L'INTÉRÊT DE POURSUIVRE UNE POLITIQUE ACTIVE DE M&A EN PÉRIODE DE CRISE

par Didier Fornoni, Associé, Hoche Avocats,
et Romain Attard, Managing Director / Head of Public M&A / ECM France, ODDO BHF

Didier Fornoni

Romain Attard

Les raisons de rester actif sur le marché du M&A

Après trois mois de confinement lié au Covid-19, le temps est venu de reconstruire l'économie. Le chef de l'Etat, dans son allocution du 14 juin 2020[1], a incité fortement les français à reprendre le chemin du travail pour entamer la reconstruction de l'économie française.

Tout au long de cette période exceptionnelle, débutée le 16 mars 2020, les chefs d'entreprises ont concentré leurs efforts sur la survie de leurs entreprises. Ils ont fait preuve d'une énergie et d'un sens de l'adaptation et des responsabilités incroyables en mettant au premier plan la santé de leurs salariés et de leurs clients et en prenant les mesures urgentes de gestion des besoins en fonds de roulement qui s'imposaient[2].

Avec le déconfinement et la reprise de l'activité, la tentation est grande pour les dirigeants de se replier sur leur cœur de métier, de se concentrer exclusivement sur la gestion de la trésorerie et de reléguer, de facto, au second plan, la politique de croissance externe. Les raisons venant justifier cette tentation sont nombreuses.

En effet, malgré l'ensemble des mesures de soutien à l'économie prise par le gouvernement, il demeure une incertitude sur la profondeur de la crise liée au coronavirus. Cette incertitude incite naturellement les dirigeants à la prudence.

En outre, les dirigeants peuvent avoir le sentiment qu'il est inutile de dépenser de l'énergie et d'engager des frais pour réaliser des acquisitions alors qu'il sera difficile, sinon, im-

[1] Allocution d'Emmanuel Macron à l'Elysée le 14 juin 2020 : « Il nous faut faire repartir pleinement notre économie »
[2] Ceci s'est traduit par des mesures de télétravail, un recours important au chômage partiel et des gels des dépenses (en particulier des loyers commerciaux).

possible de concilier les points de vue entre acheteurs et vendeurs. Les vendeurs étant naturellement enclins à considérer que la crise du coronavirus comme un phénomène ponctuel qui n'aura pas de répercussion sur le long terme, que l'activité redeviendra normale d'ici quelques semaines ou mois et que dès lors cette crise ne devrait pas impacter considérablement les valorisations. Les acheteurs, eux, seront nécessairement plus prudents et auront tendance à ne pas vouloir payer les mêmes niveaux de valorisation que ceux constatés avant le *Great Lockdown*.

Malgré ces difficultés réelles, il nous semble nécessaire voire indispensable de poursuivre une stratégie active de M&A pendant cette période. Plusieurs arguments plaident en faveur de cette thèse.

Jusqu'à présent, l'histoire montre qu'à chaque période de crise succède une période de reprise de l'activité. Il est essentiel pour une entreprise d'être bien positionnée pour amorcer cette reprise de l'activité dans les meilleures conditions. Or, si une entreprise met totalement le frein sur sa politique de croissance externe, elle risque d'être totalement dépassée par ses concurrents qui auront poursuivi une politique active de M&A lorsque l'activité reprendra. Et de fait, l'activité M&A n'est pas totalement à l'arrêt. Certains audacieux ont bien compris que cette période d'incertitude créait de nombreuses opportunités. C'est par exemple le cas de certains *family offices* qui se sont très vite positionnés pour prendre des participations minoritaires dans des sociétés cotées dont la cours avait été déprimés par la forte baisse des marchés ou encore des fonds de Private Equity qui étudient plus que jamais avec attention des opportunités de PtoP (Public to Private visant à prendre le contrôle de sociétés cotées via une offre publique d'achat puis de délister la société si les conditions sont réunies. La politique de gestion du cash à court terme risque donc de se traduire par une perte de parts de marché à moyen voire long terme, ce qui pourrait, à terme, être dramatique pour l'entreprise et l'ensemble de ses parties prenantes.

Il est indispensable de rester en alerte et ce d'autant plus que le marché va créer des opportunités.

