

La révision de management package, nouveau passage obligé

edouardlederer

Tant que les entreprises sous LBO délivraient la performance attendue, les managers pouvaient espérer faire fortune, grâce aux différents instruments de leur package d'intéressement. Cette perspective s'est éloignée pour certains d'entre eux, les mettant parfois en risque sur leur patrimoine personnel. Et mettant en péril le sacro-saint alignement d'intérêts. Remettre à flot ces packages est devenu une nouvelle figure imposée.

Apax Partners reprend IEE en 2004. Ce producteur de capteurs électroniques destinés à l'industrie de l'automobile connaît une chute de 35 % de son activité, cinq ans plus tard. La situation demande, en novembre dernier, un réaménagement du bilan : une partie de la dette subordonnée est transformée en titres, tandis que le management, la mezzanine et le fonds, qui reste majoritaire, souscrivent une augmentation de capital. Cette même année, l'entreprise est parvenue à générer une marge d'Ebitda de plus de 10 %. « Le management package initial s'est retrouvé inadapté. Nous avons pu discuter sur la base d'un endettement plus faible, mais aussi d'objectifs revus en matière d'Ebitda. Les perspectives de gains sont désormais alignées sur le TRI du nouvel investissement », commente Bertrand Pivin, directeur associé d'Apax Partners.

A l'image d'IEE, les LBO sous-performants posent la ques-

tion de la remise à plat du management package. Rien de plus normal : il s'agit de rendre cet outil cohérent avec le nouveau plan d'affaires, et surtout de remotiver le management en place ou à venir. De Monnier à Terreal, les exemples devraient être a priori nombreux. Pourtant, les parties prenantes, fonds, conseils de dirigeants, managers en place, se montrent peu diserts sur la question. « Ils font partie des dossiers sur lesquels je m'engage à ne pas communiquer », explique Julien Alvarez, associé chez AZ & Cie. La discrétion est aussi de mise pour les fonds, qui ne veulent pas trop faire savoir à leurs LPs que les objectifs initiaux ont pu être revus à la baisse. Les rares exemples commentés sont des histoires qui finissent bien. Outre IEE, on pense à Potel et Chabot, chez 21 Centrale Partners. Refinancé après la rupture d'un covenant bancaire, le traiteur de prestige a mis en place un nouveau management package et n'a,

pendant toute cette période, « jamais cessé d'être rentable », souligne l'investisseur.

Un tabou incontournable

Sujet de coulisse par excellence, la renégociation de management packages fait pourtant désormais partie de la vie d'un LBO. L'enjeu est avant tout d'ordre patrimonial pour le manager, qui subit une véritable double peine. Tout d'abord, faute d'atteindre les objectifs de performance assignés, son management package ne se déclenche pas ou ne garantit pas un partage de plus-value très favorable. Ensuite, la perte de valeur des différents instruments en fonds propres ou en ratchet expose son propriétaire à un risque de surendettement. En effet, lors d'un LBO primaire, le manager investit aux côtés du fonds environ un an de salaire, brut ou net selon les cas. Une somme qu'il a parfois dû emprunter. « En période d'euphorie, les managers eux-mêmes ont cherché à investir le plus possible. Souvent,

Les charges fiscales et sociales du management package ▼

Source : Le Management package, Laurent Julienne et Alexis Katchourine, éditions Lamy

	Stock-options	Actions gratuites	BSPCE	ABSA
Gain brut	100	100	100	100
Charges sociales employeur	10	10	0	0
Coût pour l'entreprise	110	110	100	100
Charges sociales salarié	2,5	2,5	0	0
Fiscalité	de 29 à 41	de 29 à 41	de 30,1 à 42,1	30,1
Gain net manager	de 56,5 à 68,5	de 56,5 à 68,5	de 57,9 à 69,9	69,9

dégradé », estime Hervé Couffin, associé-fondateur de Callisto.

