

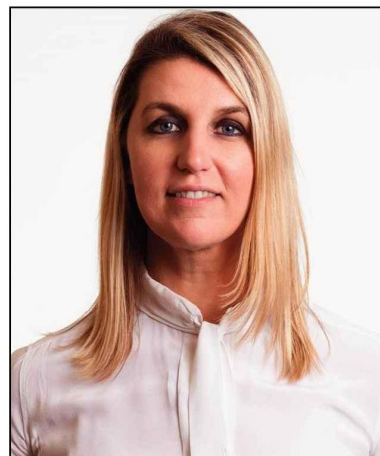


# BUILD-UP ET LBO : ENJEUX DE MANAGEMENT PACKAGE

*par Isabelle Cheradame et Claire Revol-Renié,  
Partners, Scotto & Associés*



*Isabelle Cheradame*



*Claire Revol-Renié*

**U**n *build-up*, c'est-à-dire une opération de croissance externe, est en soi une opportunité pour un groupe acquéreur et pour ses actionnaires. La société ou le groupe acheté permet ainsi généralement d'élargir le périmètre d'activité du groupe, que ce soit par acquisition d'activités ou de marchés géographiques supplémentaires, et de créer des synergies avec le groupe existant. La cible de croissance externe est par ailleurs souvent achetée sur la base d'un multiple d'*Ebitda* inférieur au multiple applicable au groupe acquéreur, apportant ainsi un autre élément d'opportunité de croissance de valeur pour les actionnaires qui céderont des titres représentant une participation dans le groupe intégrant la filiale acquise.

Dans un LBO, un *build-up* soulève deux questions concernant les équipes de management et leur *incentive* : quel va être l'impact de cette acquisition sur le management package existant, et comment inciter l'équipe de management du *build-up* ?

## **L'impact d'une opération de *build-up* sur un management package existant**

Lorsque cette acquisition est financée par les capitaux propres du groupe ou par endettement externe cohérent avec les éléments de création de valeur anticipés, les intérêts des actionnaires sont parfaitement alignés. À noter en revanche que si la dette externe s'avère surdimensionnée et/ou la création de valeur moins importante qu'attendue,

## AVIS D'EXPERT

l'équipe de management peut se retrouver dans une situation plus pénalisante que les actionnaires financiers, dans la mesure où leur profil d'investissement est généralement potentiellement plus vertueux dans les hauts retours sur investissement, mais moins sécurisé dans les bas retours.

Par ailleurs, lorsque l'opération de build-up nécessite que les actionnaires réinjectent de l'argent, et dans la mesure où les actionnaires financiers et l'équipe de management n'investissent pas dans les mêmes instruments (ou dans les mêmes proportions), il est utile d'étudier plus en détail les conséquences d'une telle opération sur leur investissement initial. De nombreux éléments peuvent avoir un impact, à commencer donc par la différence de profil d'investissement, mais aussi par exemple la date à laquelle l'acquisition a lieu et le temps restant avant une potentielle sortie.

### Règles d'anti-dilution

Le premier principe est de s'assurer que tous les actionnaires puissent bénéficier d'un droit préférentiel de souscription, c'est-à-dire avoir le droit de participer à l'émission de titres nouveaux. Ce principe fondamental en droit des sociétés peut souffrir des exceptions, et il est donc important de prévoir ce droit et ses contours contractuellement. Par ailleurs, en pratique, lorsque les actionnaires ne détiennent pas les mêmes catégories de titres, la question n'est pas aussi évidente et il s'agit là encore d'anticiper et de trouver un accord en amont avec l'investisseur majoritaire sur les principes applicables en cas de build-up.

En deuxième lieu, et dans la mesure où les managers n'auront pas souvent les moyens financiers pour pouvoir participer à une nouvelle injection d'*equity*, il est important de préciser la forme que pourront prendre de nouvelles émissions de titres, afin de s'assurer que les profils d'investissement ne soient pas modifiés (sauf accord de tous) outre mesure. Ainsi, il convient de s'assurer que les actionnaires gardent chacun le même ratio entre les titres de différentes catégories qu'ils détiennent. Ceci est particulièrement important lorsque le management package est fondé sur un effet *sweet equity*. Une variation du ratio entre actions ordinaires et instruments à rendement fixe qui viendrait surpondérer la détention d'actions ordinaires impliquerait une plus forte dilution de l'investissement des managers.

