



Managers et GPs avancent de concert

Hausse des valorisations, *build-up* et réforme des AGA créent de nouvelles problématiques. _____

Par Luc Bontemps



Tirées à la fois par les fonds et les industriels, les valorisations des PME de la zone Euro ont atteint 9,1 fois l'Ebitda au dernier trimestre 2015, égalant leur record du second

semestre 2006, selon l'indice Argos Mid-Market. Les raisons en sont connues : un excès de *dry powder* par rapport à la taille du marché, combiné à des conditions de financement très favorables. Bien sûr, il

faut relativiser la hausse des prix par la grande qualité des actifs actuellement échangés. Pour autant, cela n'est pas sans conséquence sur l'intéressement des managers. « De manière générale, plus les prix sont élevés, plus le *management package* doit être optimisant car moins le TRI se fait à l'entrée. Cela

est toutefois atténué dans le cas des LBO secondaires, où les dirigeants sont déjà actionnaires et réalisent une bonne partie de leur participation », rappelle Marc Baffreau, associé du cabinet d'avocats Archers, qui a récemment conseillé les actionnaires d'Inicea (dont LFPI et Azulis) pour sa cession en LBO secondaire à Antin Infrastructure.

Protection en cas de bas TRI

Le hic est que rien n'assure de retrouver des multiples d'Ebitda aussi élevés dans cinq ou six ans. « Les managers examinent en effet cette éventualité. Ils portent une attention particulière quant à leur sort en cas de TRI bas ou moyens et de périodes d'investissement dépassant cinq ans », rapporte Charles de Rozières, directeur associé de Callisto, expert en conseil financier du management, qui vient d'accompagner



Photo : DF

« *Les managers considèrent davantage le bas de la courbe de TRI* »

Oliver Aubouin, associé Mayer Brown.

celui de TCR dans le cadre du rachat par 3i Infra et Deutsche AM. La crise a en outre modifié les comportements en matière d'intéressement. « Les managers ont tendance à considérer davantage le bas de la courbe de TRI. Plutôt que tout miser sur un investissement uniquement en actions ordinaires, ils souscrivent également à des actions de préférence à dividende précipitaire qui offrent un rendement certes plafonné mais prioritaire aux actions ordinaires, à l'instar des obligations convertibles des fonds », observe Oliver Aubouin, associé de Mayer Brown, qui a récemment conseillé la reprise en LBO ter d'Acteon par Bridgepoint. « Pour autant, leur souci de protection n'affecte pas le niveau du premier seuil de partage de la performance, celui-ci avoisine toujours un multiple de 1,75. Preuve que les managers gardent confiance dans leur *business plan* », ajoute son collègue Alexandre Dejardin, associé de Mayer Brown. En fait,

le sujet des valorisations concerne avant tout les LBO de nouvelle génération, quand le management se retrouve à la fois en position de vendeur et d'acquéreur. « De plus en plus systématiquement, les dirigeants se voient demander de réinvestir massivement, ce qui est parfois de nature à créer des tensions », observe Marc Baffreau. « Les tensions sont surtout vives avec le fonds cédant. Une solution est que celui-ci revienne au capital en minoritaire. Cela rassure l'acquéreur quant au prix payé et à la réalisation du futur *business plan* », explique Pierre-Olivier Bernard, associé fondateur d'Opleo Avocats. Pour mémoire, Opleo Avocats a conseillé récemment, entre autres, le *management* de Novacap (pour son LBO ter avec Eurazeo et Mérieux Développement) et la direction d'Infopro Digital (dans le cadre de sa reprise en LBO ter par TowerBrook). Par ailleurs, la hausse des valorisations est plafonnée par la réticence des managers à user d'un fort effet de levier. La crise a changé leurs comportements. « Par rapport à la période 2005-2007, les managers se montrent davantage soucieux de

la gouvernance que de l'optimisation de leur *management package*. Ils veillent en particulier à se protéger en cas de conflit avec le GP, et sont devenus beaucoup plus vigilants quant à leur capacité à influencer sur la stratégie », souligne Pierre-Olivier Bernard.

« *Le risque est que les praticiens dévoient l'objectif de la réforme des AGA* »

Pierre-Olivier Bernard,
associé fondateur
Opleo Avocats.



