

Evolution du management package et de la valorisation des instruments financiers face à la crise de la covid-19

La structuration des management packages devient plus complexe en raison des impacts de la crise de la Covid-19. Cette dernière force les acteurs du private equity à réfléchir à de nouvelles solutions afin de conserver un alignement des intérêts entre les actionnaires et les dirigeants des sociétés cibles. Les horizons de sortie se voient allongés en raison de la crise. La crise affecte de manière significative les valorisations attendues des sous-jacents des management packages, notamment sur la base d'un Ebitda et de multiples qui sont aujourd'hui dégradés. En lien avec la baisse de ces valorisations, nous observons un nombre croissant de recours aux mécanismes de compléments de prix en raison de l'opacité des prévisions due à la crise.



Jacques-Henri Hacquin,
associé, NG Finance

Prémices d'une crise dont les impacts à long terme restent à déterminer

Au regard des missions traitées par NG Finance, à savoir près de 100 projets actifs lors du démarrage du confinement, il a été observé quelques reports d'opérations et des renégociations de prix sur des dossiers avancés.

Les évolutions de valorisation sont imprévisibles par nature et dépendent d'un nombre important de paramètres ; toutefois, nous observons que certains secteurs comme l'agroalimentaire ou le domaine pharmaceutique demeurent résilients. A contrario, nous constatons des impacts économiques significativement défavorables dans les secteurs du tourisme et des loisirs, de la restauration, de l'aéronautique et de l'automobile. En raison de ces éléments, et de la baisse des multiples de marché, nous observons également la

négociation d'accords, de modalités de transaction et de prix sur de nombreuses opérations, avec notamment la mise en place de clauses de compléments de prix. Selon la Banque de France, le retour à un niveau d'activité de 2019 est prévu pour la mi-2022.

Des impacts majeurs sur les management packages et la valorisation des instruments financiers

La question de la valorisation des instruments financiers et de l'imprévisibilité de leur évolution sera bien au centre des enjeux, tant pour les acteurs du private equity que pour les entreprises elles-mêmes. La crise équivaut-elle à une perte en capital pour les dirigeants bénéficiant de management packages

existants ? Quelles seront les nouvelles modalités de management packages ? Les experts indépendants devront s'interroger sur la pertinence des méthodes et des paramètres retenus en fonction de l'instabilité économique observée et du risque financier accru. Quoi qu'il en soit, les approches d'analyse devront intégrer une rationalisation plus poussée des fondamentaux économiques et une analyse approfondie de la volatilité des sous-jacents.

Au regard des opérations réalisées sur les derniers mois, nous observons un regain d'intérêt pour les mécanismes de compléments de prix (clauses d'earn-out), reflets d'une baisse de valorisation en raison d'un manque de visibilité sur les données prévisionnelles et sur l'ampleur des impacts économiques de la crise sa-

nitaire. Le complément de prix permet alors de maintenir une transaction amorcée depuis plusieurs mois, malgré un contexte d'instabilité économique. Ce mécanisme a également une incidence sur les management packages puisque son recours équivaut à une valorisation incertaine du sous-jacent.

La crise sanitaire et les impacts économiques afférents rappellent que les management packages sont des opérations financières comportant un risque significatif pour les équipes dirigeantes qui peuvent perdre la totalité de leur investissement initial. En effet, la crise affectant les marges des sociétés et leur développement commercial, la performance attendue des entreprises cibles est revue à la baisse, diminuant ainsi la probabilité de déclenchement des management packages.

Au regard de la baisse récente des indicateurs économiques, les termes et conditions des futurs management packages devront s'adapter aux conditions économiques attendues, l'expert indépendant pouvant analyser la pertinence des critères retenus et la mise en place d'autres instruments, comme par exemple des bons de souscription d'actions (BSA) ou le mécanisme d'attribution gratuite d'actions de préférence (AGADP). Outre l'effet de dilution des actionnaires historiques, les AGADP accroissent substantiellement le risque fiscal et social si ces titres ne sont pas évalués à leur juste valeur, au regard du paiement de la contribution sociale patronale.

