

fragilisés et certains donneurs d'ordres pourraient être amenés à les soutenir pour que l'écosystème reste vivant. » Par ailleurs, poursuit l'associé David Swinburne, « nous allons sans doute voir descendre le seuil de matérialité appliqué par les sponsors dans leurs audits, afin d'appréhender encore plus finement qu'avant la crise l'ensemble des risques auxquels la cible est exposée. Contentieux en cours, aspects de droit social et compliance feront ainsi l'objet d'une attention renforcée. » Les avocats s'attendent aussi à ce que certains sujets comme la RGPD ou l'anti-trust fassent l'objet d'audits plus approfondis en raison des risques financiers significatifs qu'ils comportent.

Au final, ce ne sont peut-être pas sur les composantes les plus « traditionnelles » (juridique, financier...) des process M&A que l'impact du coronavirus va le plus se faire ressentir. « Nous avons la conviction forte que le rôle de l'entreprise évolue et que l'appréciation de sa performance dans son ensemble, financière mais aussi en termes d'impact sociétal, va changer, explique Sylvain Lambert, partner au département Développement durable de PwC. Il devient de plus en plus difficile de qualifier un investissement en s'en tenant aux seules métriques financières. De plus en plus, les acquéreurs vont demander d'éclairer les résultats passés et présents par une projection sur l'impact futur de l'entreprise. Je pense que la crise va accentuer ce mouvement. » Plus que de simples due diligences ESG, ce sont de véritables « tests de résilience » auxquels les sociétés pourraient être soumises à l'avenir. « Parmi les investisseurs, notamment en private equity, nous voyons que des acteurs qui sont déjà avancés sur ces questions souhaitent accélérer encore, appuie Émilie Bobin, également partner au département Développement durable de PwC. Nous travaillons aujourd'hui à la co-construction avec nos clients d'une méthodologie pour déterminer comment ces sujets de développement durable et d'impact sociétal peuvent être intégrés dans une valorisation. » Autant dire que la crise n'a pas encore fini de dévoiler tous ses secrets. ■ **E.L.L.**



« IL DEVIENT DE PLUS EN PLUS DIFFICILE DE QUALIFIER UN INVESTISSEMENT EN S'EN

TENANT AUX SEULES MÉTRIQUES FINANCIÈRES. DE PLUS EN PLUS, LES ACQUÉREURS VONT DEMANDER D'ÉCLAIRER LES RÉSULTATS PASSÉS ET PRÉSENTS PAR UNE PROJECTION SUR L'IMPACT FUTUR DE L'ENTREPRISE », SYLVAIN LAMBERT, PWC



Isabelle Cheradame (ci-dessus) et Claire Revol-Renié



« IL VA FALLOIR TROUVER DES MOYENS DE RÉALIGNER LES INTÉRÊTS DES FONDS ACTIONNAIRES ET DES MANAGERS »

Le management package fait partie intégrante des opérations de LBO. Avec la dégradation attendue des résultats des entreprises en raison de la crise, investisseurs et équipes dirigeantes vont sans doute devoir faire évoluer leur approche de ces dispositifs. Concernant les opérations déjà réalisées, les demandes de renégociation risquent d'affluer. Les avocats du cabinet Scotto Partners sont des spécialistes reconnus de ces sujets. Entretien avec Isabelle Cheradame, managing partner de Scotto Partners, et Claire Revol-Renié, associée.

Private Equity Magazine : Quels impacts la crise risque-t-elle d'avoir sur les management packages ?

Claire Revol-Renié : Sur le plan financier, la place du business plan dans les négociations va devenir encore plus cruciale qu'elle ne l'était avant la crise. En effet, un management package est avant tout un contrat de rétrocession de valeur basé sur l'atteinte d'hypothèses de business plan préparées par le management et dont l'équipe dirigeante endosse in fine la responsabilité vis-à-vis de son futur actionnaire financier.

Dans le cadre des négociations actuelles, une attention importante est donc portée aux impacts du Covid-19 sur les résultats futurs de l'entreprise et aux différents scénarios de retour à la normale plus ou moins conservateurs. Il est forcément tenu compte de ces impacts lors des discussions permettant la fixation des différents curseurs et seuils de rétrocession de valeur pour le management. Les fonds d'investissement vont nécessairement devoir intégrer des seuils de déclenchement des management packages légèrement abaissés de manière à conserver la motivation des équipes dirigeantes en tenant compte d'hypothèses le cas échéant moins rapides de retour à la normale.

Isabelle Cheradame : Il faut prendre en compte également un facteur de temporalité lié à la durée de l'investissement. Si un LBO vient d'être lancé, le management package a certes été négocié sur une base de valorisation élevée, mais également à un horizon de cinq ans. Cela laisse donc une possibilité aux résultats de l'entreprise de remonter. En revanche, la situation est différente dans le cas d'une opération qui arrive à son terme un ou deux ans plus tard. Nous allons sans doute être confrontés à une vague de renégociations dans ce contexte.

PEM : Comment ces restructurations pourront-elles être menées ?

I. C. : Tous les management packages comportent un outil de rétrocession directement indexé à la performance de l'entreprise. La quote-part que les managers ont investie dans ce dispositif risque de perdre toute sa valeur dans la mesure où il sera très compliqué de générer les résultats prévus à l'origine. Il va donc falloir trouver des moyens de réaligner les intérêts des fonds actionnaires et des managers : l'accent pourrait être mis sur le renforcement de la partie du package qui est pari passu avec l'investisseur ou l'émission d'une couche de package complémentaire via l'attribution d'actions gratuites.

C. R.-R. : Ces négociations reposent toujours sur un arbitrage entre le risque fiscal et le risque économique. En temps normal, nous mettons l'accent sur la protection contre le risque fiscal – si la prise de risque est jugée insuffisante, l'administration peut décider de requalifier le management package en salaire – ; en temps de crise, l'attention sera davantage portée sur le risque financier.

PEM : Quid des risques de contentieux dans ces affaires ?

I. C. : En pratique, et pour les raisons déjà évoquées, les parties auront surtout envie de réaligner les intérêts et non d'avoir des positions divergentes. Il y aura sans doute des risques de contentieux si jamais le fonds décide de se séparer du management, mais encore faudra-t-il que celui-ci puisse démontrer que la perte de son investissement est liée à cette séparation. La perte d'un management package est un risque inhérent au fait d'investir et ne peut fonder en soi un contentieux.