposer un alignement d'intérêts des deux premiers cercles avec le fonds, tout en désalignant les intérêts avec celui du dernier cercle qui peut avoir un pouvoir de nuisance ? La question peut polluer la tâche du nouveau CEO qui devra reprendre les manettes avec une équipe qui ne le soutient pas. Le plus simple est donc de racheter les titres des managers qui partent pour ne pas se retrouver avec des cercles différents.

Pierre Decré : C'est plus simple quand ça va très mal. Dans notre participation en difficulté, nous avons réinvesti des liquidités et nous avons changé le management. Nous étions donc exactement dans l'hypothèse que vous décrivez. Mais comme les difficultés de l'entreprise étaient importantes, nous avons apporté des capitaux additionnels sur la base d'un capital remis à zéro. On a préservé les droits des managers, donc ils pouvaient souscrire pour conserver leur quote-part. Mais tous les anciens managers-actionnaires qui étaient partis n'ont pas souhaité souscrire et nous avons donc pu réaménager les management packages. Les anciens managers encore en place qui



«Le marché mûrit et devient plus transparent. Il y a également une forme de standardisation qui s'installe, qui permet de «benchmarker» les différents packages proposés.»

Hervé Thibaut de Maisières,
fondateur de LBO Managers

avaient souscrit au premier investissement et qui avaient tout perdu, ont été remis dans une société de cadre, dans laquelle on a mis du compte courant de manière à leur permettre de souscrire à leur quote-part.

Christophe Leclerc : Il faut s'entendre avec les managers sortants pour pouvoir racheter leurs parts dans le capital. Soit le fonds et le manager parviennent à se mettre d'accord, quand ce n'est pas le cas, Accuracy intervient pour faire des expertises de prix de sortie en tant que tiers indépendant. Malheureusement, ce genre de situations un peu extrême peut conduire à l'enlèvement et les managers peuvent se retrouver encore dans le capital jusqu'à la sortie.

Hervé Thibaut de Maisières : Le problème du prix d'entrée payé par celui qui arrive est parfois difficile à résoudre. Ce prix doit être évalué avec la plus grande prudence par le nouvel entrant, ce qui peut être très complexe. Dans un dossier que j'ai traité, notre client était le nouveau CEO d'une grande société internationale. Dans le système mis en place, c'est la ManCo, donc les managers, qui assurait la liquidité en cas de départ. Lorsque l'ancien patron est parti, la ManCo lui a racheté ses parts à une valeur élevée car il avait une bonne clause de départ. Le nouveau CEO était censé racheter les parts de son prédécesseur à la ManCo. Après analyse, notre conclu-

sion était que ces parts ne valaient plus grand-chose, au mieux 25 % de la valeur demandée. La situation était véritablement extraordinaire parce que le fonds d'investissement et les managers, qui ne voulaient pas réaliser une importante moins-value dans la ManCo, présentaient deux business plans différents au CEO pressenti, de manière à influencer son jugement sur la valeur des parts. Forcément celui-ci s'est enfui en courant... D'où l'intérêt de faire en sorte que ce soit le fonds qui assure la liquidité des titres des managers en cas de départ.

Jacques Pancrazi : Nous avons également dû gérer des déceptions liées à la crise. Avant la crise, on a souvent laissé croire à des salariés qu'ils allaient faire des multiples très élevés. La crise est arrivée et ça n'a pas été le cas. La mauvaise publicité sur les financiers durant la crise a également pu créer une certaine crispation et des frustrations parmi certains salariés-actionnaires.

De fait, certains, ne faisant pas partie du premier cercle de management, ont pu sous-estimer les risques et considérer le fonds comme responsable du bon dénouement de l'opération. Si la sortie se révèle décevante, il n'est pas inhabituel que le fonds fasse un effort pour que ces personnes retrouvent à minima leur argent, a fortiori si elles se sont endettées pour souscrire au LBO. On a été amené à faire quelques efforts dans ce sens, afin que les gens sortent dans des conditions satisfaisantes. Bien que ce

ne soit pas le cas, le fonds est de fait, perçu comme garant du succès de leur investissement, qui représente leur adhésion au projet d'entreprise. Je pense que l'idée d'avoir, sous une forme ou une autre à définir, un rendement différent mais un capital garanti pourrait être de nature à rassurer dans les nouveaux montages. Peut-être faudrait-il le généraliser pour une certaine catégorie de salariés-actionnaires ?

Baptiste Gormand : A propos de l'inclusion d'une clause de capital garanti dans un package de type optionnel, il convient de noter que son bénéficiaire se voit contraint de payer une part importante de ce bénéfice futur dans le prix de souscription de son option afin de pouvoir prétendre au régime fiscal particulier. Cela s'explique par les méthodes d'évaluation des instruments optionnels et/ou le fait qu'un capital minimum garanti peut être considéré par les autorités fiscales comme un bonus garanti (exclu du régime fiscal particulier).

