

ASSOCIATION DES EXPERTS EN
EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E Lyon)

Lettre trimestrielle n°4 – 1er trimestre 2010

Sommaire :

- Edito du Président *Page 1*
- Compte-rendu de la conférence A3E - DFCG sur les conséquences de la crise sur les critères d'évaluation *Page 2*
- « la crise a-t-elle eu un impact sur le process d'acquisition ». Le point de vue des entreprises. Interviews de Guillaume Decitre (DECITRE), Thierry Luthi (CEGID), Laurent Renard (l'ELECTRICFIL) et Eric Rostagnat (GL Events). *Page 9*

Thèmes abordés dans les prochains numéros :

- Evaluation de l'immobilier.
- Etude sur les marques.

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion en matière d'évaluation, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Dans un contexte marqué par une volatilité très forte des marchés (actions, change,...), par des résultats 2009 meilleurs que prévus dans de nombreux cas, par un 1^{er} semestre 2010 plutôt bon dans de nombreux secteurs d'activité, mais également par une incertitude forte pour le 2nd semestre, il est regrettable de constater que les marchés réagissent de manière aussi sensible à une profusion d'informations court terme (statistiques,...), sans faire la part des choses. La question n'est pas à ce jour de savoir si nous sommes toujours en crise ou en situation d'après crise, la question est d'agir et de réagir dans un environnement à faible visibilité qui présente durablement de nouvelles contraintes.

Comme nous vous l'avions annoncé, cette 4^{ème} lettre est le 2^{ème} volet de l'analyse de l'évaluation en période de crise. Après avoir recensé en 2009 le point de vue des différents conseils intervenant dans un rapprochement d'entreprises (analystes, banques d'affaires, évaluateurs,...), nous avons souhaité avoir le regard des dirigeants d'entreprises, pour savoir si la crise avait eu un impact significatif dans leur process d'acquisition (démarche, méthodes d'évaluation, modalités de mise en œuvre,...).

Force est de constater, avec 2 ans de recul, que la démarche d'évaluation est restée globalement inchangée. La crise a introduit plus de pressions en termes de risques et de financement pour l'acquéreur, qui sont traduites de manière différente dans la valeur, selon le contexte de l'acquisition. La crise a réduit le nombre d'opportunités et introduit plus de sélectivité. Les méthodes d'évaluation sont globalement inchangées, et le business plan conserve toujours une place essentielle, malgré le peu de visibilité. Ce sont les modalités de mise en œuvre des méthodes qui ont le plus évolué et le prévisionnel d'activité est sans surprise une des préoccupations les plus fortes de l'acquéreur. Les dirigeants rencontrés sont unanimes pour considérer qu'il est indispensable dans le contexte actuel de conserver une flexibilité dans le financement et les scénarii d'évolution.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

Conférence DFCG / A3E du 5 novembre 2009

L'évaluation en période de crise

Débat organisé par l'A3E et la DFCG le 5 novembre 2009. Ce débat était animé par Rémy Paliard (EM Lyon) et Christophe Velut (Orfis Baker Tilly) représentant l'A3E, et par Thierry Luthi (CEGID) et Didier Mangin (PSB Industrie) représentant la DFCG et exprimant le point de vue des entreprises.

« Un préalable indispensable : l'entreprise est-elle capable de passer la crise ? »
« Les contraintes du financement ont un impact direct sur les valorisations ».
« Une importance toujours aussi forte accordée au BP, en tant qu'expression d'une vision stratégique, malgré la faible visibilité ».
« Des incertitudes plus fortes sur le business plan, et notamment sur le niveau de BFR normatif ».
« Un scénario d'impact de la reprise – BFR, investissements,...- difficile à appréhender en termes de timing et d'amplitude ».
« Une sensibilité très forte des hypothèses de recovery, notamment sur le calcul de la valeur terminale ».
« Une sensibilité très forte du BFR et des investissements dans le calcul des cash-flows. »
« Le grand retour des valeurs d'usage / coutumes, et le développement des valeurs calculées par rapport aux capacités de financement ».
« La crise n'a pas conduit à modifier la durée de l'horizon explicite, ni à abandonner la valeur terminale, sauf cas exceptionnels ».
« Une approche souvent de type « best-estimate » avec tests de sensibilité et identification du point mort, plutôt que multi-scenarii ».
« Des pratiques très différentes en termes de primes de risques ».

