

NUMÉRO SPÉCIAL

PRIVATE EQUITY

CLASSEMENTS
des cabinets d'avocats
et le répertoire
des conseils

LBO
Le retour des liquidités
dynamise le marché

LA TABLE RONDE
Management package :
priorité à la sécurité
juridique et fiscale

La concurrence s'intensifie

Nicolas Dufourcq,
directeur général
de Bpifrance

Un supplément des magazines

Option
Finance

Option
DROIT AFFAIRES

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires

Management package : priorité à la sécurité juridique et fiscale

La succession des lois de finances depuis 2012 et le durcissement de la position de l'administration fiscale vis-à-vis des management packages ont fortement accru l'incertitude des dirigeants quant à leurs perspectives de gain à l'issue d'un LBO. En dépit de l'adaptation des structures de ces packages, il reste difficile de garantir aux managers la sécurité juridique et fiscale de leur investissement. Trois spécialistes de la matière font le point sur les dernières évolutions du marché.



De gauche à droite : **Henri Pieyre de Mandiargues**, associé de Curtis Mallet-Prevost Colte & Mosle, **Franck Chaminade**, associé d'Arsene Taxand, et **Teddy Guerineau**, associé de Sorgem Evaluation

ETAT DES LIEUX DU MARCHÉ

Henri Pieyre de Mandiargues : Dans un LMBO, le management est absolument crucial. Malgré les vicissitudes de la réglementation fiscale, les opérations dans lesquelles les managers investissent sont le cœur de l'activité du private equity et la tendance de fond est à une professionnalisation, à une recherche de sécurité juridique et fiscale de leur part.

Il nous apparaît que les managers ne sont plus forcément à la recherche de la performance financière absolue comme dans les années dorées du private equity mais s'orientent vers plus de sécurité tant pour eux que pour le fonds d'investissement qui les accompagne. Les conseils sont également très vigilants et cette sécurité prime désormais sur le choix d'un produit ou

d'un gain potentiellement très élevé. Cette évolution permet d'installer un nouvel équilibre.

Franck Chaminade : L'attitude de l'administration a évolué face aux management packages. Elle est devenue très agressive et affiche souvent une position dogmatique sur ces mécanismes. Elle redresse désormais de manière quasi systématique, quelle que soit la manière dont le management package est structuré. Les premiers contacts avec l'administration et les notifications de redressement sont presque toujours les mêmes, que l'on soit dans le cas d'une structure dans laquelle les managers n'ont pas pris de risque, où les instruments n'ont pas été correctement évalués, ou dans le cas de packages correctement structurés, avec

une réelle prise de risque capitalistique par des managers qui se sont parfois endettés pour souscrire des titres et qui agissent comme de vrais investisseurs. Ces derniers voient leurs gains requalifiés en salaire sur la base du même argumentaire.

Teddy Guerineau : L'environnement a été bouleversé à plusieurs égards. Tout d'abord, les instruments habituellement utilisés sont devenus inadéquats du fait de l'évolution de la fiscalité. Ensuite, les rendements très élevés du passé ne sont plus d'actualité. Les liquidités abondantes des fonds et l'assouplissement des conditions de financement tirent les prix d'acquisition vers le haut, ce qui réduit les perspectives de gains, et ce dans un contexte conjoncturel atone qui rend plus difficile le développement des sociétés. Les réflexions menées autour de la conception du management package doivent nécessairement prendre en compte ces aspects. Enfin, il y a la confrontation avec l'administration fiscale qui redresse presque systématiquement dès lors que des plus-values importantes sont réalisées. Dans les contentieux, nous remarquons cependant qu'il existe une certaine professionnalisation des personnes en charge de ces sujets au sein de l'administration, avec lesquels le dialogue est de meilleure qualité.

Franck Chaminade : Ce dialogue n'intervient pas au début du redressement. Les directives internes de l'administration semblent inciter les services à taper fort au moment du contrôle, quitte à discuter après, mais à un niveau hiérarchique assez élevé. C'est seulement face à l'interlocuteur départemental qu'une discussion peut réellement avoir lieu. Nous avons face à nous des personnes qui appréhendent de mieux en mieux le sujet, et qui nous expliquent que leur attitude dure a pour objectif de «faire avancer le droit».