Négociations tendues

Une fois la question du casting tranchée, la discussion directe s'engage sur le nouveau management package. Dans un climat logiquement assez tendu. « En comparaison des négociations menées lors du premier package, il y a moins de sourires, mais beaucoup plus de franchise », note Stéphane de Lassus, associé chez Sarrau-ThomasCouderc. « La communauté d'intérêts n'existe plus, et pour la reconstruire, les managers, le fonds et les banques acceptent de rediscuter des aménagements du management package, la plupart du temps », souligne Xavier Jaspar, associé chez Mayer Brown. Le premier sujet abordé est celui du nouveau business plan. « La question n'est pas de satisfaire ou non aux exigences financières des dirigeants, mais de parvenir à un accord gagnant pour les deux parties, fondé sur de nouveaux objectifs communs à la fois ambitieux et réalistes, c'est-à-dire adaptés aux nouvelles perspectives de l'entreprise », commente Bertrand Pivin. La discussion se déroule en parallèle, voire à la suite de l'éventuel refinancement. « Cela rassure forcément la banque de savoir que, si elle accepte de faire un effort, il y aura un management motivé pour appliquer le nouveau plan. Certains refinancements sont même suspendus à une clause de renégociation de management package », explique Frédéric Jannin, fondateur d'Oloryn Partners.

Une fois les volets business plan et bancaires avancés, la renégociation entre dans sa phase plus strictement technique. Conceptuellement, cette étape ne présente pas de difficulté particulière. « Les outils optionnels détenus par les managers peuvent être échangés contre d'autres outils optionnels, aux espérances de gains plus probables au vu de la situation actuelle de la société, mais au potentiel plus modeste en cas de surperformance », explique Frédéric

Trois questions à... Laurent Combaz

« Les titres ont été cédés pour 1 € »

Trois fois, déjà, Laurent Combaz a dirigé une société sous LBO: la fondrière Florence et Peillon, de 1995 à 2000, l'équipementier Fabricauto, de 2000 à 2003, et le groupe de fours thermiques ECM, de 2004 à 2007. Toujours aux côtés d'Astorg Partners. La troisième opération s'est soldée par un échec pour le manager, qui a perdu un tiers de son patrimoine dans l'opération.



C.F. : Pourquoi ECM s'est-il trouvé en difficulté ?

L.C. : Nous avons été confrontés à deux problèmes, dès le départ. Tout d'abord, les due diligences ont été défailtantes. Elles n'ont pas su détecter certaines particularités comptables propres au secteur des biens d'équipement. Mais surtout, nous avons acheté l'entreprise pour déployer une technologie innovante mise au point en interne, destinée au secteur de l'automobile ; c'est un secteur que je connaissais, mais j'ai réellement sous-estimé l'effort à fournir pour ce changement de métier, et l'exigence extrême à laquelle il fallait répondre.

C.F. : Comment avez-vous réagi ?

L.C. : Après une première négociation à l'amiable avec les banques, en 2006, nous

avons été confrontés à l'écroulement du marché de l'automobile. Les constructeurs mondiaux clients d'ECM ont gelé leurs programmes d'investissement face à la crise, rendant impossible le remboursement de la dette senior. J'ai alors repris les négociations avec les banques et fait le tour des fonds de retournement, car les banques étaient visiblement prêtes à faire des efforts sous réserve que les actionnaires existants sortent. Les titres ont donc été cédés pour

1 euro symbolique et les banques ont accepté d'annuler la dette senior résiduelle, en échange d'une clause de retour à meilleure fortune.

C.F. : Le fonds et le management sont-ils restés solidaires pendant cette période ?

L.C. : La relation avec Astorg est toujours restée saine. Nous nous connaissions depuis longtemps, et nous cherchions tous les deux une issue. A ce stade, notre motivation n'était plus de réaliser un gain, mais d'ordre éthique, en cherchant à sortir l'entreprise de son impasse financière. En interne, certains managers ont eu du mal à admettre qu'ils pouvaient perdre leur mise. Certains partent du principe que l'opération ne peut que réussir. ■

Propos recueillis par E.L.

Jannin. Le package initial, même si sa valeur est faible, peut aussi être apporté en déduction du prix d'acquisition d'un nouveau package. Le panachage précis – stock-options, actions gratuites, BSA... – demeure pourtant difficile à décrire, tant sont nombreux les paramètres pris en compte. Les instruments varient selon leur effet de levier et leur fiscalité (cf. tableau, p. 30), permettant de s'ajuster aux moyens de réinvestissement du management.

Une logique d'ensemble peut

toutefois apparaître. « Je constate que, dans le cadre des restructurations de management package intervenues pendant la crise, les fonds ont été capables d'accepter un partage de plus-value à des niveaux de déclenchement assouplis », note Laurent Julienne, associé chez Lérins Avocats. En outre, le critère simple du TRI a pris du plomb dans l'aile, en raison du report, de fait, de la sortie prévue. « Il est pondéré par un objectif de multiple déconnecté de la date de sortie. Ainsi, le partage de la plus-value n'est plus aussi sensible au timing, ce qui

n'incite pas non plus à une rotation rapide des dossiers », explique Frédéric Dubuisson, managing director chez Duff & Phelps. Enfin, le fonds peut proposer de mettre en place un mécanisme par lequel le management capte une partie de la plus-value mesurée non sur son investissement initial, mais sur la valeur de son investissement à ce jour.