Photo : DR

La tentation du *build-up*

En matière de stratégie, la croissance externe semble devenue l'alpha et l'omega de la politique des fonds de LBO. La rareté des *deals*, la faiblesse de la conjoncture y contribuent, de même que le niveau élevé des valorisations. « De manière générale, plus les multiples d'entrée sont élevés, plus la volonté de faire de la croissance externe est forte », souligne David de Pariente, l'ancien associé

DES SOLUTIONS SUR MESURE POUR LES FONDS D'INVESTISSEMENT ET LES ÉQUIPES DE MANAGEMENT QUI FONT D'EUX DES CATALYSEURS DE CHANGEMENT DES ENTREPRISES

ARCHERS est depuis de nombreuses années un acteur du capital investissement en France. L'expérience des membres de l'équipe Capital Investissement a permis à ces derniers de collaborer avec nos clients pour organiser et réaliser leurs opérations et optimiser leur retour sur investissement.

APPROCHE ET METHODOLOGIE

Quelles que soient les caractéristiques de l'opération envisagée, nous mettons systématiquement à disposition de nos clients et au sein d'une équipe réduite et intégrée une triple compétence se déclinant de la manière suivante :

- Coordination globale et aspects *equity*
- Financement bancaire et mezzanine
- Structuration et audit fiscal

L'équipe Capital Investissement d'ARCHERS est reconnue pour sa connaissance approfondie des acteurs de ce marché ainsi que des contraintes techniques et financières auxquelles ils sont confrontés.

Notre équipe intervient principalement dans les domaines suivants :

ASSISTANCE DE FONDS D'INVESTISSEMENT



- durant toutes les phases de l'opération (en ce compris les audits)
- sur tous les sujets juridiques et fiscaux de l'opération ainsi que tous ses volets financiers (*equity*, mezzanine et dette)

SPIN OFF ET STRUCTURATION DE SOCIÉTÉS DE GESTION



- élaboration des mécanismes d'intéressement des équipes d'investisseurs
- structuration du fonctionnement de la société de gestion

ASSISTANCE D'ÉQUIPES DE MANAGEMENT



- structuration juridique et fiscale des management packages
- mise en place des règles de gouvernance auxquelles obéira l'opération

CAPITAL INVESTISSEMENT À L'INTERNATIONAL



- expertise particulière sur la place luxembourgeoise pour la structuration des LBO et des opérations d'ingénierie entourant les LBO

Nous conseillons des fonds d'investissement français et anglo-saxons, ainsi que des managers, pour la structuration et la réalisation d'investissements dans le cadre d'opérations domestiques ou paneuropéennes.



VOS ASSOCIÉS



Marc BAFFREAU



Jean-Louis MEDUS



de STC Partners, lequel a rejoint en début d'année le cabinet monégasque Gordon S. Blair. Il a notamment conseillé l'an passé les dirigeants de Davigel lors de la cession de cette société par Nestlé à Brakes. Selon l'étude « Buy & Build Monitor » de Silverfleet, les acquisitions menées par les sociétés européennes adossées à des fonds de capital-investissement ont atteint en 2015 leur plus haut niveau depuis 2011, avec un total (provisoire) de 404 opérations. De fait, les fonds vantent tous leur capacité d'accompagnement dans la croissance externe. Et cette expertise est particulièrement appréciée des managers qui manquent parfois de temps ou d'expérience dans les opérations d'acquisition.



Photo : DR

Emily Pennec,
associée Mayer Brown.

La quantité ne fait pas la qualité

« Pour se distinguer de la concurrence auprès des managers, certains fonds mettent en avant leur capacité à accompagner au plus près leurs participations dans leur développement à l'international via leurs bureaux étrangers ou leurs partenariats locaux », souligne Emily Pen-

nec, associée de Mayer Brown, qui a récemment conseillé Alpha PE dans la reprise en LBO bis de Feu Vert. Si la tentation est forte de miser sur la croissance externe, encore faut-il qu'elle réussisse. « Une stratégie de build-up suppose de pouvoir relever de la dette, de sorte à bénéficier d'un effet de levier plus fort, et/ou d'acquérir des cibles de manière relative compte tenu d'un différentiel de valorisations »,