A ce jour, les principaux contextes de recours à l'évaluation sont les obligations imposées par les normes IFRS en termes de juste valeur des actifs, la réalisation d'opérations de croissance externe, la nécessité de restructurations internes ou, enfin, un contexte fiscal.

Les évaluations ont été impactées dès 2008 par la crise, mais de manière différente suivant les acteurs et les secteurs d'activité. La remise en cause des business plans s'est faite quasiment instantanément et une grande importance a été accordée aux variations des paramètres clés. En revanche, les méthodes de valorisation ont évolué plus lentement.

La situation financière de l'entreprise, un préalable à l'évaluation

En période de crise, l'analyse financière préalable de l'entreprise permettra de déterminer si d'une part l'entreprise peut surmonter la période de crise, mais il s'agira aussi, d'autre part, d'estimer sa capacité à gérer la reprise. Le risque étant qu'une reprise trop rapide impacte la rentabilité de la société (hausse de l'intérêt, prix en hausse des sous-traitants, perte de savoir-faire, ...), ce à quoi vont s'ajouter des contraintes de financement très fortes, notamment en cas de recours à l'emprunt.

→ L'établissement du Business Plan

Les BP ne servent pas uniquement à l'évaluation, ils traduisent sous forme financière la stratégie de la société et associent le management aux opérationnels. Le business plan s'inscrivant dans les cycles budgétaires, son établissement est donc fortement recommandé. Il doit traduire l'hypothèse la plus réaliste construite grâce aux consensus de marché (hypothèses de redémarrage, de croissance...) en utilisant une approche « best estimate » et en attirant l'attention sur les paramètres sensibles.

Pour montrer leur incertitude face aux résultats futurs, certains acteurs multiplient les hypothèses. Ces hypothèses retenues s'enrichissent, se complexifient, et les scénarii en découlant s'affinent en prenant en compte des variations de nombreux paramètres.

D'une manière générale, les directeurs financiers n'ont pas modifié leur horizon explicite mais accordent néanmoins plus d'attention à l'élaboration des prévisions. Avant la crise, les données prévisionnelles étaient construites sur 3 ans avec une prolongation sur 2 ans de la dernière année en automatique. Aujourd'hui, les données prévisionnelles sont construites sur 5 ans pour arriver à un niveau de fin de crise.

Le fait d'avoir une visibilité plus réduite sur les prévisions ne doit ainsi pas conduire les sociétés à raccourcir l'horizon explicite car celui-ci doit être assez long pour arriver en termes de résultat à la sortie de crise. Reculer l'horizon explicite permet de revenir à une valeur « normale » à la fin du BP. Il faut donc envisager de l'établir, et donc de faire des prévisions, jusqu'à la fin de la crise. L'année 2008 ayant été dans certains cas une année exceptionnellement haute, le niveau après crise peut être différent du niveau avant crise, il ne faudra donc souvent pas prendre en compte un retour au niveau de 2008 pour calculer la valeur terminale.

La vigilance sera par ailleurs de mise dans la construction de la valeur terminale concernant les niveaux d'investissement et de BFR. En effet, si la société a réduit ses investissements durant la crise, il faudra prendre un montant normatif, c'est-à-dire plus élevé dans la valeur terminale. De même, si la société a négocié ses délais de paiement avec ses fournisseurs ou l'administration fiscale, il faudra revenir à un niveau de BFR normatif pour le calcul de la valeur terminale.

Pour prévoir l'après crise, et donc la valeur terminale, se pose la question de l'utilisation de valeurs stables ou de valeurs en croissance (CA, résultats,...).

Prise en compte des restructurations

Les normes IFRS imposent de ne pas prendre en compte dans les BP les coûts des restructurations et les économies qu'elles engendreront si ils ne sont pas engagés.