D'une part, même si les marchés boursiers ont fortement remonté par rapport au point bas atteint au pic de la crise au mois de mars, la baisse générale des marchés entraine une baisse des valorisations de certains actifs côtés, ce qui devrait rendre l'acquisition d'autant plus rentable. Les acheteurs qui n'osaient pas se positionner sur certains actifs compte tenu des valorisations élevées (notamment les acteurs industriels) vont retrouver un intérêt à acquérir de tels actifs.

D'autre part, cette crise peut conduire les grandes entreprises à procéder à des arbitrages et à céder des actifs qu'elles considèrent comme insuffisamment rentables ou stratégiques. Cette politique de réorganisation pourrait créer de nombreuses opportunités de marché.

Si la tentation est grande de mettre un coup d'arrêt sur sa politique de croissance externe M&A, la stratégie gagnante risque pourtant d'être celle qui conduit à une poursuite de l'activité de M&A.

La nécessité de bien se préparer avant d'entamer une opération M&A en période de crise

Pour autant, plusieurs obstacles risquent de se lever face à la volonté de poursuivre une stratégie M&A et il est essentiel d'être bien préparé avant de replonger dans le bain des acquisitions.

La première nécessité est d'avoir une stratégie M&A claire, ce qui suppose de revisiter, le cas échéant, la stratégie qui prévalait avant la crise. Les cibles identifiées pré-Covid 19 représentent-elles toujours des opportunités ? Comment ont-elles résisté à la crise ? La stratégie est-elle à l'ultra-spécialisation ou faut-il diversifier ses activités pour être plus résilient ? Quels sont les marchés porteurs dans le monde d'après ? Quel discours tenir auprès de ses salariés et de l'ensemble des parties prenantes ? Autant de questions auxquelles les stratèges du M&A devront répondre avant d'initier un processus d'acquisition.

Un autre élément important avant de se lancer de nouveau dans une stratégie de croissance externe est de faire un état des lieux de ses forces et de ses faiblesses et notamment de vérifier l'état et la disponibilité de ses financements. Ceci suppose de savoir si les banquiers prêteurs sont toujours en mesure d'accompagner la société dans sa stratégie expansionniste et, parallèlement, de vérifier quelles sont les sources de financement internes et s'il existe des moyens de les mobiliser (apports en fonds propres de la part des actionnaires existants ou nouveaux, réduction ou suppression des dividendes, etc.).

Une fois que les dirigeants sont convaincus de la nécessité de procéder à des opérations de croissance externe et qu'ils ont arrêté une stratégie claire, il reste à surmonter l'obstacle de la structuration de l'opération.

La prime à la créativité dans la structuration des opérations M&A en période de crise

Compte tenu de la différence de perception entre vendeur et acheteur, il va probablement devoir falloir faire preuve d'une grande créativité pour être en mesure de réaliser des opérations de M&A dans les prochains mois, avant un éventuel retour à la normale pré-Covid.

Les directeurs M&A, accompagnés de leurs conseils (banquiers et avocats), vont avoir un rôle majeur à jouer afin de

faire converger les points de vue. Il y aura une prime à l'inventivité dans les structurations, et fort heureusement dans ce domaine, le champ des possibles est très vaste.

En premier lieu, compte tenu du contexte, lorsqu'on imagine faire converger les points de vue entre vendeur et acheteur, on pense naturellement à la clause d'earn-out[3]. Le complément de prix est en effet un bon moyen de concilier les positions contradictoires des parties à la transaction. Il permet de rassurer l'acheteur sur le fait que si l'activité de la cible est durablement impactée, il n'aura pas surpayé cet actif. A l'inverse, il protège le vendeur qui pourrait avoir le sentiment de vendre au plus mauvais moment. Si l'avenir vient conforter les hypothèses de reprise d'activité soutenues par le vendeur, ce dernier bénéficiera d'un complément de prix.

Les difficultés liées aux compléments de prix sont classiquement celles concernant les paramètres sur lesquels asseoir le complément de prix : Quelle durée ? Quels agrégats ? Quels impacts sur l'intégration ? Quel quantum (problématique en particulier pour les actifs cotés pour lesquels le complément de prix doit rester raisonnable par rapport au prix global, en particulier dans la perspective d'une offre publique suivie d'un éventuel retrait obligatoire) ? Quels sont les risques de contentieux ? Autant de questions auxquelles il convient de répondre avant de proposer un complément de prix. Comme toujours, il conviendra d'apporter un soin tout particulier dans la rédaction de la documentation juridique afin de limiter les risques de contentieux au moment de la mise en œuvre de ces clauses.