L'ÉLARGISSEMENT DU CERCLE DE MANAGERS

Jacques Pancrazi : S'agissant de l'élargissement du cercle de salariés, nous nous fondons principalement sur les recommandations du management. Ce sont eux qui sont à même d'apprécier, au cas par cas, les personnes qui ont l'état d'esprit pour faire partie du projet et qui ont compris le montage du LBO. Nous sommes pragmatiques et nous n'avons pas de règles. Nous sommes bien sûr très heureux quand le maximum de managers décide d'investir des montants significatifs. Le fonds est alors mis en confiance. Cependant, nous sommes toujours attentifs à ce que les salariés ne fassent pas d'investissements disproportionnés par rapport à leur patrimoine, pour qu'ils puissent dormir sereinement. Dans certaines situations tendues, nous avons même été amenés à freiner les ardeurs de quelques-uns d'entre eux qui souhaitaient donner leur cau-

sion personnelle sur les emprunts souscrits par la société ! Il est d'ailleurs intéressant de voir que les fonds de retournement ne demandent pas à leurs managers d'investir systématiquement. Pour faire un bon retournement, il faut être prêt à perdre. Dans les scénarios de restructuration, mieux vaut s'entourer de professionnels de la restructuration qui sont coutumiers de ce type de situations.

Frédéric Balochard : La mission des conseils est également de sensibiliser les managers à l'aspect aléatoire de l'évolution de leurs packages. Il ne suffit pas de faire de la pédagogie à l'entrée de l'opération, il faut également les accompagner pendant la durée de vie du LBO, notamment en faisant des points réguliers sur le sujet afin qu'ils soient plus conscients des évolutions. L'idée est de ne surtout pas «fermer les yeux» pendant la durée de l'opération et d'attendre le résultat final à la sortie. Ignorer cette valorisation durant toute la période est un mauvais choix.

D'une part cela ne correspond pas à l'esprit qui a généralement conduit à la mise en place du package. Pour que celui-ci soit un outil d'incentive efficace, il faut que le manager comme le fonds, puissent en mesurer les effets année après année. D'autre part, une valorisation soudaine et significative du package peut apparaître comme un indicateur «sensible», alors que l'on aurait très bien pu procéder à une valorisation de façon régulière. De même, si les problématiques ISF, actuellement en pleine évolution, constituent l'un des paramètres à optimiser, elles ne doivent pas être considérées comme un frein majeur. A ce propos, en tant que banque et dans le cadre de l'accompagnement de nos clients, nous pouvons veiller à assurer une forme de cohérence dans les déclarations des différents managers, tout en préservant le caractère confidentiel des informations individuelles en notre possession. ■■

Propos recueillis par Benjamin L'Hoir et Ondine Delaunay.

Portraits des intervenants



Frédéric Balochard dirige l'équipe de l'Ingénierie Financière au sein de la Banque Privée 1818. Après 12 années d'expérience en financement, cession et transmission d'entreprises familiales au sein du groupe Crédit Mutuel-CIC, il a fondé ce département en 2006. Ses missions principales consistent à développer des prestations de conseil en stratégie et opérations de haut de bilan pour des équipes de management et des entreprises familiales small et mid-market.



Pierre-Olivier Bernard est avocat associé au sein de la direction internationale de Fidal où il poursuit son activité dédiée aux dirigeants. Avant de rejoindre Fidal, Pierre-Olivier était avocat associé chez Mayer Brown (2005-2010) en charge de l'activité Dirigeants d'Entreprises et Patrimoine. Il avait auparavant exercé en tant que fiscaliste manager au sein du cabinet Landwell & Associés, département patrimoine et entreprises familiales, après avoir exercé comme fiscaliste senior chez Arthur Andersen International et comme consultant en gestion de patrimoine chez Expert & Finance. Avocat au barreau de Paris, il est diplômé d'un DEA en droit des affaires et droit économique et d'un DESS gestion de patrimoine de l'Université de Rennes I.



et 2006.

Gonzague de Blignières est Président de Barclays Private Equity France. Il a débuté sa carrière au sein de la BNP, d'abord à la direction de l'organisation puis en tant qu'analyste financier au sein de la direction financière. En 1992, il rejoint Barclays Capital Développement devenu Barclays Private Equity en 1999. Il a par ailleurs été Président de l'Association Française des Investisseurs en Capital (AFIC) entre 2005



la Société Générale. Il rejoint ING Parcom Private Equity en décembre 2002. Il est diplômé d'HEC.