La valeur des instruments financiers mentionnés précédemment est fonction de différentes caractéristiques (seuils de déclenchement, espérance de gain, etc.), qui nécessitent une analyse approfondie pour déterminer leur juste valeur dans un contexte de forte volatilité et d'environnement économique dégradé. Selon la Banque de France, la contraction du PIB au deuxième trimestre 2020 est estimée autour de 15 %. Ainsi, un management package existant aura une probabilité de déclenchement plus faible et pourra s'accompagner d'un allongement de l'horizon de sortie. Quant aux nouvelles structurations, la valeur du sous-

jaçant sera probablement diminuée par rapport à la période pré-Covid.

Pour ce qui est des management packages qui avaient été établis bien avant le début du confinement, la modification des conditions du management package signées entre les parties ne semble pas être une solution envisageable en raison du risque fiscal afférent. Néanmoins, des solutions adaptées aux différents contextes d'opérations existent comme par exemple une souscription additionnelle par l'équipe dirigeante à de nouveaux instruments, une conversion des instruments financiers existants en une autre forme ou typologie de management package, ou la cession d'instruments financiers des investisseurs vers les dirigeants. Nous observons également une augmentation de la mise en place d'instruments hybrides en raison de l'instabilité économique, notamment des obligations convertibles qui offrent davantage de flexibilité en cas d'imprévus opérationnels et financiers.

Les enjeux de l'attestation de taux d'intérêt et de la loi de finances 2020

Néanmoins, ces potentielles solutions peuvent s'accompagner d'autres problématiques de valorisation dont notamment celle de l'attestation de taux d'intérêt de dettes financières dans le cadre du financement de l'acquisition d'instruments financiers par l'équipe dirigeante ou la mise en place d'obligations convertibles. Ces travaux vont d'ailleurs être particulièrement pertinents dans un contexte d'augmentation du risque de défaut de remboursement des sociétés les plus exposées aux impacts de la crise. Nous pouvons d'ores et déjà l'observer avec la mise en place de prêts garantis par l'Etat (PGE) qui bouscule la structure financière des entreprises, dont notamment les ratios d'endettement et les rangs de séniorité des dettes. Le risque de défaillance étant accru, une analyse particulière devra être portée aux spécificités financières des instruments de dettes, selon une approche microéconomique permettant de prendre en considération le risque

de défaut de l'emprunteur. Bien évidemment, ces problématiques de taux et de déductibilité des intérêts s'inscrivent également dans le contexte de la loi de finances 2020, qui établit un dispositif de plafonnement de la déductibilité des charges financières nettes supportées par une entreprise.

La nouvelle réglementation a modifié la déductibilité des charges financières pour les sociétés. Le nouveau plafond mis en place correspond au montant le plus important entre 3 millions d'euros ou 30 % de l'Ebitda fiscal. Pour les entreprises sous-capitalisées, le mécanisme de déduction sera plus restrictif : les ratios et montants prévus seront moins généreux, et une partie des intérêts ne sera ni déductible, ni reportable. Par ailleurs, les clauses de sauvegarde et la capacité de déductibilité non utilisées seront à prendre en compte pour affiner les charges financières nettes déductibles.

La mise en pratique de la loi de finances 2020 engendre une complexité certaine auprès des entreprises, rendant essentielle l'intervention d'experts financiers et fiscaux. Ainsi, la détermination des paramètres financiers tels que l'Ebitda fiscal, le niveau des fonds propres et les périmètres comptables ont pris une place prépondérante dans le nouveau dispositif. De plus, les stratégies de développement des entreprises, notamment dans le cadre d'opérations de croissance externe, aboutissent inmanquablement à un suivi précis des conditions de financement, des taux d'intérêt et de la déductibilité des charges financières nettes de l'entreprise.

Depuis sa création, NG Finance accompagne les avocats fiscalistes, les fonds d'investissement et les entreprises sur des problématiques fiscales grâce à ses équipes d'évaluation financière et de transaction services. Ainsi, pour répondre à ces nouveaux enjeux, nos équipes se sont mobilisées pour élaborer un modèle financier permettant d'accompagner les acteurs économiques dans la structuration des opérations et l'optimisation de la gestion de la trésorerie. ⁿ