Une autre structure envisageable est celle consistant à ne pas acquérir 100% du capital de la cible mais de procéder par étapes. Cette structuration peut être la bonne solution pour faire converger les positions de l'acheteur et du vendeur en ce qu'elle permet à l'acheteur de limiter son risque et au vendeur de ne pas vendre à ce qu'il peut considérer comme étant le plus mauvais moment. Grâce à cette structure, le vendeur reste intéressé aux résultats futurs de l'entreprise. Cette structure peut être mise en œuvre par une participation du vendeur à la holding de reprise ou par une acquisition d'un premier bloc majoritaire accompagnée de promesses de vente, voire, le cas échéant des promesses d'achat.

Certains acheteurs seront tentés de proposer de payer une partie du prix en titres plutôt qu'en numéraire. Le vendeur, s'il accepte un tel mécanisme, devra s'assurer de la valeur des titres remis en échange et de leur liquidité. Naturellement, les acheteurs dont les titres sont cotés et jouissant d'une forte liquidité seront avantagés et seront plus à même de proposer, avec succès, ce genre de structure. Néanmoins, ils n'auront probablement pas le monopole. Les sociétés cotées pour lesquelles le flottant et la liquidité sont réduits pourront tenter de mettre en place une telle structure, mais elles devront offrir au vendeur une solution de liquidité (via un actionnaire de contrôle ou autre) que le marché n'est pas en mesure d'offrir. De même, une société sous LBO pourrait proposer un tel mécanisme et offrir une liquidité à terme, au moment de la sortie, alors même que ses titres ne sont pas cotés.

Le crédit vendeur, par lequel le vendeur accepte de ne recevoir qu'une partie du prix en échange de la cession de 100% de ses actions, pourrait également connaitre un regain d'intérêt dans cette période de trouble. Jusqu'à présent, le crédit vendeur ne se rencontre que rarement dans les opérations de M&A. La raréfaction éventuelle des sources de financement post Covid-19 pourrait conduire à un recours plus fréquent à des mécanismes de crédit vendeurs. Par cette technique, l'acheteur peut faire financer une partie du prix grâce aux résultats de la cible et ainsi limiter sa sortie de cash immédiate.

Les achats par consortium (c'est-à-dire lorsque deux ou plusieurs acheteurs s'entendent pour acquérir la même cible) pourraient aussi être un moyen de réaliser des opérations, notamment des opérations d'envergure, en ce qu'ils permettent de limiter le risque en valeur absolue pour chaque acquéreur. La documentation juridique aura, ici aussi, un rôle majeur et devra s'attacher à définir très précisément le rôle de chaque membre au sein du consortium.

Un enjeu de taille demeure l'appréciation de la valorisation des actifs. La période d'incertitude actuelle rend plus que jamais cruciale la question du plan d'affaires dans l'appréciation de la valorisation. Si les analystes de recherche suivant les sociétés cotées ont beaucoup de mal dans le contexte actuel à anticiper les conséquences économiques de la crise du COVID 19, cela met à mal l'utilisation de la méthode des comparables boursiers. De la même manière, peut-on considérer que la méthode des transactions comparables est-elle toujours pertinente et qu'un même actif valorisé avant la crise aura la même valeur qu'après la crise ? Il semblerait que la méthode d'actualisation des flux de trésorerie demeure la méthode la plus juste pour apprécier la valorisation des sociétés sous réserve que l'acheteur puisse se faire une vraie conviction sur le plan d'affaires établi par le vendeur ou la cible.

Même si la tentation est grande et les raisons sont nombreuses de mettre un coup d'arrêt à sa politique de croissance externe, il faut prendre conscience de l'intérêt de poursuivre sa stratégie M&A y compris en période de crise liée au coronavirus. Elle pourrait être un moment opportun de redéfinir les contours de son groupe et de sortir renforcé de cette crise.

[3] Clause qui subordonne le versement d'un complément de prix à la réalisation d'un évènement futur.