Henri Pieyre de Mandiargues : Dans ce contexte, le secteur a gagné en maturité. Le LBO ne s'est réellement répandu en France que depuis 20 ans et après une courte période d'excès, nous avons maintenant des grilles d'analyse et des méthodes assez balisées. Le marché va désormais s'inscrire dans un cadre plus normalisé dans lequel il y aura une grille de lecture plus claire pour les équipes de management qui investiront comme pour les fonds. C'est au terme d'une période un peu mouvementée que nous allons parvenir à un format plus établi et c'est très bénéfique pour le secteur. Du point de vue des managers, le LBO reste une aventure industrielle, opérationnelle et entrepreneuriale unique, il y aura donc forcément de l'appétit, d'autant plus dans un cadre normé.

LA REQUALIFICATION DES GAINS EN SALAIRE

Franck Chaminade : Dans beaucoup de cas, la négociation est difficile. Nous pouvons réduire la facture de manière assez significative, mais il est devenu difficile d'obtenir mieux qu'un abandon partiel des redressements. Pourtant, nous défendons souvent des situations dans lesquelles juridiquement, économiquement et financièrement, il est évident que le gain réalisé par

le management a la nature d'une plus-value. Ces redressements sont souvent très lourds financièrement. L'application du barème progressif de l'impôt sur le revenu, s'accompagne parfois de pénalités pouvant atteindre 80 % si l'administration fonde son redressement sur l'abus de droit. Les managers n'ont souvent pas les moyens de payer ces redressements car ils ont réinvesti dans une nouvelle opération le produit de la cession de leur précédent package. Nous avons des dossiers très solides, mais pour lesquels les managers préfèrent transiger car ils ne veulent pas vivre dans l'incertitude d'avoir un montant très élevé à payer. Ils préfèrent donc un maintien partiel des redressements à l'incertitude inhérente à un contentieux.

Nous n'avons malheureusement pas souvent la possibilité d'aller au contentieux, ce qui permettrait réellement de faire vraiment évoluer le droit et de sécuriser ces opérations. Par ailleurs, les dossiers qui vont au contentieux ne sont pas forcément les plus solides du point de vue du management. Il y a notamment l'arrêt du 26 septembre 2014 du Conseil d'Etat qui a validé l'analyse de l'administration fiscale requalifiant le gain d'un management package en salaire. Il s'agissait d'un dossier fragile, dans lequel un manager avait souscrit une promesse pour laquelle il avait payé une indemnité d'immobilisation d'un montant relativement modeste, d'environ 13 000 euros, comparé aux revenus de l'intéressé d'une part, et d'autre part au gain généré par l'exercice de ces promesses.

Teddy Guerineau : Cet arrêt illustre également un critère souvent mis en avant pour requalifier des plus-values en salaires : le lien entre la souscription d'un instrument financier et la fonction occupée. Dans le cas d'espèce, la possibilité d'exercer la promesse était conditionnée au fait que la personne reste dans l'entreprise pendant cinq ans. Le lien entre l'instrument souscrit et la fonction occupée était évident. Ce critère impose un équilibre assez subtil entre la possibilité de souscrire à un management package et la fonction occupée. Il semble qu'il y a des lignes rouges à ne pas franchir, comme le fait d'imposer à quelqu'un de rester dans l'entreprise durant une période déterminée pour exercer une promesse.

Henri Pieyre de Mandiargues : Il y a pourtant une position assez établie de l'administration indiquant que le fait que le bénéficiaire du management package soit un salarié n'est pas à lui seul une condition qui requalifie la plus-value en revenu d'activité.

Franck Chaminade : L'administration devrait en pratique regarder uniquement si le management a pris un risque et s'il a payé l'instrument le bon prix. Or, elle fonde souvent son analyse sur des éléments qui devraient demeurer indifférents dans la qualification du gain réalisé comme, par exemple, le fait que l'investissement ait été réalisé au travers d'une structure réservée au management. Souvent donc, l'administration ne se fonde pas sur les bons critères, qui sont le bon prix et le risque capitalistique. Ces deux critères sont pourtant dans la plupart

des cas puisque le principe du management package est bien d'aligner les intérêts de l'investisseur financier et des managers. Si le fonds perd de l'argent, le management en perd aussi.

