

Social

05 OCTOBRE  
2021



# LES RENCONTRES D'EXPERTS

**LBO &** MANAGEMENT PACKAGE



Chez Lamartine, 143, boulevard Haussmann, 75008 PARIS

## LBO : LE MANAGEMENT PACKAGE

au centre de l'équation

L'année 2021 a servi de rebond pour de nombreux segments, et le Smid cap n'a pas été en reste : le deal flow n'a jamais été aussi actif. Derrière cette activité, on trouve une consolidation du marché mais aussi une lassitude des dirigeants à la suite de la crise, et dont le souhait est désormais de transmettre leur entreprise. L'impact sur les valorisations se fait bien ressentir, cependant, tout comme la nécessité désormais impérieuse d'intéresser le management, voire de plus en plus l'intégralité des salariés, et ce jusque dans les plus petites opérations. Mais le législateur cherche à remettre en question le mécanisme. Le point avec six professionnels du marché.

**MDA : Bonjour à tous. Je vous propose de commencer cette table ronde à travers un petit point sur le marché. Quel est votre sentiment, est-on revenu au niveau d'avant-crise ?**

**Frédéric Mimoun, Omnes :** Depuis le début de l'année, l'activité transactionnelle est revenue très rapidement significative. Le *Dry Powder* dont dispose les GPs sur un nombre d'opportunités encore limité contribue à une inflation des prix qu'on observe comme pour les crises précédentes sur des actifs ayant démontré une vraie résilience pendant la Covid. C'est donc un vrai marché de vendeur. Côté acquisitions, travailler encore et encore à sélectionner les projets ambitieux animés par des équipes talentueuses restent les maîtres mots. A l'image par exemple du dernier investissement réalisé par nos équipes Small Cap sur NutriDry, double MBI actif dans les repas lyophilisés et déshydratés mené par une figure emblématique du LBO, Christophe Fenart – avec lequel nous avons déjà réalisé deux build-up cet été. De plus, c'est toujours l'occasion de renforcer les positions des champions régionaux/nationaux que l'on accompagne par croissances externes. C'est le cas d'ABMI, société d'ingénierie industrielle où on a réalisé sur les douze derniers mois deux

croissances externes ayant contribué à élargir son expertise dans l'IoT. C'est aussi le cas d'Opportunity, éditeur de logiciels SaaS dans les échanges conversationnels, où nous avons accompagné son fondateur Anthony Dinis et son équipe à la réalisation cet été de l'acquisition de MS Innovation, plateforme SaaS d'envoi de SMS professionnels. Cette transaction a ainsi permis d'enrichir son offre de solutions logicielles, renforcer ses équipes commerciales, conquérir de nouveaux donneurs d'ordres en France et en Afrique, et ainsi atteindre une taille critique seulement 1 an et demi après son *spin-off* de Vocalcom.

**Fabrice Huglin, ACA Nexia :** Effectivement, le premier semestre 2021 a été assez fou en termes de deal flow. Nous n'avons eu que des appels entrants, et nous étions même à la peine pour trouver des auditeurs pour faire les due diligence financières.

**Olivier Renault, Lamartine Conseil :** La question qu'on nous pose sans cesse, depuis quelques mois, c'est : est-ce que vous auriez de la bande passante pour des due diligence en legal ?

**Fabrice Huglin :** Oui, exactement. On a recruté, mais le semestre était tellement dense que l'on n'a pas pu répondre à tout le monde. D'habitude

il y a deux cycles, avec des deals qui se terminent fin juillet pour ne pas les avoir au retour des vacances et l'autre fin décembre. Cette année cela n'a pas été le cas : les banques d'investissements et les intermédiaires souhaitaient plutôt mettre les opérations et les VDD en stand-by courant juillet parce qu'il y avait trop de deal flow chez les investisseurs financiers, à la fois pour lisser dans le temps les opérations mais aussi parce qu'ils se disent qu'ils reprendront les VDD sur le Q4 avec une meilleure appétence du marché. La vraie question est pourquoi y a-t-il plus d'opérations sur le marché qu'auparavant ? Quand on regarde les chiffres et que l'on compare à l'année 2019, l'année 2020 ayant été hors-norme, le nombre d'opérations sur le small et de mid cap a certes augmenté, mais pas tant que cela. Alors pourquoi cette surchauffe ? Tout simplement parce que les deals se sont structurés de manière beaucoup plus importante. Auparavant, une société avec un Ebitda d'un million d'euros ne faisait pas forcément l'objet d'une VDD et était en général moins intermédié. Mais maintenant qu'il y a beaucoup d'argent, toutes les opérations font l'objet d'une VDD, notamment parce que cela facilite la réussite de l'opération et est générateur de valeur dans le sens où cela permet à de petites entreprises de se structurer financièrement dans le

### Olivier Renault

► Olivier Renault est associé gérant de Lamartine Conseil, et diplômé en droit des affaires et fiscalité de l'Université de Paris I. Spécialisé sur le Small-Cap, il est intervenu à titre personnel sur quelques centaines de LBO/ OBO/MBI depuis le début de sa carrière. Entrepreneur dans l'âme, il a une connaissance pointue des pratiques du capital investissement, ainsi que des problématiques des dirigeants des entreprises, qu'il accompagne à toutes les étapes de leur vie ( LBO, Build-Up, refinancement...).

► Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille et Bordeaux. Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2020 les opérations suivantes : Polyplus Transfection, Jott, CD Sud, Cofigeo, Marcel et Fils, SYST'AM, Exsto, Piriou...



cadre de l'opération, l'administratif et la comptabilité étant généralement les parents pauvres de ce type de sociétés. Ce qui est également étonnant, c'est que les banques d'affaires envoient désormais les dossiers à toute la place, alors qu'avant il y avait une sélection de quelques acteurs. Résultat des courses, il y a une appétence forte des fonds d'investissement qui ont de l'argent à placer, ce qui nous donne encore plus d'activité avec une première phase, puis un full report si le fonds est sélectionné. Au final pour un nombre d'opérations globalement identique, nous avons deux à trois fois plus de due diligence. Cela veut aussi dire que le taux d'échec est en hausse, et qu'il y a beaucoup de *fees* qui ne sont pas répercutées sur les cibles. Enfin il ne faut pas nier l'existence d'un effet rattrapage, mais aussi de deals primaires qui arrivent sur le marché parce que leurs dirigeants, qui ont entre 60 et 65 ans, ont été mis face à leur mortalité lors de la crise et se disent aujourd'hui qu'il n'ont plus envie de rester quelques années de plus à manager l'entreprise et préfèrent se dire qu'ils combleront

leur retraite anticipée grâce au niveau des valorisations.

**Olivier Renault :** Il est vrai que c'était identique lors des sorties de crise

**“les dirigeants ont dû davantage s'entourer pour tenir le coup lors de cette crise inédite. Certains ont pu perdre l'envie, ou se questionnent sur le fait de savoir s'ils n'ont pas atteint un plafond de verre. Cela déclenche systématiquement des envies de trouver un repreneur neutre.”**

Olivier Renault

précédentes. Ainsi, nous apprécions les deals primaires en région, et on voit bien que les dirigeants ont dû

davantage s'entourer pour tenir le coup lors de cette crise inédite. Certains ont pu perdre l'envie, ou se questionnent sur le fait de savoir s'ils n'ont pas atteint un plafond de verre. Cela déclenche systématiquement des envies de trouver un repreneur neutre, comme un fonds d'investissement, plutôt qu'un industriel concurrent. Les rachats faits par les industriels en ce moment se font d'ailleurs plutôt sur des entreprises matures en sortie de LBO que sur des deals primaires. Et cette fois cette tendance à lâcher le morceau, si j'ose dire, est beaucoup plus marquée qu'en 2008.

**MDA : Eric, comment avez-vous vécu ces derniers mois chez Unither ?**

**Eric Goupil, Unither :** Avant de répondre, je dois préciser que la première caractéristique de notre entreprise, c'est que nous sommes sur du temps long. Notre unité de compte est le semestre plutôt que le mois par exemple, parce que si nous prenons des actions aujourd'hui leur impact se fera sentir dans deux ou trois



### Eric Goupil

- Eric GOUPIL est Président de la société Unither Pharmaceuticals qui a été créée en 1993.
- Pour mémoire, UNITHER Pharmaceuticals développe et fabrique des produits pharmaceutiques pour le compte de ses clients. Elle profite de la tendance des grands laboratoires pharmaceutiques à de plus en plus externaliser la fabrication de leurs produits. Particulièrement bien gérée, l'entreprise a connu une très forte croissance depuis sa création il y a une trentaine d'années. Elle a notamment été accompagnée par des fonds de private equity depuis une dizaine d'années dont Equistone CPE, Ardian, Parquest ou encore Keensight. L'entreprise a fait preuve de résilience pendant la crise.

ans. Donc notre situation est un peu différente d'autres acteurs du secteur de la santé qui ont pu profiter de la crise, comme les laboratoires d'analyse et d'autres gagnants du covid. Nous, à l'inverse, nous avons plutôt eu un impact négatif en 2021 parce qu'il y a eu un effet de stockage l'année dernière, et nous ne devrions retrouver un rythme de croisière normal qu'à partir de 2022. Heureusement pour nous, nous sommes un peu à l'écart du marché financier parce que nous avons un groupe d'actionnaires qui n'est pas pressé, à savoir Ardian, Parquest et Keensight. Cela nous permet de rester sur les problèmes opérationnels et de ne pas être pris par l'effervescence du marché.

**MDA : Est-ce que la période est propice à faire du développement en croissance externe ?**

**Eric Goupil :** Il n'y a pas de bonne ou de mauvaise période, mais cela dit lorsque nous regardons certaines cibles il y a une inflation marquée des multiples sur les CDMO, qui partent

à 15x ou 17x l'EBITDA parce que cela fait partie des valeurs refuges que sont la santé et la tech.

**MDA : Vous êtes courtisés ?**

**Eric Goupil :** Moins cette année, nos

**“Nous avons une gestion des talents avec une revue systématique en fonction de leur performance et de leur potentiel. En fonction de cela, on essaie de créer des opportunités, mais ce n'est pas toujours facile du fait de la relative faible taille du groupe.”**

**Eric Goupil**

interlocuteurs sont plutôt dans le court terme - les résultats mois par mois - mais je ne doute pas que nous aurons

plus de contacts à partir de l'année prochaine.

