

www.pemagazine.fr
Pays : France
Dynamisme : 6



Page 1/4

[Visualiser l'article](#)

DD & Covid, des évolutions sans révolution



L'activité de M&A redémarre progressivement après le choc du confinement et dans un environnement économique qui reste très incertain. Au-delà d'un effet volume, les process d'investissement ne devraient pas être révolutionnés, mais les différentes parties prenantes auront sans doute plus à cœur de prendre des garanties pour mener à bien leurs opérations.

C'est entendu : la crise du Covid-19 ne ressemble à aucune autre. Née d'un facteur totalement exogène à l'économie et à la vie des entreprises, elle frappe le monde entier sans distinction et ses répercussions sont d'une violence inédite. Pour autant, les professionnels du M&A et des due diligences ne s'attendent pas à une remise en question profonde de leur manière de travailler. Plutôt qu'une révolution, les uns et les autres évoquent tantôt une accélération de la prise en compte de certaines problématiques, au premier rang desquelles se range l'incontournable digitalisation, tantôt un retour à des process éprouvés lors des crises précédentes, marqué vraisemblablement par un regain d'attention sur certains sujets. « Le marché sait s'adapter aux crises et ne se réinventera pas totalement. En revanche, certaines protections "cycliques" pourraient réapparaître, confirme David Swinburne, associé chez Jones Day. Clauses d'ajustement de prix plus strictes, de garantie de passif fournies ou de "material adverse change" pourraient être tentantes pour les acquéreurs afin de se protéger contre un retournement soudain d'activité ou du marché. Mais il n'est pas non plus à exclure une transition douce où les acteurs maintiennent leurs pratiques antérieures à tout le moins pour les actifs de qualité. »



Gré à gré

L'heure est donc encore à l'attentisme sur le marché du M&A qui se remet doucement en marche après le choc du confinement. « Tout le monde surveille de très près le current trading des entreprises pour analyser la nature et la vitesse du rebond. Dans cette période, nous voyons des process reprendre sous une forme nouvelle, avec plus de gré à gré et de discussions bilatérales, et je pense que cela devrait continuer dans les mois à venir. », observe Charles Andrez, managing director en middle market advisory chez Lazard. Son collègue Jean-Philippe Bescond, également managing director chez Lazard, complète : « Une forte polarisation se met en place, entre un marché du small et du midcap qui repart et des opérations large cap qui ont plus vocation à redémarrer en gré à gré dans un premier temps. »

Dans ce contexte, les professionnels se font forts de tordre le coup à une idée reçue selon laquelle les acteurs du private equity faisaient n'importe quoi avant la crise, profitant d'un marché porteur pour investir sans discernement et déployer à tout prix des fonds gorgés de liquidités. « Le niveau de professionnalisation des acteurs du private equity était déjà très élevé. Je ne pense donc pas qu'il y ait de profonds changements dans la manière de procéder lors des process. Cela dit, le marché est encore ralenti et le nombre d'opérations est trop bas pour mesurer précisément l'impact de la crise sur la technicité des due diligences », estime Charles Andrez.

« Autant nous avons observé un certain laxisme avant la crise provoquée par la faillite de Lehman Brothers, avec des due diligences expéditives chez certains acteurs, autant nous n'avons pas constaté de dérive majeure ces derniers mois, le marché s'étant encore plus professionnalisé depuis, tranche Pascal Raidron, managing partner chez Eight Advisory. Chez Eight, nous sommes toujours restés extrêmement rigoureux dans nos due diligences, refusant de nous aligner si quelques concurrents acceptaient de les réaliser au rabais. Il peut arriver, sur le small et le midcap, de croiser des cabinets ne respectant pas les standards de qualité ou sacrifiant celle-ci pour des questions de budget, mais, en montant dans la taille des opérations, nous sommes souvent confrontés à des professionnels qui disposent de budgets normaux à la hauteur des enjeux des deals. » En clair, le private equity d'avant-crise s'est construit sur des bases plutôt saines et devrait donc être en mesure de reprendre pied dans le « monde d'après » sans trop de difficultés.