Teddy Guerineau : La position de l'administration a été confortée dans certains cas par les décisions de jurisprudence qui retiennent le lien entre la possibilité de souscrire un instrument financier et la fonction pour requalifier. Mais c'est un critère extrêmement flou. Le fonds a évidemment besoin de mettre en place un package pour convaincre les managers, mais ce n'est pas pour autant que ce package rémunère l'activité du dirigeant. Les managers prennent un vrai risque capitalistique en investissant dans un management package.

Franck Chaminade : Exactement, ils ont par ailleurs une rémunération et des bonus normaux pour les fonctions qu'ils exercent dans la société. Le gain qu'ils obtiennent via le package ne se substitue pas à la rémunération de leur travail. Il s'agit de la rémunération de l'argent qu'ils ont investi dans la société.

L'ÉVALUATION DU RISQUE

Teddy Guerineau : L'avis de l'évaluateur est considéré par l'administration de manière très variée. Depuis plusieurs années, la plupart des opérations ont fait l'objet de rapports d'expert. Lorsque l'administration requalifie, il est donc fréquent qu'un rapport ait été réalisé à l'appui de l'opération.

Franck Chaminade : Il est évident que si l'on défend un dossier sans rapport d'évaluation, la situation est très inconfortable. Il arrive d'ailleurs de plus en plus souvent que l'administration produise son propre rapport d'évaluation.

Teddy Guerineau : Nous constatons, dans le cadre de contentieux, que le rapport établi au moment de l'opération n'est pas forcément pris en considération par l'administration. Les managers demandent souvent un contre-rapport pour appuyer le premier et défendre les méthodes utilisées par l'expert initial. On peut avoir une discussion de bonne qualité sur ce type de sujet avec l'administration, ce qui ne veut pas nécessairement dire qu'on parvient à les convaincre complètement in fine.

Franck Chaminade : Le rapport d'évaluation des instruments émis dans le cadre d'un management package est réalisé au moment de l'investissement, dans un environnement économique donné. Or l'administration fait une contre-expertise après la sortie. Celle-ci est donc forcément influencée par l'histoire qu'a connue le LBO.

Teddy Guerineau : L'administration a souvent une vision rétrospective des événements, c'est-à-dire qu'elle considère qu'on aurait dû prendre en compte ex ante ce qui s'est déroulé de manière positive ex post. Par ailleurs, le fait que l'administration ne soit pas toujours à l'aise avec les rapports d'experts résulte parfois peut-être d'un manque de transparence dans leur

mise en œuvre et dans la justification des paramètres utilisés. L'administration exprime clairement son besoin de transparence et de pédagogie, notamment au niveau de l'analyse de la prise de risque par les managers. Quand tout s'est bien passé, on a évidemment du mal à imaginer qu'il y avait un risque au départ. Il faut pouvoir expliquer que le résultat aurait pu être complètement différent. Si une entreprise est fortement endettée suite à un LBO, un choc conjoncturel ou spécifique à l'entreprise peut avoir d'importantes conséquences sur sa valeur et donc sur celle du management package.

Henri Pieyre de Mandiargues : Au cours de la vie d'un LBO, beaucoup d'événements peuvent se produire. Il peut y avoir des refinancements qui viennent augmenter le niveau de dette, des opérations de croissance externe qui ne sont pas toujours des succès. A chacune de ces étapes, il est intéressant de remettre en perspective le rapport de valorisation initial pour voir si les prévisions sont respectées au fur et à mesure de ces évolutions. C'est une bonne chose qui permet, au moment où l'administration fiscale regarde le dossier a posteriori, de voir qu'à certaines étapes de la vie de l'opération, des événements ont pu créer de la valeur, en faire perdre, ont réendetté la société et donc ont recréé un risque pour les actionnaires, y compris individuels. Avec de tels éléments, l'administration pourra éviter de simplement comparer la situation de départ à la situation d'arrivée et constater le gain. Nous avons tous eu des expériences d'opérations inscrites dans la durée qui ont connu un départ en fanfare, puis un refinancement suivi d'un retournement conjoncturel et d'un plongeon de l'activité. Dans ce cas, la valorisation des instruments des managers à l'entrée n'a plus du tout le même profil et montre un risque effectif de perte.

