

« M&A IN 2020, THE NEW NORMAL »

Entretien avec Hubert Segain et Christopher Theris, Partners, Herbert Smith Freehills



Hubert Segain



Christopher Theris

Le rapport de Herbert Smith Freehills sur les fusions-acquisitions au niveau mondial « M&A in 2020, the new normal », qui examine les grandes tendances pour 2020 en matière de fusions-acquisitions et propose des analyses par régions, fait ressortir quatre principales tendances :

- *Les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) sont désormais incontournables et doivent être prises en compte dans les décisions stratégiques en matière de fusions-acquisitions.*
- *Les offres « public to private » sont de retour sur le marché, les investisseurs portant désormais leur attention sur les actifs cotés sous-évalués plutôt que sur les actifs non-cotés pour lesquels les candidats à l'acquisition peuvent être nombreux.*
- *L'intervention politique reste un risque réel que les acquéreurs et leurs conseils doivent gérer avec prudence alors que le resserrement généralisé des régimes de contrôle des investissements étrangers se poursuit à l'échelle mondiale.*
- *La perturbation des transactions est la nouvelle norme, en raison en particulier de l'intervention croissante d'actionnaires minoritaires, de gouvernements interventionnistes et de régulateurs de plus en plus désireux d'exercer leur pouvoir.*

Malgré la crise liée au Covid-19, ces tendances devraient se poursuivre en 2020.

Fusions & Acquisitions Magazine : Pourriez-vous expliquer les objectifs et la méthodologie de cette étude ?

Christopher Theris (responsable de la section du Rapport pour l'Europe) : Il s'agit d'une étude de perception réalisée par le cabinet en interne sous la supervision d'un Comité central, avec l'appui de Comités régionaux. L'idée est de faire remonter les tendances que l'on observe sur le

marché en interrogeant les acteurs de ce marché dans l'ensemble des régions. Pour réaliser cette étude, nous avons interrogé, en premier lieu, les Partners M&A de notre cabinet. Puis chacun d'entre nous a interrogé ses contacts - ses confrères et clients - ce qui nous a permis de valider notre perception et faire ressortir les principales thématiques de l'année 2019 et la perception de l'année à venir.

L'augmentation du nombre de deals Public to Private, l'interventionnisme des autorités et régulateurs (notamment en ce qui concerne le contrôle des investissements étrangers) et l'activisme actionnarial sont les tendances majeures que nous avons vu ressortir sur l'ensemble des régions.

Fusions & Acquisitions Magazine : Qu'en pensez-vous de l'activité de M&A en Europe en 2019 ? Qu'en est-il du Royaume-Uni ?

Christopher Theris : 2018 a été une très bonne année. En 2019, les deals M&A en Europe ont affiché une baisse de 24% en valeur mais globalement, c'était une bonne année et ce malgré le Brexit. Certains pays européens ont été très actifs dans les acquisitions transfrontalières. Ainsi, la France a été le n° 2 en valeur d'acquisition d'entreprises à l'étranger lors du premier semestre 2019. L'activité de M&A en Allemagne a augmenté en valeur au cours du second semestre 2019. En Espagne, une baisse de 21% a été enregistrée l'an dernier. Quant aux tendances sectorielles en Europe, ce sont les secteurs Pharma et biotech, et plus largement le secteur médical, qui ont été les plus actifs en M&A. L'année a été décevante pour le secteur des services financiers.

Côté UK, le montant global des deals réalisés a affiché une légère baisse en 2019 par rapport à 2018 mais il reste supérieur aux montants enregistrés en 2016 et 2017. L'activité a été soutenue et ce malgré l'incertitude liée au Brexit.

Fusions & Acquisitions Magazine : Comment expliquez-vous le retour sur le marché des deals « public to private » ?