Recréer des référentiels

Cela n'empêchera pas certains amendements des process, mais ils devraient rester marginaux et, surtout, propres à chaque spécialité. « L'impact structurel de la crise est très fort et se traduit par une grande difficulté à prévoir le futur des entreprises : le poids des dynamiques embarquées avant la pandémie n'est plus suffisant, analyse Alban Neveux, managing director au sein du conseil en stratégie Adventon Partners. Cela signifie que la façon de travailler doit être totalement revue, ce qui rend encore plus impérieuse la nécessité du conseil en stratégie : il faut trouver un moyen de se créer de nouveaux référentiels pour se projeter, cela oblige à être plus créatif et disruptif dans la façon d'imaginer la suite. »

Sur la forme, les intervenants ont été contraints de faire évoluer leur méthodologie : avec le confinement et l'impossibilité de tenir des réunions physiques, la relation entre le conseil et son client a évolué. « Avant le confinement, les "management presentations" étaient l'occasion de nouer des relations interpersonnelles. Le "feeling" comptait énormément. Cela reste vrai, évidemment, mais, sans ces rencontres, il faut trouver d'autres voies pour se faire une première idée. Nous avons reçu davantage de demandes de due diligences "flash", basées sur l'analyse de data », atteste Arnaud de Baynast. Associé chez Digital Value, intervenant dans des transactions smidcap, il se trouve en première ligne pour voir monter chez les investisseurs la préoccupation de la digitalisation de leurs participations. « Les questions liées aux data-analytics sont de plus en plus fréquentes. Nous réalisons des missions de diagnostic des entreprises détenues par des fonds qui veulent quantifier l'impact des tendances de marché sur le chiffre d'affaires... Dans le contexte de la crise, la question de l'optimisation des coûts est aussi cruciale. Le modèle de rémunération variable des commerciaux

[Visualiser l'article](#)

est, par exemple, un levier intéressant, dont l'impact économique peut être modélisé très précisément en analysant les données historiques. »

Cap sur la tréso pour les TS

Si les conseils en stratégie sont beaucoup sollicités pour prendre en compte de nouvelles préoccupations, voire entièrement redessiner le positionnement d'une entreprise, les cabinets d'audit sont, eux aussi, aux prises avec des difficultés directement liées à la crise. Les références habituellement prises en compte, à commencer par l'Ebitda, ont totalement volé en éclats en quelques semaines. Quant à savoir quand ils retrouveront leur niveau « normatif », cela tient plus de la divination ou de la chance que de la microéconomie... « Le véritable élément compliqué à appréhender lorsque l'on réalise nos due diligences est l'impact exact de la crise sanitaire sur les business models, aussi bien en matière de surcoûts que d'économies ou de baisse de chiffre d'affaires directement liée à la pandémie. Il est nécessaire de veiller à bien identifier ce qui deviendra structurel et ce qui est purement conjoncturel », décrypte [Pascal Raidron](#), chez [Eight Advisory](#). Après la crise de cash consécutive au confinement, il s'attend à ce que la thématique de la trésorerie revienne en force dans les audits : « En temps normal, lorsque nous intervenons en transaction services, nous analysons les cash-flows prévisionnels sur base annuelle, mais entrons moins dans la mécanique de prévision de trésorerie à très court terme sauf calculs de locked box. Ce sont les spécialistes du restructuring qui s'en préoccupent traditionnellement, mais les équipes de TS vont être amenées à traiter le sujet plus systématiquement à leur tour dans les prochaines opérations. »

Par ailleurs, un phénomène de sectorisation est amené à se renforcer à la suite de la pandémie, modifiant également l'approche que les conseils ont des dossiers qu'ils analysent. Des secteurs jugés des plus robustes avant la crise, comme l'aéronautique voire le tourisme, font partie aujourd'hui des grands brûlés du Covid-19. « Nous ferons plus de sur-mesure et moins de généralisation entre secteurs mais aussi au sein d'un même segment de marché, assurent Frédéric Meunier et Antoine Suderie, associés chez Squareness. Trois approches se dessinent : la première consiste à garder la méthodologie habituelle, basée sur l'Ebitda de l'année précédente comme agrégat de référence, dans les activités les moins touchées par la pandémie ; la deuxième nécessite de retraiter l'effet ponctuel du Covid sur la trésorerie sans forcément que cela ait de répercussion sur le multiple retenu dans le cadre de la valorisation, pour les secteurs ayant ressenti un choc conjoncturel ; la troisième, qui concerne les domaines les plus touchés, suppose de mesurer la vitesse du retour à meilleure fortune pour évaluer d'éventuels compléments de prix qui pourraient être versés en cas d'atteinte d'objectifs précis. »

Tests de résilience

Au final, les spécialistes de la due dil vont devoir démontrer qu'ils sont capables d'avoir une vision à 360 degrés des problématiques de l'entreprise qu'ils auditent, d'élargir leur expertise à son écosystème dans son ensemble et de descendre en granularité dans ses comptes. Pour [Adrien Descoutures](#), conseil chez [Jones Day](#), « la nécessité d'analyser la chaîne de valeur complète d'une société va sans doute s'accroître. Avec la crise, de nombreux fournisseurs ont été 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

[Visualiser l'article](#)

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.