DES STRUCTURES DE PACKAGE ADAPTÉES

Franck Chaminade : Il y a eu des évolutions très importantes dans la fiscalité des plus-values depuis 2012 qui ont eu un impact sur la manière dont les management packages sont structurés. Le gain qu'un investisseur personne physique tire de la cession d'une participation, historiquement taxé de façon proportionnelle, est aujourd'hui soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu, avec l'application d'abattements pour durée de détention. Mais ces abattements sont désormais réservés aux actions. Ce changement a pour conséquence que les bons de souscription d'action (BSA) ne sont plus très utilisés. Avec cet instrument, les équipes de management subiraient une fiscalité extrêmement défavorable puisqu'en sortie de deal, les BSA seraient exercés et les actions obtenues seraient cédées immédiatement, ce qui impliquerait une taxation au barème progressif de l'impôt sur le revenu sans possibilité d'abattement. Aujourd'hui, les management packages sont donc structurés de manière à ce que les managers souscrivent dès l'origine de l'opération des titres de capital soit en actions ordinaires, soit en actions de préférence et non plus des BSA, ce qui leur permet, lorsqu'ils réalisent une plus-value, de bénéfici-



Henri Pieyre de Mandiargues,
Curtis Mallet-Prevost Colte & Mosle

«Si nous pouvions avoir un environnement juridique et fiscal serein et prévisible, y compris pour les management packages, nous aurions tous les ingrédients pour une formidable reprise de l'activité dans les années à venir.»

ficier d'un abattement pour durée de détention en fonction de la durée de leur investissement, qui est de 50 % au bout de deux ans de détention.

Henri Pieyre de Mandiargues : Les BSA sont généralement remplacés par des outils aux caractéristiques financières différentes des actions ordinaires, comme les actions de préférence, qui sont d'une grande souplesse car elles peuvent donner accès à une quote-part des produits de cession ou de la plus-value différente de celles des actionnaires financiers. Il est également possible, si la capacité d'investissement des managers ne leur

permet pas de faire autrement, de leur faire souscrire uniquement des actions ordinaires tandis que les fonds souscrivent un mélange d'actions ordinaires et de quasi-capital comme les obligations convertibles (OC). Cela permet de créer un effet de levier immédiat pour les managers, avec évidemment une prise de risque plus forte, puisque l'effet de protection qu'impliquent les OC ne bénéficie pas aux managers. Si l'opération n'a pas le succès attendu, le fonds bénéficiera quand même du rendement des OC alors que le manager peut tout perdre.

Teddy Guerineau : En matière d'évaluation, les approches ne sont pas différentes selon qu'il s'agit de BSA ou d'actions de préférence dès lors qu'on attribue aux actions de préférence des profils de gain similaires à ceux des BSA. Mais pour des schémas mêlant actions ordinaires et titres de quasi-capital (OC, etc.), il est nécessaire de justifier le taux d'intérêt appliqué. Il faut donc développer des méthodologies de détermination de ces taux afin qu'ils ne puissent pas être contestés a posteriori.

Henri Pieyre de Mandiargues : Le paradigme change en effet. En cas de recours aux actions de préférence, il faut désormais valoriser l'instrument pour démontrer que le bénéficiaire l'a souscrite à sa valeur de marché objective. Et dans un mécanisme où le dirigeant ne souscrit que des actions alors que le fonds souscrit des actions et des OC, qui auront un effet de dégradation de la valeur de l'action ordinaire souscrite par le dirigeant, il faudra également déterminer une valeur certaine de marché au taux applicable aux OC. Les mécanismes se modifient, mais nous retrouvons le même principe : le dirigeant a-t-il souscrit ses instruments financiers à la valeur de marché et a-t-il pris un risque capitalistique lorsqu'il a souscrit ?

Teddy Guerineau : Effectivement, un taux d'intérêt trop faible appliqué à des OC peut conduire à considérer qu'on a accordé un avantage indu ex post aux managers et qu'il y a une répartition de la plus-value qui n'est pas équilibrée parce que le taux de marché n'a pas été appliqué. A ce stade, nous avons moins de recul sur les méthodes de détermination des taux d'intérêt et leur éventuelle validation par l'administration fiscale.

Franck Chaminade : Il y a déjà eu des redressements, avec des débats similaires à ceux observés sur les actions de préférence, les BSA ou les promesses de vente. Encore une fois, le débat devrait se cristalliser sur la valorisation des instruments et la prise de risque capitalistique et non pas sur le fait que seuls les managers ont eu le droit de souscrire des actions sans souscrire d'obligations convertibles. Cette question ne devrait pas se poser si les OC répondent à des caractéristiques financières de marché, s'il ressort que le fonds n'a consenti aucun avantage au management en lui permettant de ne souscrire que des actions. Pour les managers, la perspective de gain est proportionnellement plus élevée que celle de l'investisseur financier, mais la perspective de perte l'est également.