En troisième lieu, il convient de procéder à une valorisation du groupe et de chaque catégorie de valeurs mobilières, afin de s'assurer que les titres nouveaux soient souscrits à leur juste valeur et qu'il n'y ait pas un nombre excessif de nouveaux titres qui soit émis, ce qui viendrait là encore à diluer l'investissement du management outre mesure.

Enfin, lorsque l'équipe de management détient un *management package* structuré avec un effet *ratchet*, prenant généralement la forme d'actions de préférence, leur profil financier permet *a priori* à leurs détenteurs de bénéficier d'un effet relatif – à tout le moins sur un plan économique - dans la mesure où ces actions permettent de capter un certain pourcentage de la valeur générée tout au long d'une opération, jusqu'au jour d'une sortie. Cependant, là encore, il convient de bien vérifier les termes et conditions de ces actions dans les statuts (leurs droits peuvent parfois être limités contractuellement) et de bien définir tous les termes financiers. Par ailleurs, selon que les droits financiers sont conditionnés à l'atteinte d'un critère de performance formulé en TRI et/ou multiple, et selon la date à laquelle le build-up intervient et le montant de l'*equity* injectée, l'impact sur le management package variera.

Ces aspects très techniques sont souvent ignorés des équipes de management et peuvent conduire à des situations de désalignement d'intérêt s'ils n'ont pas été analysés avec leurs conseils.

### Incentiver l'équipe de management issue du build-up

Comme lors de la réalisation du LBO initial, l'acquisition d'une société ou d'un groupe de sociétés et son intégration dans le LBO posent la question de la rétention des personnes clés issues du build-up. Il y a deux philosophies d'*incentive* possibles : soit intégrer ces nouveaux « *key people* » dans le management package existant, logé au niveau de la holding de tête, soit structurer un nouveau management package à l'échelon « local ».

Intégrer les nouvelles personnes dans le management package existant a le mérite de la simplicité (*a fortiori* si une quote-part du package a été « réservé » pour de telles opérations), et permet d'aligner les intérêts de tous les managers. En revanche, il ne permet pas de motiver les personnes clés issues du build-up sur la création de valeur attendue sur le périmètre nouvellement acquis. Vice versa, le management de la cible peut estimer qu'il ne sera pas en mesure d'avoir un véritable impact sur l'*incentive* qui lui est proposé et peut dès lors être réticent à apprécier son attractivité.

Alternativement, il peut être envisagé de structurer un package au niveau du véhicule d'acquisition créé pour acheter la cible. Cette option permet de lier capacités de performance et niveau de rendement et donc de fortement motiver l'équipe « locale » à générer plus de valeur sur le périmètre acquis. Pour les groupes internationaux, cela permet également selon les juridictions concernées, de structurer un *incentive* avec des instru-

ments plus efficaces fiscalement que l'*incentive global* soumis à un droit étranger. Néanmoins, la crainte pour l'actionnaire majoritaire et la direction du groupe peut être que, dans certaines situations, cet *incentive* « local » ait un effet induit négatif en incitant le management issu du build-up à privilégier des arbitrages de gestion favorables à son package local, au détriment de la politique et des objectifs fixés au niveau groupe. En fonction des situations, il peut être pertinent de structurer un *incentive* combinant critères de performance local et performance globale. En tout état de cause, il est donc important de s'interroger sur la stratégie du groupe, les objectifs de l'équipe « locale » et les critères de performance permettant de déclencher le package local.

Par ailleurs, un tel *incentive* local apporte un certain niveau de complexité, que ce soit en termes de mécanisme de liquidité (le package ne se déboulant pas naturellement en cas de cession de la holding de tête), de sécurité juridique (compte tenu d'actionnaires minoritaires dans certaines filiales) ou d'efficacité financière au sein du groupe (par exemple en cas de remontées de dividendes pour le service de la dette LBO).

Alors qu'une opération de croissance externe bien préparée peut, et doit, être synonyme de développement et d'accroissement de valeur pour le groupe, il est donc nécessaire de bien anticiper ses conséquences sur les outils d'*incentive* en place ou à créer, afin de s'assurer que les intérêts de toutes les parties prenantes seront bien alignés.