**MDA : On aurait pu penser qu'avec la hausse des préemptifs et des discussions qui se font de plus en plus en amont, vous auriez déjà des interlocuteurs.**

**Eric Goupil :** Certains entretiennent un fil rouge, oui. Ardian typiquement a été une très longue histoire avant que nous les choissions en 2017. Ils nous suivaient depuis des années à travers Mathieu Antonini, et aujourd'hui à travers Philippe Poletti.

**Jacques-Henri Hacquin, NG Finance :** Je ne vais pas revenir sur ce qui a été dit sur le marché, parce que je suis en accord avec les observations de Fabrice, mais je voudrais rajouter quelques points, notamment parce que j'interviens après les VDD entre le signing et le closing, et ce qui me frappe c'est que les problématiques de package sont dans toutes les opérations qu'il s'agisse de minoritaire ou de majoritaire. Cela se faisait moins avant,

### Bertrand Hermant

- Bertrand Hermant a rejoint Lamartine Conseil en octobre 2020 en qualité d'associé en charge du département fiscal de Paris et Lyon. Spécialisé en fiscalité transactionnelle, il intervient pour le compte d'investisseurs financiers dans le cadre de la mise en place d'opérations de capital-développement et de LBO dans un grand nombre de secteurs. Il accompagne également les entreprises et leurs dirigeants dans leurs opérations de restructuration ainsi que dans la mise en place de management package.
- Lamartine Conseil est présent en France au travers de ses bureaux de Paris, Lyon, Aix-Marseille et Bordeaux. Conseil régulier de fonds d'investissement de premier plan comme Naxicap Partners, Initiative & Finance, Turenne, Capital Export, MBO&CO ou encore iXO Private Equity, Lamartine Conseil a notamment conseillé en 2020 les opérations suivantes : Polyplus Transfection, Jott, CD Sud, Cofigeo, Marcel et Fils, SYST'AM, Exsto, Piriou...



mais aujourd'hui pour avoir le deal il y a un peu obligation de proposer un package, même si le dirigeant a déjà 70%.

**Olivier Renault :** On s'attend quand même à ce qu'il partage avec son cercle 1 et/ou son cercle 2.

**Jacques-Henri Hacquin :** Effectivement, et cela change aussi les outils. On voit qu'avec les hausses des valorisations, les couches de dette se sont aussi multipliées. Le plafond de verre de dette n'est pas très loin.

**MDA : En dette *in fine* ?**

**Jacques-Henri Hacquin :** Ce n'est quasiment que de la dette *in fine*. On trouve beaucoup de PIK dans l'OC, de l'unitranche qui est toujours extrêmement présente, des fonds qui font de l'equity comme de la dette sur leur mandat... C'est un point à surveiller. Dans tous les cas, cela va bientôt faire un an que les packages sont clairement en faveur du management.

**Fabrice Huglin :** C'est vrai qu'il y a 5 ans, nous étions plutôt sur une structuration de l'endettement avec un remboursement sur la durée de visibilité de l'investissement, de 5-7

**“Le Conseil d'Etat vient de faire voler en éclat ces critères en précisant qu'il convient seulement d'analyser les conditions de réalisation du gain de cession. Si ce gain trouve sa source dans l'activité du salarié ou du dirigeant, alors ce gain doit être requalifié en salaire.”**

**Bertrand Hermant**

ans, maximum, mais maintenant la dette *in fine* ne fait plus peur à personne.

**Olivier Renault :** Non, parce que l'actionariat de l'opération d'après en reprendra la responsabilité.

**Fabrice Huglin :** Exactement, on va l'intégrer dans la valorisation.

**Olivier Renault :** La vraie question c'est d'estimer l'écart entre l'augmentation de la dette et l'augmentation du multiple.

**Fabrice Huglin :** Oui, la prise de valeur que l'on va avoir demain. On oublie parfois le paquet de dette derrière les LBO, parce qu'il y a une habitude depuis plusieurs années de rajouter une tranche de dette complémentaire avec une forte proportion en *in fine*.

**Olivier Renault :** Et en 2008, avant la crise financière, les montages intégraient de l'endettement *in fine* ou de la mezzanine qui, objectivement

**Fabrice Huglin :** Et du coup quand vous mettez des OC, de la dette *in fine* qui sont presque considérés comme de l'equity, il reste de la dette senior mais



### Frédéric Mimoun

- Frédéric Mimoun est directeur d'investissements senior chez Omnes. Il a rejoint l'équipe Capital Développement & Transmission Small Cap d'Omnes en septembre 2016. Il est nommé Directeur d'investissements senior en septembre 2018. Frédéric Mimoun démarre sa carrière chez Arthur Andersen en Recovery/Transaction Services, puis à la Société Générale en fusion & acquisitions à Londres. Il intègre ensuite la Royal Bank of Scotland à Paris en tant que Directeur des équipes d'origination Leveraged Finance, avant de rejoindre Nixen Partners. Frédéric Mimoun était depuis 2015 Responsable du pôle Private Debt pour la France et le Benelux chez Blackrock.
- Frédéric Mimoun est diplômé de l'Ecole Spéciale des Travaux Publics Paris.
- Frédéric est actuellement Board Member de Tennaxia, Batiweb, ABMI et Opportunity.

celle-ci n'a pas tant changée, ce qui veut dire que l'on a reporté la prise de valeur sur de l'OC et de la dette *in fine*.