Le point de vue des évaluateurs est de prendre en compte ces restructurations lors de la valorisation de l'entreprise si ces restructurations sont prévues dans les 6 à 9 mois, et si celles-

ci sont documentées et justifiées. Il sera cependant nécessaire de considérer à la fois la sortie de cash qu'implique la restructuration mais aussi les profits que cela générera sur le futur. Le problème sous-jacent se situe dans les tests de sensibilité. En effet, si l'on prend l'hypothèse que le CA baisse de 20%, cela impliquera nécessairement que la société mette en place des restructurations qui ne sont évidemment pas engagées puisqu'il s'agit d'une hypothèse.

→ Impact sur les choix de méthodes d'évaluation

L'enquête prix-valeur 2007/2009 a révélé que les évaluateurs utilisent toujours en moyenne 3 méthodes mais que les autres acteurs (acheteurs, banque d'affaires, ...) utilisent un nombre de méthodes en baisse. La crise (et avant la crise les IFRS) a conduit à utiliser davantage les DCF et à abandonner dans de très nombreux cas les transactions comparables issues de bases de données, il y a donc eu une concentration des méthodes.

Si les DCF sont très souvent utilisés en méthode principale d'évaluation, les multiples de résultats restent la méthode de référence pour vérifier la cohérence des valeurs ainsi trouvées. On assiste cependant au retour en grâce de certaines méthodes qui avaient progressivement disparues avant la crise, et notamment les valeurs d'usage sectorielles.

Les transactions comparables

Les multiples de transactions ont commencé à diminuer à partir de 2009, concomitamment à la baisse des résultats des sociétés. L'impact sur la valorisation a donc été double. Son application repose actuellement sur des multiples moyens historiques plutôt que des multiples récents qui n'ont plus de signification.

Le comportement des investisseurs financiers s'est modifié, avant la crise les multiples d'EBITDA issus de transactions comparables se situaient fréquemment autour de 10x, ils se situent aujourd'hui aux alentours de 6x ou 7x. Ceci est dû au fait que ces investisseurs acceptaient précédemment de payer plus cher car ils anticipaient une croissance, les multiples issus des transactions étaient donc élevés. Aujourd'hui, les perspectives de croissance sont très souvent faibles, voire nulles à court terme, en tout cas trop incertaines, et les multiples de transactions comparables ont baissé en moyenne.

Si le marché de la transmission d'entreprises est resté très bas au premier semestre 2009, il est reparti sur le second semestre en raison des efforts réalisés par les entreprises sur leur structure de coûts qui a limité la baisse des cash-flows, et de l'effet d'aubaine lié à des prix intéressants, notamment en cas de « ventes forcées »..

Le retour des « coutumes » et la prise en compte de la capacité de remboursement

La conjoncture de crise a fait réapparaître certaines méthodes comme les « **coutumes sectorielles** » (multiples de lits dans un hôtel, valeur d'un contrat, nombre d'années de marge opérationnelle,...), qui prend de plus en plus d'importance en tant que méthode de cohérence, **ou la capacité de remboursement**.

La méthode de la capacité de remboursement n'est pas directement liée à la valeur intrinsèque de la société mais aux capacités financières de l'acheteur. La valeur de la société est ainsi appréciée par les banquiers qui la limitent à la capacité maximum de remboursement de l'acheteur. Le développement de l'utilisation de cette méthode montre la montée en puissance des acteurs du LBO, cette méthode étant surtout utilisée quand les acquéreurs financent en grande partie leur investissement par de la dette bancaire plutôt que par des capitaux propres. Concernant les banques d'affaires, que ce soit pour valoriser des entrées au capital de sociétés ou des introductions en bourse, c'est la méthode des multiples qui est prépondérante.

Les Discounted Cash-flow

Depuis 2005, la méthode des Discounted Cash-flows (DCF) est de plus en plus répandue. Plus de 90% des sociétés du CAC 40 l'utilisent à titre principal ou en seconde méthode dans le cadre de leurs tests de dépréciations.

Le renforcement massif de l'utilisation de la méthode des DCF a deux origines :

- les DCF sont plus flexibles et permettent de simuler différentes hypothèses (impact / durée de la crise...);
- l'effondrement des multiples : les multiples boursiers ont été impactés significativement par l'effondrement des cours, le faible nombre de transactions effectuées et le manque de pertinence des prix rendent cette méthode souvent inutilisable.