souligne Marc Baffreau, dont le cabinet a récemment conseillé le management de MK Direct pour son LBO ter avec Eurazeo PME. La réalité est parfois différente. « Bon nombre de build-up ressemblent davantage à une simple accumulation de marges d'Ebitda, dans l'espoir que les multiples seront encore plus élevés au moment de la sortie. Cela semble improbable mais tout le monde continue de privilégier la croissance externe », constate Pierre-Olivier Bernard. « Changer de taille et intégrer des cibles représentent une pression supplémentaire », ne cache pas Jean-Marc Scéo, président d'Ekkio Capital, qui a récemment accompagné l'exploitant de salles de sport Form Développement dans le rachat de six salles parisiennes. « Cela oblige



OPLEO

AVOCATS

Parce que bien décider est la première étape
de la création de valeur,

le Cabinet Opleo Avocats accompagne tout au long de leur parcours les
chefs d'entreprise, cadres dirigeants, entrepreneurs, actionnaires référents
ou investisseurs, afin de valoriser leurs intérêts professionnels et personnels.

AU-DELÀ DE LA DÉCISION

Le LBO à l'ancienne

Un domaine du *buyout* échappe largement aux problématiques du moment : les opérations primaires. « Par rapport aux LBO de nouvelle génération, les opérations primaires bénéficient généralement d'une décote substantielle, surtout si elles sont négociées de gré à gré », indique Jean-Marc Scéo, président d'Ekkio Capital, un expert du *small cap* spécialisé dans les opérations primaires. Par ailleurs, la construction des *managements packages* s'avère beaucoup plus simple,

alors que les LBO à répétition engendrent plusieurs cercles de managers-actionnaires aux intérêts parfois divergents. En revanche, le travail de préparation en amont des opérations primaires est toujours aussi important, car aussi mature soit l'industrie du *buyout*, bon nombre la découvre encore. « Les dirigeants de PME ne sont pas plus sophistiqués qu'auparavant en matière d'ingénierie financière ou de gouvernance », observe Jean-Marc Scéo. Et il y a toujours un travail d'évangéli-



Photo : DR

Jean Marc Scéo, président d'Ekkio Capital.

sation à mener. « Bien souvent, il faut commencer par désamorcer l'image péjorative du fonds d'investissement », ajoute-t-il. ■

les investisseurs et les managers à se rapprocher et à travailler en commun, presque au quotidien », ajoute l'investisseur, dont l'équipe est spécialisée dans les opérations primaires (lire l'encadré ci-dessus).

Sous la loupe du fisc

Mais réussir un LBO n'est pas tout, encore faut-il passer sous les fourches caudines de l'administration fiscale, qui semblent toujours plus resserrées. « C'est devenu quasi systématique, un *management package* qui produit une forte plus-va-

lue sera contrôlé », constate David de Pariente. En outre, l'administration fiscale se montre particulièrement stricte. « En règle générale, elle refuse de suivre les recommandations du Comité de l'abus de droit fiscal », souligne Pierre-Olivier Bernard.

Reste aussi à voir comment elle évaluera les plans d'attribution gratuite d'actions (AGA), dont le régime a été assoupli par la Loi Macron en 2015. L'abaissement de la cotisation patronale à hauteur de 20 % (contre 30 %) de la valeur des actions attribuées,

Mayer Brown est un cabinet d'avocats international présent sur les principales places financières dans le monde.

Avec plus de 1500 avocats dans le monde, le cabinet dispose d'une plateforme internationale de tout premier plan. Mayer Brown est ainsi en mesure d'assister ses clients sur des opérations de dimension internationale et de leur offrir un accès privilégié à l'expertise locale de ses avocats.