**Eric Goupil :** Pour défendre un peu la dette *in fine*, dans un précédent LBO nous avions de la dette amortissable que nous remboursions, mais nous avions aussi besoin d'investir pour notre croissance et dans ce cadre il est beaucoup plus simple de dire que d'un côté il y a la dette *in fine* et de l'autre côté d'utiliser le cash disponible pour les investissements.

**Fabrice Huglin :** Mais c'est un cas où vous utilisez de la dette *in fine* pour faire de la croissance organique, ce qui est une part normale d'un cycle d'investissement. Je parle plutôt d'une dette *in fine* qui sert à payer l'acquisition de l'entreprise et les titres.

**Jacques-Henri Hacquin :** Après il ne faut pas perdre de vue dans cette histoire que la dette est peu chère. Cela vaut le coup d'utiliser les cash flows disponibles pour l'investissement que d'utiliser de la dette *in fine*, mais comme aujourd'hui elle ne vaut plus

rien... Mécaniquement, on préfère investir les cash flows autrement.

**Fabrice Huglin :** Et derrière il y a le sujet comptable, avec des écarts d'acquisition qui sont quand même très significatifs. Dernier cas en date,

**“L'écosystème se doit, pour des raisons sociales, culturelles et financières, de s'ouvrir sur l'extra-financier et donc l'ESG. C'est un must-have.”**

Frédéric Mimoun

dans l'éducation où l'on voit des valorisations très élevées comme AD Education à 19x fois l'Ebitda. Il va bien falloir rentabiliser l'investissement même si le fonds d'investissement cherchait à rentrer dans un secteur porteur et avoir un groupe solide.

**Olivier Renault :** Mais là, le premier objectif est d'acquérir une plateforme, pour ensuite créer de la valeur par des acquisitions et ainsi acquérir une position forte dans un contexte de structuration de marché.

**Fabrice Huglin :** Sauf que derrière pour les commissaires aux comptes, c'est assez limite dès le début, il faut jouer avec le WAC.

**MDA :** Sur le sujet du management package, on parle de performance financière mais aussi beaucoup de performance extra-financière. Est-ce que cela a changé dans la structuration ?

**Jacques-Henri Hacquin :** La dernière fois on avait en effet noté que c'était un sujet montant, avec des indicateurs ou des acteurs d'investissement orientés ESG qui souhaitaient en mettre à tous les étages. Je ne vous cache pas que sur les 4-5 derniers mois, je n'en vois plus du tout passer. Je pense que cela s'explique par le fait que cela soit encore un indicateur un peu discriminant, qui n'est pas encore forcément bien

### Jacques-Henri Hacquin

- Jacques-Henri Hacquin est associé de NG Finance, en charge du département Evaluation financière & Modélisation. Il a plus de 15 années d'expérience professionnelle en Finance d'entreprise et en Évaluation de sociétés cotées et non cotées.
- Au sein de NGFinance, Jacques Henri est en charge des activités en lien avec les Fonds d'investissement et les différents acteurs du monde juridique et fiscal. Ses missions principales y sont l'accompagnement des dirigeants et la structuration de plans d'intéressement à destination des dirigeants. NG Finance intervient est co-leader sur son marché avec plus de 78 Package Management conseillés en 2019.
- Jacques-Henri enseigne également à l'EM Lyon et au sein de l'incubateur CERAM Business School, dont il est membre, Jacques-Henri a été porteur de projet et fondateur de la société MS innovations.



maîtrisé par les dirigeants, avec des sujets clairs pour l'investisseur et les LPs.

**Eric Goupil :** On croit beaucoup à ces sujets, parce que ce sont les collaborateurs qui font la performance de l'entreprise et qu'il faut bien les attirer, les motiver et leur offrir une vision. On a une politique RH ambitieuse, incluant par exemple la gestion des talents et la qualité de vie au travail qui consiste surtout à donner aux collaborateurs les moyens de maîtriser et d'adapter son poste et son environnement. Après, dans l'ESG, nous avons deux gros sujets à traiter : le fait que nos doses sont en plastique, et là malheureusement c'est encore assez difficile même si nous avons des pistes, et les émissions de CO2. Mais ce sont des sujets auxquels nous sommes confrontés lors du recrutement de la main d'œuvre et je pense que nous faisons relativement bien les choses puisque nous avons un turn-over très faible.

**MDA :** Bertrand, quelle est votre perception du niveau d'activité sur

les management package ? Est-ce qu'il y a sur tous les segments ?

