

## DIRIGEANTS ET MANAGEMENT PACKAGE : PRINCIPAUX ÉLÉMENTS À NÉGOCIER AVANT DE S'ENGAGER DANS UNE OPÉRATION DE LBO



par Isabelle Cheradame,  
Associée chez Scotto & Associés

**D**ans le cadre d'une opération de LBO, l'équipe de management est amenée à investir aux côtés du fonds d'investissement, nouvel actionnaire majoritaire. Outre leur qualité de dirigeants du groupe racheté, ils ont dès lors une deuxième « casquette » en qualité d'actionnaires minoritaires.

Si les dirigeants connaissent par essence très bien leur groupe et son potentiel de développement, ils ne sont cependant souvent pas spécialistes du private equity et des opérations de LBO. Il convient donc de leur permettre de prendre une décision éclairée avant d'investir leurs propres deniers dans une telle opération. Pour cela, il importe de bien appréhender et contractualiser - avant de s'engager - les termes et conditions de leur investissement. Et comme dans tout contrat, le diable peut être dans les détails.

En premier lieu figurent bien entendu les conditions financières de leur investissement. La proposition d'investissement qui leur est faite est généralement fonction de conditions de TRI et/ou multiple atteints par le fonds d'investissement lors d'une sortie.

Il existe différents moyens de structurer un management package, que ce soit via un mécanisme de sweet equity, ratchet et/ou pari passu. Chaque système comporte des avantages et des inconvénients.

La proposition peut être présentée de diverses façons, par exemple comme permettant de détenir un certain pourcentage de capital, ou encore comme permettant de réaliser un certain multiple de son investissement. En toute hypothèse, il convient de « décortiquer » la structure d'investissement, de la considérer dans le cadre de la structure globale de l'opération, et d'effectuer des simulations en prenant différents paramètres en compte, car de nombreux éléments (tels que notamment les différentes catégories de titres émis, les conditions de la dette souscrite, ou tout simplement un décalage dans le temps du business plan), peuvent avoir un impact non négligeable sur l'investissement du management.

Dès lors que les conditions financières sont clairement établies et agréées, il est fondamental de veiller à ce que celles-ci soient correctement reflétées dans l'accord ju-



ridique, ce qui implique que juristes et financiers s'assurent de parler un même langage.

Les conditions financières sont loin d'être suffisantes pour obtenir un management package de bonne qualité. Il est nécessaire d'anticiper les différents événements qui pourraient intervenir en cours d'opération sur décision de l'actionnaire majoritaire et qui seraient susceptibles d'avoir un impact dilutif. Tel est par exemple le cas d'une nouvelle injection d'equity, d'un apport partiel d'actif... Il importe d'anticiper les conséquences que cela peut entraîner pour les actionnaires minoritaires et de prévoir les mécanismes de protection juridique dont ils pourront disposer. Les situations peuvent être très différentes en fonction de la taille des opérations envisagées, de la santé financière du groupe et, bien entendu, des capacités financières des managers.

Il convient également de considérer en détail les droits et obligations des managers en cas de « sortie » d'autant plus que la vision sur ces sujets peut grandement varier d'un fonds d'investissement à l'autre. Différents événements doivent être envisagés, notamment une cession partielle, ou majoritaire, voire totale des titres détenus par le fonds. Quels droits les managers ont-ils concernant leurs titres? Dès lors que les actionnaires majoritaires et minoritaires n'ont pas les mêmes pouvoirs de décision concernant l'évènement déclencheur, et dans la mesure où ils ont généralement des catégories de titre et une situation fiscale différentes, il est important de bien encadrer les conséquences futures de ces événements pour les managers actionnaires minoritaires, notamment en termes de quantum de liquidité, tag-along, drag-along et autres modalités de sortie, déclarations et garanties...

Il en est de même dans l'hypothèse d'une introduction en bourse : de nombreux sujets doivent être clarifiés, qu'il s'agisse de la modification de la structure juridique au moment de l'introduction, des périodes de « lock-up », des possibilités de cession de titres au jour de l'introduction en bourse ou ultérieurement...

Un autre sujet essentiel à encadrer contractuellement concerne le cas de départ d'un manager avant une sortie (les cas de « leavers »). Les raisons sont nombreuses (démission, licenciement, retraite, maladie grave...) et ne sont pas nécessairement du fait du manager. Ces événements peuvent intervenir peu de temps après la prise de contrôle par le fonds d'investissement ou au contraire peu avant une sortie. La position de l'actionnaire majoritaire quant aux conséquences de cas de leavers peut être très différente selon les fonds. Certains fonds permettront au manager

concerné de bénéficier d'une quote-part de la valeur créée, d'autres ne lui permettront que de recouvrer son investissement initial, quelques-uns voudront même imposer une pénalité dans certains cas. Les conséquences pécuniaires varieront par ailleurs en fonction de la situation financière du groupe. Ce sont autant de circonstances différentes qu'il convient d'encadrer afin de trouver le bon équilibre entre les différentes parties.

Il est également important de discuter de la gouvernance du groupe, afin qu'il n'y ait pas d'incompréhension sur le mode de gouvernance et de coopération qui sera mis en place entre le fonds et le management. Ici encore, la vision des fonds d'investissement peut être très différente. Certains laissent une grande autonomie à l'équipe de dirigeants et prévoient une réunion de conseil d'administration mensuelle, d'autres souhaitent être fortement impliqués et imposent des seuils plus restrictifs au-delà desquels leur autorisation doit être obtenue. D'autres encore impliquent des équipes de consultants qui viendront accompagner le management. Chaque approche comporte des avantages et des inconvénients. Il est important de bien comprendre le modus operandi du fonds avant de s'engager dans un projet commun, afin d'éviter toute frustration ou mésentente ultérieure, laquelle pourrait résulter en un cas de leaver pour le manager. Il en va de même quant à la stratégie et au développement du groupe : le fait de prendre le temps d'aborder ces sujets en amont d'une opération permet de s'assurer qu'actionnaires majoritaires et minoritaires avanceront dans une même direction et évitera les incompréhensions et divergences.

« Last but not least », il importe d'analyser la structure d'investissement du management - et plus globalement la structuration de l'opération - sous l'angle fiscal, et ce en amont de l'opération, afin de s'assurer de la solidité fiscale du schéma d'investissement pour les managers. L'administration fiscale est vigilante sur les schémas d'investissement de LBO et un investissement mal structuré conduira vraisemblablement à un contrôle, voire à un redressement fiscal pour les managers. Par ailleurs, il est généralement très difficile de rectifier ces erreurs de structuration une fois l'investissement réalisé et les conséquences pour le management peuvent se révéler fort onéreuses.

Les sujets de discussion pour un management package sont donc plus nombreux et complexes qu'il ne peut paraître et il est dès lors nécessaire de ne pas se contenter de s'accorder sur quelques principes avant de s'engager à investir, mais d'aborder ces sujets dans le détail afin d'éviter toutes incompréhensions et déceptions.