Pierre Decré est directeur associé au sein d'ING Parcom. Après sa coopération à la Caisse Française de Développement, il débute dans le domaine du capital investissement en 1989 à la Financière Saint Dominique au sein de structures de capital développement puis de LBO. A partir de 1998, il participe au lancement de SG European Private Equity, fonds de MBO paneuropéen de 220 M€ sponsorisé par



de 1998. Il a créé son propre cabinet en 2001, qu'il a fusionné en 2007 dans Lerins Avocats.

Laurent Julienne est associé fondateur et managing partner de Lerins Avocats. Il intervient en matière d'investissement, d'intéressement des managers, de marchés financiers et de fusions-acquisitions. Diplômé de l'Essec et de l'École de formation du barreau (Paris), Laurent Julienne a exercé au sein du cabinet Siméon & Associés à partir de 1994, puis du cabinet Veil Armfelt Jourde La Garanderie à compter



de 1998. Il a créé son propre cabinet en 2001, qu'il a fusionné en 2007 dans Lerins Avocats.

Hervé Thibaut de Maisières est le fondateur de LBO Managers, conseil financier indépendant aux équipes dirigeantes dans les situations de LBO. Auparavant, il a travaillé huit ans au sein du fonds d'investissement paneuropéen de la holding de GBL, codirigé par Albert Frère et Paul Desmarais. En 1996, il avait rejoint la division private Equity d'Apax Partners.



du portefeuille. Jacques a débuté sa carrière comme auditeur chez PWC, puis a été successivement Directeur financier pour le groupe Invensys en France, puis pour le groupe Primagaz à l'international. Jacques siège aux Conseils de Frères Blanc, Feu Vert, Genoyer et du groupe THOM (Marc Orian-Histoire d'Or).

Jacques Pancrazi est le Directeur Général Délégué de Qualium Investissement. Avant de rejoindre Qualium Investissement en 2009, Jacques était depuis 2005 Directeur chez European Capital où il a participé à la création du bureau parisien qu'il a cofondé avec Jean Eichenlaub. Auparavant, Jacques a passé 5 ans chez Fonds Partenaires Gestion (Banque Lazard) en tant que responsable de la gestion et du suivi



de PwC en France. Il est diplômé du Groupe EM Lyon, et a débuté sa carrière au sein du groupe Bouygues en financement de projets.

Hervé Colson est associé au sein de l'activité Corporate Finance de PwC. Il intervient depuis une quinzaine d'années en qualité de conseil fusions-acquisitions sur des transactions mid-cap pour le compte de groupes industriels ou de fonds d'investissement et également auprès des équipes de management lors d'opérations de LBO. Il est l'associé en charge du développement de l'activité Debt Advisory



tion et stratégie qu'il avait intégré en 2005. Il est diplômé de l'ESSEC et du Collège d'Europe en économie.

Baptiste Gormand est Directeur, au sein du département Valuation Services de Duff & Phelps. Son expertise couvre notamment l'évaluation d'entreprises et d'actifs dans un contexte transactionnel (M&A ou fiscal) ou en matière de conseil aux boards, de modélisation financière et d'évaluation d'instruments optionnels. Baptiste a rejoint Duff & Phelps en 2007. Il était auparavant chez PwC au sein du département évaluation



et dirige l'équipe de consultants spécialisés dans ce domaine.

Christophe Leclerc est associé d'Accuracy, premier cabinet européen indépendant de conseil financier. Préalablement à la création d'Accuracy en 2004, il avait acquis une expérience en conseil et audit financier au cours de 10 années passées chez Arthur Andersen. Christophe Leclerc a été à l'origine du développement d'Accur@Option®, méthodologie d'évaluation des management packages



Gallagher, Wilinski, Scotto et Associés, VSA Avocats. Il a rejoint en tant qu'associé les équipes du cabinet Curtis afin de développer avec Carole Degonse le département Private Equity et Management Package. Ses domaines de compétence couvrent l'ensemble des opérations de fusions & acquisitions, de capital-risque et de Private Equity / LBO.

Henri Pieyre de Mandiargues est associé au sein du cabinet Curtis, Mallet-Prevost, Colt & Mosle LLP. Henri Pieyre de Mandiargues est titulaire d'un magistère et d'un DJCE de l'Université de Montpellier et diplômé de Paul University School of Law. Avocat au Barreau de Paris depuis 1994, il a notamment travaillé au sein de cabinets tels que Winston & Strawn, Willkie Farr &



également été Directeur du Groupe AC Nielsen. Thomas est titulaire d'un DEA Marketing et Stratégie Paris-Dauphine.

Thomas Wolf est président de la société Sogec, entreprise de marketing opérationnel et relation client de 350 personnes. Il en est le président depuis 2005, il a dirigé l'entreprise pendant 5 ans en association avec ING Parcom. L'entreprise sous LBO a ensuite été rachetée en décembre 2010 par le groupe Mediapost. De 1996 à 2005, Thomas a été Président France puis Europe de Catalina Marketing, filiale de Catalina Corp. Il a