L'INCERTITUDE DES MANAGERS

Henri Pieyre de Mandiargues : Il y a un consensus entre les fonds et les managers pour trouver davantage de sécurité et d'équilibre. Les sponsors perçoivent évidemment très positivement le fait que les managers soient investisseurs en capital, comme eux, et pas uniquement en BSA. Ils détiennent ainsi les mêmes titres et cela ne complexifie pas plus les relations contractuelles. L'effet d'affichage d'une équipe de management fortement impliquée au capital est intéressant. On observe aussi, de notre point de vue, une tendance à une certaine normalisation entre le rapport du retour sur investissement réalisé par les fonds et de celui réalisé par les managers. Ce que l'on avait pu appeler «l'exception française en matière de management package» nous semble un peu moins réaliste aujourd'hui et, de toute façon, cette exception «culturelle» pourrait s'avérer assez difficile à défendre sur le plan fiscal.

Franck Chaminade : La particularité française des management packages est avant tout l'instabilité et l'insécurité fiscales. C'est sur cet élément qu'une évolution est nécessaire.

Henri Pieyre de Mandiargues : Avoir un régime fiscal arrêté, normé et ancré sur les plus-values des personnes physiques participant en tant que managers à une opération de LBO serait extrêmement positif.

Franck Chaminade : Cela permettrait également aux intéressés de savoir combien ils peuvent réinvestir, le cas échéant, dans l'opération suivante.

Teddy Guerineau : Le chef d'entreprise est un acteur économique qui a besoin de visibilité pour s'engager. S'il est déjà en difficulté avec le précédent deal parce que l'administration le redresse, il est difficile pour lui de se projeter dans un nouveau LBO.

Henri Pieyre de Mandiargues : Lorsque l'on regarde le panorama du marché, dont on sait qu'il est encore difficile, plus de 75 % des opérations sont des LBO secondaires, tertiaires et au-delà. Les LBO primaires sont rares. En secondaire, si le manager lui-même est incertain quant à sa capacité de réinvestissement, alors que l'opération dépend beaucoup du montant du réinvestissement des managers pour convaincre le fonds, si l'équation fiscale du manager n'est pas résolue, tout le projet peut être à risque. Tout le monde serait favorable à une normalisation de cette fiscalité.

Franck Chaminade : Ces situations ne bloquent pas les opérations, mais peuvent amener les équipes de management à s'interroger sur leur réinvestissement dans une nouvelle opération car s'ils sont en discussion avec l'administration à six mois de la sortie, ils ne savent pas ce qu'ils pourront réinvestir et ne connaissent pas le montant qui leur sera réclamé dans le cadre de ce redressement.

Henri Pieyre de Mandiargues : Il est d'ailleurs frappant de voir que les demandes de réinvestissement des fonds dans des opérations secondaires et tertiaires ne cessent d'augmenter. Le réinvestissement par les managers de 50 % des produits nets après impôts, qui était la règle pendant un certain nombre d'années, monte aujourd'hui à 60 %-70 %. C'est compréhensible car le marché est difficile et plein d'incertitude. Pourquoi un fonds prendrait-il un tel risque alors qu'il investit essentiellement sur le business plan et l'équipe de management ?

Teddy Guerineau : Le meilleur signal est de réinvestir. Lorsque les temps sont durs, plus vous réinvestissez plus vous envoyez un signal fort aux fonds. La plupart des managers sont prêts, après négociations, à consentir un investissement important.

L'ARTICLE 1843-4 CLARIFIÉ

Teddy Guerineau : Un arrêt de la Cour de cassation du 11 mars 2014, suivi d'une ordonnance du 31 juillet réformant l'article 1843-4 du Code civil, précisent désormais que l'expert est tenu d'appliquer la formule de valorisation des titres prévue dans la convention conclue entre les associés, limitant dès lors la possibilité de contestation par l'un des associés. C'est une avancée importante.