L'incertitude dans les DCF

Deux options coexistent afin de prendre en compte les incertitudes liées à la crise dans les DCF. La première consiste à tenir compte d'une prime de risques marché plus élevée (6% à 7%); la seconde consiste à tenir compte du risque au niveau des flux futurs actualisés en gardant une prime de risque d'un niveau moyen historique (environ 4-5%). Cette dernière solution semble la plus raisonnable.

Les taux d'actualisation

Il y a un consensus des experts pour dire que la valorisation dans un contexte de continuité d'exploitation (ex : tests d'impairment) est différente de la recherche d'un prix dans un contexte transactionnel. Ainsi les experts pensent qu'il est logique d'utiliser un WACC déterminé sur des paramètres moyens et historiques plutôt que sur des taux spot. Si les taux

moyens calculés sur 1 an par exemple, restent plus élevés que la moyenne historique sur 10 ans, on pourra utiliser un taux différent (plus bas) pour calculer la valeur terminale.

- Taux sans risque

La majorité des intervenants utilisent une moyenne des taux des OAT 10 ans comme référence.

- Prime de risque marché

La prime de risque marché peut beaucoup varier d'une société à l'autre selon que celle-ci utilise une prime historique (moyenne : 4-5%) ou prévisionnelle (moyenne 6% actuellement). La société Fairness Finance (www.fairness-finance.com) qui calcule ses propres primes de risque marché utilise une approche mixte. Elle calcule d'abord ses primes de risques « normales » puis recalcule ces primes en les ajustant des prévisions des analystes financiers au moyen d'un scénario macro-économique. Ce scénario a pour but de maîtriser la difficulté d'ajustement des prévisions en période d'effondrement des cours. En effet, les cours boursiers baissent instantanément, en revanche les prévisions de résultat sont ajustées après une certaine période. L'écart entre les bénéfices prévus et les cours de bourse est donc important en période de crise et cet écart implique une prime de risque plus importante.

- Bêta

Le bêta est un indicateur relatif au marché. Ainsi si le marché fluctue beaucoup (ex : en 2008) mais que la société maintient des performances régulières, mécaniquement le bêta de la société va baisser. Inversement, si le cours de la société s'effondre plus que le marché, le bêta de la société va augmenter.

Les experts en évaluation recommandent de travailler sur des betas historiques calculées sur des longues durées, par exemple des moyennes mensuelles sur 3 à 5 ans, car les betas calculés sur des périodes plus courtes, 3 mois, 6 mois, 1 an sont très variables d'une période à l'autre.

- Prime de risque spécifique

Pour déterminer la prime de risque spécifique, il est plus prudent de travailler sur des données historiques que ponctuelles.

La prime de recovery, utilisée lorsque les sociétés mettent en place des scénarios de reprise progressive, n'est pas jugée pertinente, dans de nombreux cas, par les intervenants. En effet, si les hypothèses sous-jacentes sont en phase avec celles du secteur et compte tenu du fait que la prime de risque prend déjà en compte le risque perçu par les analystes, utiliser une prime de recovery signifierait que la société ne croit pas à son BP.

- Taux d'intérêt

On s'aperçoit que les grandes sociétés peuvent avoir des taux d'emprunt plus élevés que des sociétés de taille plus modeste. En effet, les spreads de risque sur les grosses sociétés ont tendance à augmenter, alors que les plus petites, lorsqu'elles peuvent se refinancer, ont accès à des taux plus avantageux du même ordre que ceux pratiqués avant la crise.

Il y a aussi une grande disparité entre les taux d'emprunt à 5 ans à ceux à 3 ans Or les experts utilisent souvent des taux à 5 ans pour déterminer les taux d'intérêt des sociétés quand bien même les sociétés se financent plus sur la base de taux à 3 ans constamment renouvelés.

- Ratio de gearing

La prise en compte de ratios de gearing sectoriels impose plusieurs contraintes :

- l'échantillon représentatif du secteur doit être suffisamment large ou restreint mais très homogène,
- Il est important d'observer la moyenne et la médiane de l'échantillon, mais aussi et surtout l'écart-type. Si certaines valeurs sont vraiment isolées, il conviendra soit de les enlever de l'échantillon soit d'expliquer la cause de l'écart,
- certains professionnels sont réticents à retenir des gearings sectoriels car ceux-ci peuvent prendre en compte des sociétés ayant réalisé de grosses opérations de croissance externes financées par emprunt, or le gearing doit représenter uniquement la dette relative à l'exploitation de l'activité évaluée.