**Bertrand Hermant, Lamartine Conseil :** La mise en place d'un management package dans le cadre

**“Les problématiques de package sont dans toutes les opérations qu'il s'agisse de minoritaire ou de majoritaire. Cela se faisait moins avant, mais aujourd'hui pour avoir le deal il y a un peu obligation de proposer un package, même si le dirigeant a déjà 70%.”**

Jacques-Henri Hacquin

d'une opération de capital transmission s'est systématisée. Il y a en revanche une évolution en ce qui concerne le

champ des bénéficiaires. Faut-il se limiter au premier cercle ou élargir les bénéficiaires ? Mais la question qu'on se pose surtout aujourd'hui est l'évolution de la pratique à la suite des trois arrêts rendus le 13 juillet dernier par le Conseil d'Etat. L'administration fiscale a tendance à considérer que la rétrocession d'une partie de la plus-value au manager doit s'analyser comme un salaire et non comme une plus-value. Elle est mal à l'aise avec la double casquette du manager, à la fois investisseur et salarié/dirigeant. Les juges sont venus poser au cours des 7-8 dernières années les critères de requalification fiscale : le salarié doit prendre un véritable risque et les titres auxquels il a souscrit doivent l'être à la valeur de marché d'où la nécessité de faire appel à un expert indépendant. Les management packages sont ainsi structurés à la lumière de ces décisions. Le Conseil d'Etat vient de faire voler en éclat ces critères en précisant qu'il convient seulement d'analyser les conditions de réalisation du gain de cession. Si ce gain trouve sa source dans l'activité du salarié ou du dirigeant, alors ce gain doit



## Fabrice Huglin

➤ Fabrice Huglin est associé d'Aca Nexia, en charge du département Transaction Services aux côtés d'Olivier Lelong et d'Hervé Teran. Il intervient pour des PME et ETI, principalement dans le domaine des services, de l'industrie et de la distribution. Il a plus de 20 années d'expérience professionnelle et a conseillé plus d'une trentaine d'opérations en 2020, Aca Nexia ayant participé à plus de 100 opérations en 2020.

➤ Il développe depuis quelques années une expertise dans le domaine de l'enseignement supérieur privé en qualité de conseil et pour des missions de due diligence et d'audit. A travers plusieurs échanges et séjours auprès de membres étrangers du réseau Nexia, il a acquis une expérience internationale, dont il fait profiter les groupes français qui souhaitent s'implanter à l'international.

être requalifié en salaire. Et donc la question est de savoir comment éviter ce lien. Les juges s'appuient sur un faisceau d'indices et notamment les dispositions du pacte d'actionnaires comme par exemple l'incessibilité des titres, les clauses de *good* et *bad leaver*, les conditions d'exercice des titres sont autant d'éléments qui vont être pris en compte pour démontrer l'existence de ce lien. Le juge fiscal rejoint ainsi le juge social. On se souvient en effet que la Cour de cassation avait déjà retenu en avril 2019 une position similaire en considérant que la simple possibilité offerte à des salariés d'acquiescer était constitutive d'un avantage assujéti aux cotisations sociales. Suite à l'arrêt de la Cour de cassation, beaucoup de questions se sont posées sur les management packages, mais à ma connaissance cela n'a pas eu tant d'impact sur la pratique sachant que le risque portait ici sur les cotisations sociales. Le manager est ici directement impacté par la position prise par le Conseil d'Etat.

**MDA : Quel effet cela a-t-il eu auprès des dirigeants ? Est-ce que des renégociations sont possibles ?**

**Olivier Renault :** Non, je ne pense pas.

**“Auparavant, une société avec un Ebitda d'un million d'euros ne faisait pas forcément l'objet d'une VDD et était en général moins intermédié. Mais maintenant qu'il y a beaucoup d'argent, toutes les opérations font l'objet d'une VDD.”**

Fabrice Huglin

**Jacques-Henri Hacquin :** A la limite on peut s'attendre à des discussions à la sortie.

**Olivier Renault :** Sur le plan technique, un changement de support juridique « en cours de route » me paraît difficile à envisager, dans la mesure où cela conduirait à abandonner l'antériorité d'un montage, et par conséquent à renoncer d'un argument « de situation à date » à l'égard de l'administration.

**MDA : Ce serait montrer qu'on fait quelque chose dans un intérêt purement fiscal ?**

**Olivier Renault :** C'est un problème de datation de la création de valeur. Si tu remodèles un management package six mois avant un closing par exemple, c'est par construction plus contestable qu'un management package qui aura été mis en place cinq ans auparavant, sur la base des valeurs de l'époque. Par contre, il existe en France des dispositifs sur lesquels on pourrait réfléchir afin de répondre à cette problématique. Ce que dit la jurisprudence en substance, c'est que tant qu'il s'agit d'un régime légal, il n'y a a priori pas lieu à requalification, mais il existe

peu de régimes légaux adaptés aux LBO. Il existe les attributions gratuites d'actions (AGA) qui nécessitent de rester, à la fois en capital et en procédés de sortie en dessous de 10%, tandis que les bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) sont rarement éligibles en LBO... Pour les ETI, il existe quelques modèles innovants et « fiscalement waterproof », comme les fonds communs de placement d'entreprise (FCPE) dits de reprise, pour les entreprises redevables de la participation des salariés : le management package pourrait être porté par le FCPE. C'est un schéma que nous avons déjà pratiqué à deux reprises, et qui impose que chaque partie de l'opération accepte que tous les salariés de l'entreprise soient bénéficiaires, peu ou prou, d'une quote-part du ManPack. Dans ces conditions, la sécurité fiscale est réelle.

