

L'AGEFIQuotidien

L'AGEFI Quotidien

Émetteurs, lundi 20 avril 2020 1050 mots

Les acteurs du M&A doivent préparer l'avenir

Bruno de Roulhac

Les opérations en cours ne sont pas à l'abri de révisions financières. Les évaluations à venir seront perturbées par les évolutions des modèles d'affaires.

Une chape de plomb est tombée sur les opérations de M&A. «Les dossiers en cours se poursuivent, mais les nouveaux se font plus rares, en particulier du côté des fonds, qui n'ont plus d'accès aux financements, précise Jean-Nicolas Soret, avocat, associé du cabinet Altana. Du côté des corporates, ceux qui ont une forte consommation de cash pour faire face à la crise vont être prudents, mais ceux qui résistent, notamment la distribution alimentaire, vont pouvoir poursuivre leur politique de M&A. A l'instar de l'opération de rachat de 570 magasins et entrepôts Leader Price par Aldi, qui suit son cours normalement». Les deals purement immobiliers peuvent poser plus de problèmes. «Si les occupants de bureaux ou de commerces ne sont plus en mesure de payer leurs loyers, l'acquéreur potentiel d'actifs immobiliers donnés à bail pourrait renoncer à son projet d'acquisition ou tenter de négocier les prix à la baisse», poursuit Jean-Nicolas Soret. Beaucoup de transactions «ont été arrêtées ou suspendues, et les deals en phase de closing ne sont pas à l'abri de possibles révisions des conditions financières», explique Carine Tourneur, managing director chez Duff & Phelps. A l'instar du rachat de Bombardier Transport par Alstom sur la base d'un cours de bourse prévu avant la crise pour l'augmentation de capital réservée en rémunération des apports, ou encore le rapprochement de PSA et FCA, qui prévoyait notamment le versement d'un dividende exceptionnel. La force majeure - caractérisée par un élément extérieur, imprévisible et irrésistible - peut-elle être invoquée pour renoncer à une opération ? «Le gouvernement français a déclaré dans une communication du 19 mars 2020 qu'elle était invocable, pour le moment et sous réserve des clauses contractuelles spécifiques, uniquement pour éviter les pénalités de retard dans les marchés publics, alors qu'en Italie, elle concernerait tous les secteurs, précise Jean-Nicolas Soret. Il y a quelques années, la justice avait refusé la force majeure pour une épidémie de dengue à La Réunion.» Les clauses MAC (material adverse change), rares en Europe, mais appréciées des Japonais, concernent le plus souvent des éléments liés aux actifs vendus (actif immobilier détruit, usine incendiée...) ou parfois aux événements externes (grèves, émeutes et plus rarement les pandémies). «En l'absence de ces clauses, on peut jouer sur le prix en phase précontractuelle, mais une fois le contrat signé, et à défaut de conditions suspensives ou résolutoires, il devra être exécuté», poursuit Jean-Nicolas Soret. Les circonstances «vont inciter les assureurs à jouer pleinement leur rôle, explique Jean Philippe Thibault, avocat associé du cabinet Altana. D'autant que les pertes d'exploitation ne sont pas généralement couvertes. Avec l'introduction de la théorie de l'imprévision lors de la refonte du droit des obligations, on peut imaginer une révision de certains contrats.» Des évaluations à réinventer Pour les évaluateurs, différentes problématiques vont se poser. «D'une part, le manque de visibilité sur la durée de la crise et sur la magnitude de la perte d'activité, ajoute Carine Tourneur. D'autre part, les business models sont perturbés et évolueront post-crise, tant pour ceux qui résistent, comme la distribution alimentaire, que pour ceux qui souffrent le plus, comme le tourisme. Enfin, l'absence de référentiel historique, puisqu'à l'inverse de 2008, la crise n'est pas financière, mais touche d'abord l'économie réelle.» Faute de prévisibilité et d'anticipation, «l'évaluation des sociétés sera complexe, et devra tenir compte de différents scénarios de sortie de crise, auxquels seraient attribués des taux de probabilité. Aussi, les transactions devraient être davantage structurées sur un plan juridique, et les clauses d'ajustement de prix entre le 'signing' et le 'closing' devraient revenir en force», poursuit Carine Tourneur. Au 31 mars 2020, «la perception du risque progressait pour tous les secteurs, y compris ceux qui pouvaient sembler peu impactés par le Covid-19, comme l'agroalimentaire ou certaines utilities, précise Enguerran de Crémiers, managing director chez Duff Phelps. Aux Etats-Unis, nous avons relevé d'un point la prime de risque de marché utilisée pour nos évaluations, pour la faire passer de 5% à 6%». Des opportunités à saisir après la crise Changement de monde. Dans un contexte d'abondantes liquidités, où les acheteurs se battaient pour réaliser des acquisitions, souvent au prix fort et sans conditions, «la crise permettra de rebalancer le risque de manière plus équilibrée entre acheteurs et vendeurs», poursuit Jean-Nicolas Soret. La sortie de crise «devrait aussi s'accompagner d'une recrudescence des contentieux commerciaux, sans

compter l'explosion du nombre de faillites», anticipe Jean-Philippe Thibault. Ce qui ouvrira des opportunités d'achats. «L'Etat aura certainement un rôle à jouer pour veiller à ce que des actifs fragilisés puissent être conservés en France». Beaucoup d'entreprises fragilisées risquent d'être à vendre avec de faibles valorisations. «L'écart va se creuser entre les structures solides qui vont pouvoir réaliser des acquisitions à bon compte et les entreprises en difficultés qui auraient pourtant besoin de croissance externe», précise Bernard Gaud, expert chez Auris Finance. L'attrait devrait se confirmer pour le secteur agroalimentaire, l'un des rares à résister avec la santé. Si son taux de rendement est plus faible que celui d'autres secteurs, il continue à progresser. On pourrait voir une consolidation de l'amont vers l'aval, des producteurs de viande rachetant des usines de salaisons, par exemple». Les actifs non cotés, généralement moins volatils que les cotés, réagissent aussi aux mouvements de marchés, mais plutôt en décalé, et de façon atténuée. De plus, «les fonds d'investissement ont une vision longue (5-7 ans), ce qui leur permet de bien tenir compte des perspectives long terme des actifs qu'ils convoient, ajoute Enguerran de Crémiers. Plus on se rapproche de la sortie du confinement, plus les sociétés vont pouvoir chiffrer leurs perspectives 2020, revoir leur plan d'affaires et établir leur scénario de reprise. Toutefois, quand le marché du M&A reprendra, nous anticipons une baisse des valorisations si cette perception accentuée du risque ne se résorbe pas». Alors que la crise vient de montrer que détenir des stocks était un atout, «elle pourrait venir remettre en cause en profondeur le mode actuel de gestion et d'appréciation financière, où la notion de flux tendus, permettant de réduire les besoins de financement et d'alléger le bilan de fin d'année, est reine», conclut Bernard Gaud. L'avenir le dira...