Hubert Segain : C'est l'un des principaux points de notre rapport. Depuis plusieurs années déjà, nous constatons une concurrence extrêmement forte entre les fonds d'investissement sur le private M&A. Les fonds sont de plus en plus nombreux sur le marché et ils ont beaucoup d'argent à investir. De plus, en 2019, les banques continuaient de prêter très facilement, ce qui ne faisait que renforcer le sujet. Dans ce contexte, certains fonds cherchent des deals à faire sur les marchés cotés, là où finalement peu d'entre eux le font... Notons également que dans un certain nombre de pays, dont la France, le retrait obligatoire de la cote - le squeeze out - est désormais plus facile à réaliser. Depuis 1 an, l'acquéreur n'a besoin que de 90% du capital et des droits de vote pour sortir une société de la cote (contre 95% auparavant). Un des récents bons exemples d'un tel investissement par un fonds de PE est l'OPA lancée par le fonds CVC Partners sur April, qui s'est finalisée par un

retrait obligatoire début 2020, pour une valorisation boursière proche de 900 millions d'euros. C'est un bon exemple de « public to private » français qui a réussi.

En France, plusieurs dossiers sont en cours d'examen par les fonds mais ils ne sont pas publics pour le moment...

Fusions & Acquisitions Magazine : Cette concurrence entre les fonds sur les deals, va-t-elle se poursuivre dans le nouveau contexte post Covid-19 ?

Hubert Segain : L'impact Covid-19 sur le financement est imprévisible... Certaines banques ont déjà annoncé qu'elles regarderaient les dossiers de façon « plus prudente ». Nous pensons que le Covid-19 va avoir un vrai impact sur le financement. Mais cet impact peut être extrêmement court et ne durer que quelques mois.

Christopher Theris : Il y aura sans doute un peu d'atténisme pendant cette période de crise mais les investisseurs financiers ont encore beaucoup d'argent à dépenser. Les opérations de distressed M&A pourraient se multiplier... mais tout dépendra de la durée et de la dureté de la crise.

Fusions & Acquisitions Magazine : Quels sont aujourd'hui les pays qui présentent un fort risque d'interventionnisme politique ?

Hubert Segain : Nous avons remarqué que dans tous les pays concernés par l'étude, la définition des secteurs dits « sensibles » ne cesse de s'élargir. C'est le cas en Allemagne, en France, en Angleterre ... on le voit également aux Etats-Unis. Tous les pays affichent la même tendance. Aujourd'hui, nous avons les mêmes problématiques d'intervention politique potentielle dans tous les pays.

Ainsi, dans tous les investissements majoritaires étrangers réalisés en France on se pose systématiquement la question de l'applicabilité du régime de contrôle des investissements étrangers.

Christopher Theris : Non seulement les acteurs ayant une activité dans les secteurs dits « stratégiques » sont concernés mais aussi leurs sous-traitants.

Fusions & Acquisitions Magazine : Le rôle des minoritaires, comment va-t-il évoluer ?

Hubert Segain : Le Covid-19 a changé la donne. Le Covid-19 est en train de rebattre les cartes. Cela refixe les priorités. Lorsque les marchés boursiers perdent un tiers de leur valeur en une semaine, il y a une telle urgence pour le management, pour les sociétés à gérer l'impact du Covid-19 sur l'entreprise et ses salariés que l'activisme actionnarial passe au second plan. L'épidémie a déjà fait en sorte que Elliott apporte à l'offre faite par Capgemini sa

participation dans Altran. Mais l'activisme actionnarial devrait revenir très rapidement au premier plan. Je ne pense pas que le rôle de l'activisme va cesser d'augmenter en France. Beaucoup de campagnes contre les sociétés françaises ont été lancées ces dernières années. Il s'agit d'un nombre record. Les sociétés comme Pernod Ricard, Essilor, Lagardère, Casino, Altran ont été concernées ... Il faut dire que ce type d'actionnaire s'attaque aujourd'hui à tout type de sociétés et tout type de situation. Même les sociétés dont les bilans sont forts et les rendements sont bons, comme Pernod Ricard, ne sont pas à l'abri des attaques. Nous pensons que cette tendance est là pour durer. Ça n'est que le début et on aura de plus en plus d'activisme dans les années à venir.