**MDA : C'est peut-être le sens de l'histoire, non ?**

**Bertrand Hermant :** Ce n'est pas accessible à tous. Même dans une ETI, il y a un coût assez élevé pour structurer un FCPE. On peut aussi citer la convention de partage de plus-value qui a été mise en place dans le cadre de la loi PACTE, qui voit l'investisseur financier reverser jusqu'à 10% de sa plus-value sur un plan d'épargne d'entreprise (PEE), mais ce n'est pas un mécanisme de légalisation du management package, c'est plutôt un schéma qui vient compléter les mécanismes d'intéressement ou de participation existants. Reste qu'avec cette jurisprudence, il est compliqué de savoir exactement ce qui va fonctionner et ce qu'il faut mettre en place. L'idéal serait que le législateur intervienne et mette en place un système de management package à l'image de ce qui existe déjà comme les AGA et les BSPCE. Mais le contexte n'est pas idéal.

**Jacques-Henri Hacquin :** Ou un mécanisme qui ressemblerait au



carried interest pour les investisseurs financiers.

**Olivier Renault :** Cette évolution serait à double tranchant. Ce qui est dommage en France, c'est que la pratique du *ruling* en matière fiscale est peu répandue voire impossible.

**Fabrice Huglin :** Ça marche très bien dans les pays nordiques, mais pas dans les pays latins.

**Bertrand Hermant :** Ce qu'il faut garder en tête c'est que le management package est un montage abusif selon l'administration fiscale.

**Olivier Renault :** Oui, le problème pour eux vient du fait que le prix par titre soit différent selon sa catégorie... Et puis, il s'agit d'une question de perspective qui manque sans doute au juge de l'impôt : celui-ci considère, a priori, qu'il existe suffisamment de régimes légaux, comme par exemple les stock-options. Mais est-ce que vous avez déjà vu des stock-options dans un management package ? C'est presque une relique des années 90 qui ne sert guère encore que pour les groupes du CAC 40, mais absolument pas adaptée à la transmission des entreprises du non-coté.

**Bertrand Hermant :** Oui, et quand on lit les conclusions du rapporteur on a

l'impression que le manager a presque souscrit à un ticket de loto mais sur lequel il est certain de gagner. La problématique est liée à l'appréhension du mécanisme d'une opération de LBO.

**Fabrice Huglin :** Est-ce que la solution ne consisterait pas tout simplement à mettre une ManCo avec plusieurs managers au-dessus de manière à créer un étage intermédiaire afin de montrer qu'il s'agit d'un intérêt commun et non celui d'une personne ?

**Bertrand Hermant :** C'est une piste, mais mais l'administration dispose de mécanismes anti-abus pouvant remettre en cause ce type de schéma. Il est alors indispensable que la ManCo soit principalement créée pour des raisons autres que fiscales.

**Olivier Renault :** L'idée serait de conférer, en complément, des droits « politiques » à la ManCo (présence au Comité de Surveillance etc.).

**MDA : Frédéric, comment est structuré le partage de valeur dans votre segment et chez Omnes ?**

**Frédéric Mimoun :** C'est un peu au cas par cas. Certains entrepreneurs et fondateurs ont leur propre vision du partage de la création de valeur vis-à-vis de leurs proches



d'actifs, et l'apport de Tennaxia sur les participations actives en Small, Mid et ENR contribue à nous faire monter en compétences également sur les critères extra-financiers tout en simplifiant les réponses données par l'entreprise par une plateforme unique, évitant notamment la redondance des questionnaires pour chacune des parties. Pour les entreprises, c'est aussi un moyen de se comparer à d'autres de leurs confrères en la matière et de gagner en retour d'expériences.

**MDA : Plus on descend dans le pipe, plus les leviers d'intéressement sont importants pour animer l'équipe ?**

collaborateurs ou d'autres. On essaie d'apporter un éclairage sur le besoin également de social, d'éthique et de gouvernance qui contribuent à fertiliser les énergies collectives de l'entreprise. A ce titre, depuis l'acquisition par nos équipes Small Cap de Tennaxia, éditeur de logiciels SaaS dans le référencement RSE/HSE/ESG, nous adoptons une approche systématique de nos participations sur le tracking et benchmark des éléments d'améliorations à mettre en place que l'on suit à minima une fois par an en Comité Stratégique.

Le partage de créations de valeur peut également nourrir de nombreux collaborateurs dans l'entreprise. C'est le cas par exemple d'ABMI, où avec son président Vincent Coent, nous avons œuvré à faire participer plus de 20 employés au Management Package.

**MDA : Mais est-ce qu'il y a une évolution chez les fonds en la matière ? Certains fonds ne s'intéressent pas au sujet et restent focalisés sur leur performance.**

**Frédéric Mimoun :** Je pense que l'écosystème se doit, pour des raisons sociales, culturelles et financières, de s'ouvrir sur l'extra-financier et donc l'ESG. C'est un *must-have*. Chez Omnes on a différentes classes



**Olivier Renault :** Il peut y avoir une distorsion dans les ManPack en fonction de la maturité de l'entreprise cible, ne serait-ce que pour impliquer les managers sur le « coup d'après », ou selon de degré de « légitimité » du management. Mais ce n'est en effet pas un sujet de taille, mais plutôt lié au fait que l'on raisonnera davantage en valeur absolue sur un LBO primaire que sur un LBO tertiaire concernant une ETI.