Le fisc est monté en compétence

Dans la pratique, les choix sont tout de même bornés. « Il convient d'assurer le bon compromis



Laurent Julienne
Lerins Avocats

« Dans le cadre des restructurations de management package intervenues pendant la crise, les fonds ont été capables d'accepter un partage de plus-value à des niveaux de déclenchement assouplis. »

entre l'alignement d'intérêt des différentes populations de managers et celui des investisseurs financiers, ainsi que leurs enjeux fiscaux respectifs », explique Isabelle Cheradame, associée chez Scotto & Associés. En effet, l'administration fiscale est montée en puissance sur le thème du management package. « Elle a constitué des équipes dédiées à même d'analyser les structurations les plus complexes », poursuit l'avocate. La principale interrogation du fisc : savoir si les gains tirés sont à considérer comme des plus-values ou comme une rémunération. Il cherche donc à com-

prendre la prise de risque du management. Ces vérifications auraient dernièrement gagné en fréquence, et en profondeur. « Auparavant, les contrôles avaient lieu au moment de la sortie. A présent, ils peuvent avoir lieu pendant le LBO. De plus, nous observons une coordination accrue entre les impôts et l'Urssaf. Le risque, pour l'entreprise, est de se voir réclamer des arriérés de cotisations patronales et salariales », observe Christina Melady, associée du cabinet d'avocats Taj. Cet activisme fiscal plus marqué, tout comme le besoin de renégociation plus fréquent,

souligne le besoin de précision dans la valorisation de packages. Pour le fonds ou pour le management, cette question ne se posait pas avec autant d'acuité, tant que la valeur des options ne faisait que monter. « Les parties prenantes ont réalisé que ces options étaient risquées et que leur "pay-off" pouvait être nul en cas de baisse de la performance », estime Frédéric Dubuisson. De plus, le ralentissement économique a encore compliqué le travail de valorisation des options. « De nouvelles problématiques sont apparues : la volatilité anticipée sur la période de l'option est habituellement un paramètre clé pour calculer sa valeur. Or, les niveaux de volatilité actuellement observés sont plus élevés qu'avant la crise. Comment prendre en compte ce

ciation entre le fonds et le management qui porte sur les principes de rétrocession, reprend Christophe Leclerc. Nous chiffrons la valeur du nouveau package, et nous indiquons les différents paramètres ayant des répercussions significatives sur cette valeur. »

Vers un nouveau partage ?

Au-delà des remaniements de management packages, faut-il voir dans ces renégociations de nouveaux standards pour les packages initiaux ? Se dirige-t-on vers un nouveau partage de la plus-value, a priori moins favorable au management ? En théorie, on pourrait répondre par l'affirmative, tant les niveaux de performance des années 2006-2008 paraissent désormais hors de portée. Mais pour les fonds, le LBO reste profon-

L'ADMINISTRATION FISCALE EST MONTÉE EN PUISSANCE SUR LE THÈME DU MANAGEMENT PACKAGE.

paramètre, au risque de surévaluer la valeur de ces options ? », interroge Christophe Leclerc, associé chez Accuracy. Résultat : ces interlocuteurs sont devenus centraux dans les discussions fonds-management, au point, affirment certains, « d'être les seuls à parler » dans ces négociations. « Nous sommes consultés à l'issue d'un premier tour de négo-

dément synonyme de prise de risque et de partage de valeur. Cela reste d'autant plus vrai que la concurrence s'est accrue entre fonds, pour la reprise des plus beaux dossiers en LBO secondaire ou tertiaire. Malgré les moments difficiles, le management package est devenu un argument parmi d'autres pour faire la différence. ■

Analyse comparée des mécanismes d'intéressement du management ▼

Source : Le Management package, Laurent Julienne et Alexis Katchourine, éditions Lamy

	Actions gratuites	BSPCE	Stock-options	ABSA	OC	Actions de préférence
Eventail des personnes pouvant en bénéficier						
Pourcentage maximal du capital						
Durée minimale						
Investissement financier de la part du manager	€	€€€	€€	€€€€	€€€€	€€€€