Utilisation de plusieurs taux différents

Certains experts ne désapprouvent pas le fait de prendre un taux d'actualisation différent entre les premières années du BP et les dernières années, ou différent de celui utilisé dans le calcul de la valeur terminale. Il peut aussi arriver d'utiliser des WACC différents pour la valeur terminale si l'on juge que le WACC actuel est trop élevé ou encore si la structure financière de la société est destinée à changer.

Ainsi, si la société a prévu de modifier sa structure de financement (recapitalisation,...), il faudrait en ajuster la structure du WACC en conséquence :

- Ex : calculer deux WACC différents : un avant la recapitalisation, un après
- Ex : calculer un WACC différent chaque année qui prenne en compte la part de désendettement bancaire, ...

D'une manière générale, les taux d'actualisation ont suivi une tendance à la hausse. Concernant les sociétés du CAC 40 de 2007 à 2008, 40% des sociétés communiquant sur leur taux d'actualisation avait un taux en hausse (de plus de 0,3 pts de base), 35% avait gardé un taux identique à 2007 et le reste avait un taux en baisse. Au 30 juin 2009, sur les quelques sociétés ayant publié leurs taux (12 sur 40), 40% avaient un taux d'actualisation en hausse par rapport au 31 décembre 2008 (plus de 0,2 pts de base) et 33% avaient gardé le même taux.

La valeur terminale

Pour les experts en évaluation, cela n'a pas de sens de ne pas utiliser de valeur terminale. En effet, soit la société est capable de passer la crise, auquel cas on la valorise avec une valeur terminale, soit la société n'est pas capable de passer la crise et dans ce cas elle est évaluée en valeur liquidative.

En raison de la crise, les premières années du BP peuvent être très dégradées et donc les flux faibles ou négatifs. Ainsi, à l'extrême, la valeur terminale peut être supérieure à la valeur de la société. Pour cette raison, il est conseillé d'intégrer dans l'horizon explicite 2 à 3 années d'activité « en vitesse de croisière », quitte à en allonger la durée.

De plus en plus de sociétés plafonnent le poids de la valeur terminale par rapport au poids total de l'activité évaluée (UGT, société,...). Allonger la durée du plan pour revenir à une « vitesse de croisière » permet de plafonner la valeur terminale tout en conservant une valeur globale acceptable.

Plus le poids que la valeur terminale représente dans la valeur de la société est élevé, plus l'AMF et les auditeurs vont porter leur attention à la valeur ainsi fixée. Les sociétés considèrent que l'AMF a tendance à regarder le poids de la VT dans la valorisation (avec une limite de 80% de VT).

Un autre point important dans le calcul de la valeur terminale est l'attention à porter au niveau de rentabilité des capitaux engagés. En effet, le niveau de résultat d'exploitation pris en compte dans la valeur terminale doit être soutenable à long terme.

Les tests de sensibilité

Les experts insistent sur la nécessité de prendre en compte des hypothèses sur des paramètres clés comme le taux de marge ou encore le taux de BFR.

→ Principales conséquences de la crise sur les valorisations

Le développement de la méthode de la capacité de remboursement montre que les contraintes de financement ont un impact direct sur la valorisation des sociétés dans des situations transactionnelles. La progression de l'utilisation de cette méthode indique un renversement de paradigme : on ne regarde plus seulement les capacités de rentabilité futures de la société, mais la capacité de l'acheteur à rembourser sa dette.

Néanmoins, les contraintes de financement peuvent conduire les investisseurs à acquérir une société cible dans sa totalité plutôt que les actifs uniquement. En effet, si la cible est endettée à un taux avantageux, l'acheteur préférera conserver cette dette plutôt que de remettre en place un nouvel emprunt dans des conditions moins avantageuses.

La crise a-t-elle eu un impact significatif sur le process d'acquisition des sociétés ?