**Jacques-Henri Hacquin :** Les petites entreprises en primaire n'ont pas encore l'état-major pour mettre en

place cet intéressement, parfois il n'y a qu'un dirigeant.

**Olivier Renault :** Après, dans les LBO primaires, il y aura des cadres qui viendront agréger l'équipe ( c'est d'ailleurs tout l'enjeu ) et ceux-ci devront nécessairement être intéressés en cours de route afin de créer une véritable convergence d'intérêt.

**Fabrice Huglin :** Je suis d'accord, et clairement ce n'est pas un sujet de taille ou de secteur d'activité. C'est un phénomène de fond et je pense que même dans nos sociétés nous mettons en place ces outils. Chez ACA Nexia nous avons désormais de l'intéressement capitalistique. Comme nous sommes dans le tertiaire nous sommes très portés sur les sujets de gouvernance, parce que nous avons moins d'impact sur le sujet de la société décarbonée. On s'occupe beaucoup des sujets de cohésion sociale, du partage de la valeur, de l'orientation et de l'organisation de l'entreprise... Tout ça passe par l'ESG et par une transformation de l'entreprise pour prendre en compte l'ensemble des collaborateurs. Nous sommes désormais dans un marché qui est très propice à l'employé, et le but des salariés n'est plus de seulement toucher une fiche de paye mais de



venir au travail pour s'engager dans quelque chose. Ce n'est pas toujours facile à trouver dans les métiers de services, mais on essaie d'apporter une valeur ajoutée pour les collaborateurs pour qu'ils se sentent intégrés dans un projet qui unit l'entreprise.

**Frédéric Mimoun :** C'est aussi donner du sens à l'empreinte et contribution apportée par chacun. Dans les recrutements tant à notre niveau qu'à celui de nos participations, il n'est pas rare d'observer que l'ambition, le poste et l'aspect financier ne sont plus forcément les moteurs primordiaux au développement de soi et il est important d'apporter du sens aux implications de chacun dans l'entreprise, quel que soit le talent. La notion participative pour retenir les talents est devenue clé et n'est pas forcément facile à gérer.

**Fabrice Huglin :** J'aime bien cette notion de bien-être. Quand les collaborateurs viennent au bureau, j'ai envie qu'ils se sentent bien, d'autant que nous sommes dans des métiers à pression. Cela passe par exemple par le droit à la déconnexion, même si c'est plus compliqué à mettre en place avec le télétravail. Ce n'est pas parce que le dirigeant préfère travailler le samedi matin que ce rythme doit être imposé au collaborateur quand il reçoit l'email



le weekend. La mise en place de ces mesures fonctionne parce que l'on voit une réduction du turn-over chez nous, et une année de gagnée c'est important. Même en termes financiers, cela coûte moins cher de mettre cette politique d'intéressement, de participation et d'émulation en œuvre que d'avoir un turn-over plus important.

**MDA : C'est donner du sens, en fait.**

**Fabrice Huglin :** Oui, d'autant que l'on embauche avec des critères de qualification relativement élevés, mais il faut également prendre en considération la formation et là pour le coup les cabinets anglo-saxons



sont bien meilleurs que nous dans ce domaine. Ils aident les collaborateurs à gravir les échelons au fil du temps plutôt que de chercher quelqu'un qui rentre immédiatement dans la bonne case. C'est un sujet qu'on doit prendre en main tout au long de la carrière des collaborateurs si on souhaite les garder, parce que je trouve qu'en France nous ne sommes pas assez focalisés sur les plans de carrière.

**MDA : Eric, comment cela est-il géré chez Unither ?**

**Eric Goupil :** Nous avons une gestion



des talents avec une revue systématique en fonction de leur performance et de leur potentiel. En fonction de cela, on essaie de créer des opportunités, mais ce n'est pas toujours facile du fait de la relative faible taille du groupe, avec 1600 personnes. Avant cela se faisait de façon un peu intuitive parce que nous connaissions les gens, mais aujourd'hui si on ne les revoit pas systématiquement on n'y arrive pas. C'est pour cela qu'on a mis en place une revue systématique au sein du comité de direction.

**MDA : Avec une répartition hommes / femmes au sein du comité ?**

**Eric Goupil :** Personnellement je me suis toujours battu pour avoir la personne la plus compétente au bon endroit, et aujourd'hui nous avons deux femmes sur huit personnes. Mais dans tous les cas, avoir une diversité dans les profils est un facteur de performance.

**MDA : Je sais qu'historiquement il y a toujours eu plus de femmes que d'hommes chez Lamartine. Est-ce qu'il y a un programme en place pour l'évolution des collaborateurs ?**

**Olivier Renault :** Lamartine Conseil est de ce point de vue assez atypique.



Ce n'est pas un secret de dire que le Cabinet fait beaucoup d'efforts pour créer une ambiance sympathique en interne, et une qualité de vie au travail : les membres du Cabinet peuvent faire du sport en entreprise, le Cabinet part chaque année trois jours en général à l'étranger, les collaborateurs ne perdent pas trop de temps à remplir des time sheet, et chacun d'eux a, par principe, vocation à devenir associé à terme...

**Bertrand Hermant :** J'ajouterais qu'en termes de formation, comme nous intervenons sur une centaine d'opérations par an, les collaborateurs sont très vite rodés parce qu'ils ont fait



une vingtaine de deals en deux ans. La formation est très pratique et c'est un gain d'expérience rapide.