Le Covid-19 ne devrait pas changer cette tendance. Au contraire, des situations intéressantes pour les activistes peuvent se créer après la sortie de l'épidémie. Je pense que ce type d'actionnaires exerceront une pression forte sur le management à l'issue de cette crise. Ils vont se focaliser sur la gestion réalisée pendant la crise et après celle-ci pour analyser le dispositif mis en place pour que le cours de Bourse de la société concernée retrouve des couleurs.

Fusions & Acquisitions Magazine : Quel est, selon vous, le meilleur dispositif à mettre en place pour se protéger ?

Hubert Segain : Je pense que la plupart des grandes capitalisations boursières sont préparées à des assauts d'activistes. Le dispositif mis en place ? Ce sont les contacts d'urgence avec les conseils juridiques et financiers de l'entreprise, la création d'une équipe capable de travailler de manière extrêmement rapide dans l'hypothèse où quelque chose se déclenche... Aujourd'hui, les entreprises réalisent des audits de gouvernance pour comprendre ce qu'un activiste pourrait leur reprocher. Sur la base de ces études, les sociétés font évoluer la situation pour se préparer à des attaques. Le binôme avocat / banquier prépare en amont les réponses aux questions possibles d'un actionnaire activiste.

Les assauts d'activistes ? Il y en a toujours eu mais on en voyait moins en France que dans certains autres pays, comme les Etats-Unis ou l'Allemagne. Le nombre d'activistes en France a augmenté ces dernières années. Ils n'hésitent plus à s'attaquer à de belles entreprises ancrées dans le capitalisme français. De nombreux rapports concernant l'activisme sont parus ces derniers mois. Ils parlent

tous de la défense de l'entreprise contre les « méchants » activistes. Peu de rapports permettent de voir la problématique avec le prisme de l'actionnaire. Que peut-on faire pour rendre une entreprise plus transparente, pour éviter les problématiques de conflits d'intérêts ? Cette question mérite d'être posée en amont. Les activistes mettent sur la table les sujets qui méritent discussion. Ils ont aussi le mérite de faire avancer un certain nombre de sujets.

Je pense que l'entreprise doit - en premier lieu - être honnête avec elle-même et accepter de travailler avec ses conseils - juridiques et financiers - en toute transparence afin d'identifier ses faiblesses qui pourraient être mises en avant par un fonds activiste. Dans certains cas, il faut réfléchir à des décisions stratégiques de vente ou d'achat, de changement de gouvernance etc. Le mieux c'est d'anticiper. C'est la meilleure préparation.

Fusions & Acquisitions Magazine : Les questions ESG, comment changent-elles la donne aujourd'hui ?

Christopher Theris : Aujourd'hui, lors des opérations de M&A, les investisseurs institutionnels regardent ces sujets de très près, dès qu'ils approchent une cible. Les sujets ESG sont essentiels lors d'une décision d'investissement et font souvent partie de la grille décisionnelle des comités d'investissement.

Hubert Segain : Dans le M&A, ces sujets jouent un rôle de plus en plus important. Ainsi, on remarque une désaffection pour certains secteurs... Lors d'une acquisition, l'entreprise regarde la façon dont celle-ci va impacter ses critères ESG. C'est un vrai sujet lors de la sélection des cibles. Aujourd'hui, les critères ESG ont aussi un vrai impact sur les financements.

Certains de nos clients sont très avancés sur ce sujet. D'autres le découvrent. Il leur faudra encore quelques années pour arriver à prendre la mesure de ce qui leur est demandé.

Fusions & Acquisitions Magazine : Quelles est la situation actuelle sur le marché du M&A ?

Hubert Segain : Aujourd'hui, nous observons une baisse d'activité. Nous avons déjà constaté un début de baisse fin 2019 - début 2020. Le Covid-19 a mis en pause la plupart des deals M&A. Cependant, les dossiers qui sont entre signing et closing suivent leur cours.