

LE MANAGEMENT PACKAGE SANS FRONTIÈRES

Avec le développement des deals cross-borders, le marché du private equity est désormais international. Mais les managers sont-ils tous traités de la même façon en Europe? L'expérience de négociation et la technicité française sont-elles exportables?

ENTRETIEN CROISÉ

entre Isabelle Cheradame et Lionel Scotto, associés du cabinet Scotto Partners.

L'industrie du private equity est particulièrement développée en France et en Grande-Bretagne où les dirigeants n'hésitent pas à négocier leur management package avec les fonds. Qu'en est-il dans les autres pays européens?

Isabelle Cheradame : Les Français et les Britanniques maîtrisent depuis longtemps leur capacité à obtenir un bon package. Dans certains pays nordiques, les managers ont également une appétence sur le sujet, je pense notamment à la Belgique et à la Hollande. Mais les fonds profitent du fait que les managers n'ont pas une vision précise de la matière et les qualités des packages sont très variables. Dans d'autres États, comme en Allemagne par exemple, une grande majorité des managers ne connaît pas les enjeux du package et ne sait pas comment aborder les négociations. Ils ont presque peur du private equity et ne se sentent pas légitimes à négocier leurs intérêts personnels d'investisseurs. En Italie, il ne s'agit pas de crainte car les managers italiens aiment et savent négocier, mais l'industrie du private equity y est encore récente. En outre, le marché des conseils n'est pas du tout structuré. L'Espagne et le Portugal sont, peu ou prou, dans la même situation que l'Italie.

Faut-il voir un lien entre la sophistication fiscale du pays et le développement des management packages?

I.C. : Pas nécessairement. L'Allemagne, par exemple, est très sophistiquée d'un point de vue de sa fiscalité des personnes et pourtant la qualité des packages est loin d'être optimale. L'administration fiscale allemande est relativement présente, même si elle tâtonne encore sur le sujet des management packages. Le profil entrepreneurial des dirigeants est, selon moi, une meilleure explication, notamment outre-Rhin où les dirigeants se comportent souvent en salariés plus qu'en entrepreneurs. Ils sont plus dans l'exécution d'un plan imposé par leur actionnaire que dans la détermination de la stratégie. Ils ne font par ailleurs plus difficilement la distinction entre leur casquette de salarié et leur investissement personnel qui justifie un libre arbitre et une négociation dans le cadre du process. Au contraire, en France, les dirigeants ont tendance à prendre leur destin en main et ont une vision sur l'avenir de leur société qui n'est pas nécessairement celle de leur actionnaire. C'est aussi une question d'appétence et d'aversion personnelle au risque. Certains sont frileux dans l'investissement dans leur entreprise, comme on le

voit régulièrement par des managers en Allemagne. Au contraire, les managers belges et hollandais semblent déjà avoir un certain goût pour ce type d'investissement, et dans les pays scandinaves il est courant d'investir. Je crois qu'il s'agit d'une question de culture et de maturité du marché, mais attention, s'il y a des tendances, c'est avant tout une question de connaissance des bonnes pratiques et de recours à un conseil spécialisé, et il ne faut pas trop généraliser non plus.

Lionel Scotto : L'extrême complexité de la fiscalité française pour les personnes physiques, qui est certainement l'une des plus confiscatoire au monde, nous a conduit à être créatifs, à mettre en place une ingénierie assez sophistiquée dans la structuration des management packages. Rappelons-nous qu'entre 1995 et 2010, une grande partie des montages LBO ont été redressés en France. Même si nos schémas fiscaux ont été par la suite régulièrement validés, il était tout de même désagréable de prévenir à chaque fois les dirigeants qui s'engageaient dans un investissement en private equity qu'ils risquaient - par principe - un sévère redressement. Cette joute avec l'administration fiscale française a rendu notre rôle de conseil plus technique, plus central, et a constitué un véritable tremplin pour faire éclore la matière du « conseil en management package ». La France a sans aucun doute été la rampe de lancement du management package en Europe.

Quelle est l'influence des fonds sur le niveau de sophistication des packages dans les pays européens?