**Jacques-Henri Hacquin :** Est-ce que cela ne pose pas problème à moyen terme ? Le fait qu'ils aient vu un certain nombre de deals et qu'ils se disent : que puis-je apprendre de plus chez Lamartine ?

**Olivier Renault :** Certes, mais il faut bien travailler pour vivre... ! On espère juste que les membres du Cabinet reconnaissent qu'il est plus agréable de travailler ici qu'ailleurs. S'agissant de l'intérêt du métier, celui-ci évolue et chacun de nous avec lui. Notre cœur de cible, c'est la transmission des PME, ce qui n'interdit pas l'appétence de certains collaborateurs pour des sujets complémentaires comme le droit des contrats, le droit économique, le fiscal, le restructuring pour certains... Objectivement, ce sera toujours la même matière dans d'autres cabinets, voire de manière encore plus segmentée ! Je constate que nous avons un turn-over assez faible. Ceci est lié à la formation très pratique chez Lamartine : une personne qui a six mois de stage intègre le Cabinet, et une semaine après, elle participe à

une réunion de négociation avec un client. On jette un peu les gens dans le « grand bain », avec bien entendu des garde-fous... Globalement, les jeunes avocats apprécient cette prise de responsabilité.

**MDA : Frédéric, quand est-il des dirigeants d'aujourd'hui ? Ont-ils plus de facilités à intégrer de ce genre de pratiques ?**

**Frédéric Mimoun :** Ce n'est certainement pas inné, et ce n'est pas toujours un dialogue facile parce que le but pour nous n'est pas de perturber la culture de l'entreprise. Il faut essayer d'apporter une réflexion, un questionnement actif sur la vie de la société

**MDA : Vous faites quand même le deal si vous vous en rendez compte en amont ?**

**Frédéric Mimoun :** C'est encore une fois à traiter au cas par cas.

**MDA : Il y a eu des satisfactions particulières au cours de l'année écoulée ?**

**Frédéric Mimoun :** En l'espace de deux ans, la société ABMI a vu son actionariat managérial s'étoffer à



significativement avec l'apport de 20 nouveaux collaborateurs à son capital, preuve de l'attachement à la culture de l'entreprise, soit une part managériale de près de 20% du capital de la société. C'est une vraie satisfaction car la transformation opérationnelle de la société s'accompagne d'une adhésion forte et capillaire de ses forces vives.

**Olivier Renault :** De mon côté, je dois dire qu'Unither est une satisfaction professionnelle et personnelle. J'ai connu le fondateur et ami d'Eric Goupil, en 1993, qui a utilisé sa prime de départ de Sanofi pour racheter une usine du groupe toute neuve à Amiens, et qui était quasiment vide. Il a fait de la sous-traitance, et j'étais un conseil juridique amical en quelque sorte. Et puis avant le premier LBO, il nous a dit être dépassé par le développement attendu de son entreprise, et que ce qu'il aimait c'était la gestion des process industriels : il a fait appel à Eric Goupil, qui était déjà actionnaire en 1993, pour prendre la suite ( et de quelle manière... !).

**Eric Goupil :** C'était assez surréaliste. Un jour, un banquier d'affaires m'appelle et me dit : écoutez on organise la vente d'Unither et comme vous êtes le repreneur, je voudrais qu'on se voit. Il m'en avait parlé vaguement

auparavant et d'un coup c'est devenu très sérieux.

**Olivier Renault :** Et c'est quand même la seule personne à ce jour qui me dit, une fois que le banquier d'affaires avait ( bien ) fait son boulot, que le prix est trop élevé. Il m'a demandé d'en informer l'investisseur et ses avocats... Je leur dit que nous étions d'accord sur tout, sauf le prix car celui-ci nous paraissait trop élevé. C'est un bon souvenir, et je dois dire qu'au final, le fondateur a eu raison : on a remplacé la réduction de prix souhaitée par le vendeur ( ... ) par deux earn-out, et au final un seul a été déclenché.

**MDA : Quelles ambitions désormais pour Unither ?**

**Eric Goupil :** Mon ambition, c'est de changer la vie des gens. On a un projet dans le domaine de l'injectable qui répond à des sujets d'accessibilité aux soins dans lequel je crois beaucoup. Pour nous, la performance financière est une conséquence de la vision et de la façon de faire d'une entreprise plutôt qu'un objectif en soi. On cherche aussi à poursuivre l'internationalisation, même si elle est déjà bien avancée puisque nous sommes en France, aux Etats-Unis, au Brésil et en Chine.

**Jacques-Henri Hacquin :** Le défi est clairement celui de la rupture technologique pour les unidoses, non ?

**Eric Goupil :** Oui. Quand on parle du plastique, il y a deux problèmes : l'approvisionnement et le recyclage. Le biosourcé n'est pas forcément mieux que le plastique basé sur le pétrole et le compostable n'est malheureusement pas réalisable. Cela étant, si les doses sont jetées à la poubelle, cela évite le vrai problème qui est celui des microparticules de plastique qu'on retrouve partout. Quoiqu'il en soit on travaille sur les 2 sujets car ils sont vraiment importants. ■