Henri Pieyre de Mandiargues : C'est une question de base : dans un contrat qui prévoit la cession de valeurs mobilières avec un accord des parties sur un prix ou une méthode de détermination de celui-ci, le cédant peut-il finalement faire valoir son désaccord sur ce qui avait été conclu et faire appel à un expert ? Une partie de la jurisprudence avait répondu par l'affirmative. En cas de désaccord, une des parties pouvait solliciter la nomination d'un expert, quand bien même une convention initiale prévoyait la méthode de détermination de la valeur. Après ces jurisprudences un peu hasardeuses, une levée de boucliers des praticiens et de la doctrine a permis d'aboutir à des jurisprudences beaucoup plus fondées et une nouvelle rédaction légale de l'article 1843-4 limitant le rôle de l'expert à des circonstances précises. Cette réforme change notamment la donne concernant les clauses de good leaver/bad leaver, dans laquelle un manager forcé de vendre ses titres à une valeur préconvenue pouvait exprimer son désaccord et demander à un expert de déterminer le prix de cession. C'était assez anxiogène et potentiellement bloquant. Le texte de l'ordonnance de 2014 est plus clair, il faut s'en féliciter.

Teddy Guerineau : On ne peut pas regretter que l'on revienne finalement à ce que les parties avaient décidé car une telle situation ouvrait la porte à beaucoup d'incertitude. Le texte apaise les relations et simplifie les choses. L'expert aura cependant toujours un rôle car, lorsque vous définissez des méthodologies, encore faut-il les appliquer, ce qui peut entraîner des sujets de discussions sur les paramètres utilisés dans l'évaluation.

Henri Pieyre de Mandiargues : C'est un problème de sécurité juridique. Nous avons rencontré des situations dans lesquelles



Teddy Guerineau, Sorgem Evaluation

«Si le chef d'entreprise est déjà en difficulté avec le précédent deal parce que l'administration le redresse, il est difficile pour lui de se projeter dans un nouveau LBO.»

point de vue théorique, ces outils sont faciles à concevoir, la difficulté principale est celle de la sortie. Lorsque le manager investit dans un LBO, il sait qu'il vendra un jour car il y aura un événement de sortie, alors que lorsqu'il investit dans un groupe industriel cet horizon de sortie n'existe pas ou est très incertain.

Teddy Guerineau : Un manager investi dans un LBO peut s'appuyer sur une valeur objective de ses titres au moment de l'événement de sortie, avec des parties indépendantes qui déterminent une somme. Dans un contexte où cet événement de sortie n'existe pas, notamment pour les sociétés non cotées, le problème est de connaître cette valeur objective. Lorsque la société est cotée, c'est un peu plus simple car il est possible de s'appuyer sur le cours de bourse.

Franck Chaminade : Il peut y avoir des difficultés de valorisation même au sein d'un groupe coté si les dirigeants investissent dans une filiale ou un sous-groupe plutôt que dans la société cotée elle-même.

Henri Pieyre de Mandiargues : Pour autant, beaucoup de groupes, cotés ou non, réfléchissent plus qu'activement à ces mécanismes, car les mécanismes usuels d'intéressement des salariés ne sont pas si efficaces sur les plans sociaux et fiscaux.

Franck Chaminade : Et ils ne permettent pas l'alignement des intérêts que permet le management package. Dans les instruments d'actionnariat salarié classiques, stock-options ou actions gratuites il n'y a pas d'investissement de la part du bénéficiaire et le risque capitalistique est limité, contrairement à ce que permettent les outils utilisés dans un management package.

Teddy Guerineau : Il faut alors bien expliquer les mécanismes. Lorsque des personnes sont habituées à des mécanismes gratuits, il sera effectivement plus compliqué de leur faire accepter des mécanismes payants.

Franck Chaminade : En réalité, ce n'est pas du tout la même approche. Pour revenir à un sujet fiscal et à cette jurisprudence du Conseil d'Etat de septembre dernier, nous remarquons que l'analyse du rapporteur public essaie de rapprocher le mécanisme du management package mis en place à un

les dirigeants ne voulaient pas céder leurs titres alors qu'ils étaient bad leavers et que le fonds voulait exercer la promesse ; le manager soulevait une contestation sur la valeur des droits sociaux et nommait un expert pour la déterminer. Certains tribunaux avaient donné raison à ces managers, ce qui n'était évidemment pas l'esprit de départ. Il existait chez les fonds une inquiétude sur le fait qu'ils n'avaient pas la certitude juridique de pouvoir exécuter leurs promesses sans que le manager s'y oppose.