I.C. : Les fonds investissent dans toute l'Europe sans faire de distinction entre les pays. Le carried interest pour les gérants de fonds fonctionne de la même façon qu'ils investissent dans des actifs situés en France ou à l'étranger. Il doit en être de même pour les management packages. Il ne faut pas négliger l'influence des fonds américains dont certains ne sont pas spontanément généreux. Certains considèrent que le management n'a pas à avoir d'exigences particulières sur le sujet du management package, et cela tient au fait que le package est souvent gratuit aux États-Unis. En Europe, on demande au management d'investir un montant significatif de son propre argent à risque dans l'opération, notamment pour des raisons fiscales. Cela change la donne! Si aucun conseil ne vient expliquer aux dirigeants quels sont les



Isabelle Cheradame
& Lionel Scotto.

benchmarks qui lui sont applicables, ils se retrouvent rapidement perdus dans les négociations. Face aux fonds d'investissement, il est indispensable que les managers soient accompagnés par un conseil indépendant et compétent.

L.S. : En France, sauf exception, la tendance est que le management prend rapidement la main sur la discussion du package et fait une proposition au fonds sur ce qu'il souhaite. Dans bien d'autres juridictions européennes, la tendance est inverse et les fonds imposent généralement au management leur structure et leur quantum de management package en laissant sous-entendre qu'une négociation est inopportune, voire inutile. Sur des dossiers de la région DACH ou nordiques, les managers ont souvent le sentiment d'être dans un conflit de loyauté entre l'acheteur et le vendeur. La rigueur allemande et la très grande loyauté du dirigeant à l'égard de son actionariat ou du board, font que le private equity et les management packages se développent moins et qu'il y a un retard du modèle dans ces pays sur ce qui existe en France.

Les pratiques françaises commencent-elles néanmoins à dépasser les frontières ?

L.S. : Nous avons sans aucun doute participé au « rééquilibrage » du private equity français en décomplexant les managers qui ne sont plus passifs ou attentistes. Aujourd'hui, ils imposent une négociation sur le management package dans leur cahier des charges de l'opération. Une opération de LBO est par nature tripartite, il y a un vendeur, un acquéreur et un management dont l'investissement à risque est considéré comme l'une des conditions du deal. Si les fonds de private equity ont, dans un premier temps, tenté de circonscrire le management package « à la française » au territoire national, celui-ci à fait rapidement école au Benelux. En Italie, en Espagne ou au Portugal, c'est sans doute un manque de profondeur de marché et donc de pratique car ce sont des pays parfaitement adaptés à la culture de la négociation. Il faut que le marché du conseil en management packages se professionnalise, mais il est certain que les dirigeants de ces juridictions n'ont pas de problème de conflit de loyauté ou de timidité!

I.C. : Notre positionnement de boutique dédiée aux managers n'existe nulle part ailleurs. En Grande-Bretagne, ce sont des financiers qui se chargent de l'accompagnement. Mais ils n'ont pas les compétences juridiques et fiscales des avocats. C'est donc un marché à conquérir pour Scotto Partners. Nous nous sommes déjà fait remarquer sur plusieurs opérations transfrontalières d'envergure, mais il faut encore faire accepter le fait que l'on peut se faire représenter par un cabinet français quand on est un manager étranger.

Les instruments français d'intéressement des managers sont-ils exportables partout en Europe ?

L.S. : Nombre de pays avaient recours au mécanisme du sweet equity, mais ce schéma de partage de valeur « trop simple » a pu être dévoyé et a entraîné dans certains cas une taxation en avantage indu ou spéculatif par certaines administrations en Europe. Notre cabinet a alors transposé dans d'autres juridictions ses 25 ans de recul et de réflexion sur la structuration fiscale des managements packages. Désormais les outils utilisés sont plus élaborés et économiquement plus justes. Leur correcte valorisation est également un élément clé dans la sécurisation du régime fiscal applicable. L'apport des conseils français a été de tester des outils, pour ensuite les exporter et qu'ils deviennent une sorte de référence de structuration européenne. Le droit français est finalement anecdotique dans ce type de deals : l'atterrissage de la structuration est bien souvent luxembourgeois et les précédents sont généralement anglo-saxons... Nous avons l'habitude de raisonner, négocier et rédiger sur la base d'une sorte d'espéranto du droit car le management package est sans frontière.

I.C. : Bien sûr les spécificités du droit et de la position de l'administration fiscale locale, doivent être connues. Mais notre expérience nous permet de réagir de manière adaptée pour mieux négocier pour le compte d'une équipe de managers internationale. Nous travaillons en outre toujours en collaboration avec des correspondants locaux. Et aujourd'hui, nous sommes parfois mandatés sur des deals qui n'ont plus un seul lien avec la France.

[ONDINE DELAUNAY