“ Mayer Brown est l'un des cabinets les plus ancrés et des plus solides de la place. ”

Legal 500 EMEA

ainsi que la réduction de la période de détention de 4 à 2 ans (ou 3 ans selon les cas) les ont en effet rendues plus compatibles avec les opérations de LBO. Pourtant, les AGA s'éloignent du principe du *buyout* qui consiste pour les dirigeants à se mettre à risque à travers leur *management package*. « Entre investir son épargne dans un LBO et se voir attribuer gratuitement des actions, même sous conditions de performance, le manager ne prend pas du tout le même risque. Il semble donc plus approprié de réserver les AGA pour les managers du second cercle ou les salariés, et de privilégier des mécanismes d'investissement plus traditionnels pour les dirigeants du premier cercle », estime David de Pariente. « Par ailleurs, les AGA présentent peu d'intérêt dans le cadre des



Photo : DR

« *Il semble plus approprié de réserver les AGA pour les managers du second cercle* »

David de Pariente,
associé Gordon S. Blair.

LBO secondaires ou ultérieurs, les dirigeants étant déjà bien dotés en actions. En revanche, elles se montrent plus utiles dans les opérations primaires ou pour les nouveaux dirigeants », ajoute pour sa part Charles de Rozières. En outre, les AGA se prêtent mal aux stratégies de *build-up*, surtout si les *add-ons* interviennent tard dans le cycle du LBO. En effet, pour les managers qui ne peuvent réinvestir dans un *build-up*, l'AGA ne constitue pas une alternative très attirante du fait de la durée

minimale de détention des actions qui reporte d'autant leur horizon de placement.

Incertitudes sur l'utilisation des AGA

De fait, les AGA font encore débat chez les praticiens, car si leur fiscalité

« *Plus les prix sont élevés, plus le management package doit être optimisant* »

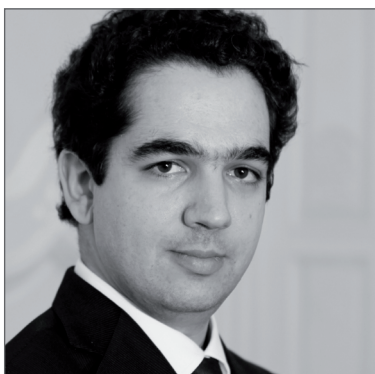
Marc Baffreau,
associé Archers.



Photo : DR

est clairement encadrée, il reste des interrogations quant à leur utilisation vis-à-vis de l'administration fiscale. Par exemple, selon le Code du commerce, l'attribution d'actions gratuites est limitée à 10 % du capital. Mais au niveau de la répartition de la plus-value, un plan d'AGA peut être construit de sorte à attribuer plus de 10 % au management. Le risque est que l'administration y voit un motif pour requalifier la plus-value en salaire. « Il faut être très vigilant à ces seuils lors de la mise en place des plans d'AGA afin de s'assurer que ces plans respectent bien la lettre et l'esprit des textes pour éviter que les plans ne soient plus éligibles au régime mis en place par la loi Macron », prévient Alexandre Dejardin. Une autre interrogation se pose en cas de clause de *bad leaver* pour faute grave, où le dirigeant se voit contraint de céder ses actions à vil prix. Selon la réglementation, les actions gratuites sont en effet attribuées aux dirigeants en leur qualité de salariés et non pas d'investisseurs. Devant un conseil des prud'hommes, un manager pourrait alors tenter de réclamer que ses actions soient rachetées à leur juste valeur en arguant que celles-ci sont liées à son contrat de travail et non au pacte d'actionnaires.

Photo : DR



« *Les managers gardent confiance dans leur business plan* »

Alexandre Dejardin,
associé Mayer Brown.

Gare au dévoiement de la réforme !

Avec les AGA, tout dépendra aussi de l'utilisation qu'en feront les praticiens. « Le risque est qu'ils dévoient l'objectif de la réforme des AGA, en abusant, par exemple, des actions de préférence », souligne Pierre-Olivier Bernard. Attention alors à l'effet boomerang. « L'utilisation des AGA laissant un espace de liberté, on peut craindre en effet que les praticiens laissent libre cours à leur créativité effrénée, au risque d'attirer les critiques de l'administration fiscale », prévient Marc Baffreau. Au niveau de l'Afic, la profession s'est rapprochée de l'administration pour essayer de déterminer les bonnes et mauvaises pratiques. L'idée est d'établir des *benchmark* ou des grilles d'analyse permettant d'aboutir à des recommandations. Mais en attendant, il semble plus sage d'utiliser les AGA comme une variable d'ajustement des *management package* plutôt que leur facteur décisif. ■