LA CONCURRENCE DES INDUSTRIELS

Franck Chaminade : Dans un souci d'attirer les talents, les industriels sont aussi obligés en quelque sorte de proposer des instruments comparables aux management packages, notamment dans le cas où les équipes de dirigeants, pour lesquels la logique entrepreneuriale est très importante, viennent du milieu du private equity et ont déjà eu la possibilité de réaliser des investissements de cette nature. Pour permettre aux industriels d'attirer ces talents, il leur faut proposer des outils un peu comparables. Nous avons constaté un mouvement de la part de certains groupes industriels visant à mettre en place des systèmes qui s'apparentent à celui du management package. Cette nouveauté pose un certain nombre de difficultés. D'un

mécanisme d'actionnariat salarié. Or ce n'est pas du tout la même philosophie.

Henri Pieyre de Mandiargues : C'est une philosophie complètement entrepreneuriale. Avec un management package, les dirigeants prennent des risques, c'est ce qui en fait un outil très puissant. Le plus grand frein dans les groupes réside dans la crainte de faire exploser la grille des rémunérations salariales, si le package est très performant.

Franck Chaminade : La logique des groupes industriels est de sortir le gain réalisé via le package de la grille de rémunérations. Dans ce cas, les managers touchent une rémunération au titre de leurs fonctions de dirigeants et, parallèlement, ils ont décidé d'investir dans le capital de la société dans laquelle ils travaillent et peuvent bénéficier d'un gain qui se rattache à cet investissement. Chercher à intégrer ce gain à la grille de rémunération n'a en réalité aucun sens.

Henri Pieyre de Mandiargues : Les groupes industriels sont finalement capables de mettre en place exactement les mêmes outils et donc de donner accès aux managers aux mêmes gains potentiels. La différence se fera plutôt sur la gouvernance. Le dirigeant manager aura-t-il la même liberté de ton, la même indépendance et la même autonomie à l'intérieur d'un grand groupe que vis-à-vis d'un actionnaire financier indépendant ? Ce n'est pas certain.

CONCLUSION

Henri Pieyre de Mandiargues : Nous vivons une période assez paradoxale, car la France connaît une croissance économique presque nulle mais le financement bancaire est présent en abondance, coûte très peu cher, et il y a des réserves de cash dans les fonds de private equity, le dry powder, absolument colossales. Tous les éléments sont réunis pour que les années 2015 et suivantes soient extrêmement favorables à des opérations. Si nous pouvions avoir un environnement juridique et fiscal serein et prévisible, y compris pour les management packages, nous aurions tous les ingrédients pour une formidable reprise de l'activité dans les années à venir.

Teddy Guérineau : Il y a en effet des signaux permettant d'être optimiste pour l'avenir, notamment les fonds à investir par les acteurs du private equity, et les ressources de financements disponibles. En revanche, le manque de visibilité dans les domaines fiscaux et économiques ne facilite pas la prise de décision. Nous sommes également confrontés à un manque de cibles qui se prêtent aux opérations de LBO. Nous ne pouvons pas uniquement compter sur les LBO tertiaires ou quaternaires, avec le risque de faire le LBO de trop. Il faut du sang neuf pour alimenter le métier.

Franck Chaminade : Au plan fiscal, nous ne pouvons que souhaiter une sécurité fiscale accrue dans le traitement des



Franck Chaminade, Arsene Taxand

«Le LBO est considéré aujourd'hui comme quelque chose de suspect du point de vue de l'administration, elle ne ressent pas l'importance et la valeur que peut créer ce secteur dans l'économie française.»

management packages. L'administration doit évoluer sur des positions moins dogmatiques en faisant bien la part des choses entre ce qui constitue de la rémunération dissimulée et ce qui est un vrai investissement à risque. Il serait aussi bénéfique que l'administration nourrisse moins de suspicion vis-à-vis du private equity. Le LBO est considéré aujourd'hui comme quelque chose de suspect du point de vue de l'administration, elle ne ressent pas l'importance et la valeur que peut créer ce secteur dans l'économie française. Les fonds d'investissement sont indispensables à l'économie. ■

Propos recueillis
par Delphine Iweins et Florent Le Quintrec