Interviews réalisées par Christophe VELUT, Président d'A3E :

- **Guillaume DECITRE, Président de DECITRE, réseau de libraires,**
- **Thierry LUTHI, Directeur Financier de CEGID, éditeur / hébergeur de solutions informatiques de gestion,**
- **Laurent RENARD, Directeur Financier du groupe ELECTRICFIL, équipementier automobile,**
- **Eric ROSTAGNAT, Directeur Général finances et administration du groupe GL EVENTS, prestataire de services évènementiels.**

« La crise a peu d'impact sur le process général d'acquisition, elle a réduit le nombre d'opportunités ».

« Le process devient plus complexe, dans un contexte où le risque que l'acquéreur est prêt à prendre est plus limité. »

« Les services opérationnels de l'acquéreur sont très sollicités dans une opération de croissance externe. Il est essentiel, avant de signer, d'anticiper les impacts et modalités de l'intégration dans le groupe de l'acquéreur ».

« Le business plan est plus que jamais une nécessité en période de crise, malgré la faible visibilité, car il est une traduction chiffrée de la vision stratégique de la cible ».

« Les méthodes de valorisation sont inchangées ; en revanche, les modalités de mise en œuvre ont pu évoluer : décotes, compléments de prix,... ».

« Les prix des bonnes affaires ont peu diminué, contrairement à ce que l'on peut penser ».

« Les écarts entre la valeur et le prix semblent avoir peu évolué avec la crise ».

« La question n'est pas de savoir s'il y aura une reprise, mais comment elle est intégrée dans les BP, et donc dans la valeur : timing, amplitude,... ».

« La principale incertitude pour l'acquéreur est le prévisionnel d'activité ».

« Il est essentiel d'appréhender correctement les impacts cash post-acquisition (restructurations, BFR normatif, structure normative,...).

« Attention au mirage des prix bas : il vaut mieux payer un peu plus cher une société "saine", plutôt que sous-payer une société pour laquelle les incertitudes / risques sont trop élevés».

« Les conditions de financement ont un impact sur la valeur : celle-ci est influencée par la capacité de financement,... ».

« L'adage « on ne prête qu'aux riches » se vérifie encore plus en période de crise ».

« ... mais ce n'est plus suffisant. En effet, l'analyse des banques en cas de financement d'une opération de croissance externe est beaucoup plus étendue et exigeante » : visibilité sur le projet, prise en compte du secteur de la cible, due diligences demandées,... ».

« Il est important de garder une certaine flexibilité en termes de financement et de scénarii d'évolution ».

« En cas d'acquisition d'une société en difficulté, il est essentiel de se faire assister d'un cabinet spécialisé, notamment si la cible est étrangère ».

Questions posées :

L'acquisition d'une société est-elle plus complexe en période crise (recherche de cibles, ...) ? 11

La crise a-t-elle conduit à changer les méthodes d'évaluation, ou leurs modalités de mise en œuvre (primes de risques,...) ? 12

Utilisez-vous toujours des méthodes nécessitant l'établissement de données prévisionnelles (ex : DCF), dans un contexte économique où la visibilité est réduite ? 13

Quels sont les éléments qui sont les plus difficiles à appréhender dans le contexte de crise, dans le cadre d'une acquisition?..... 15

Avez-vous le sentiment que l'écart entre la valeur intrinsèque et le prix (résultant de la négociation) a eu tendance à augmenter avec la crise ? 16

Avez-vous le sentiment que les prix ont diminué avec la crise ?..... 17

Le financement des acquisitions a-t-il un impact sur les conditions de l'acquisition (valeur,...) ? 17

Quels risques considérez-vous comme les plus significatifs du point de vue de la cible? 18

Quels sont les points que vous considérez comme les plus critiques du point de vue de l'acquéreur?..... 19

Quelles sont les particularités liées au rachat d'une entreprise en difficulté ?..... 20

Un dernier mot ?..... 21

L'acquisition d'une société est-elle plus complexe en période crise (recherche de cibles, ...)?

Thierry Luthi : Je ne pense pas que l'on puisse mettre en parallèle la crise et l'augmentation de la complexité d'une acquisition, notamment sous l'angle de la recherche d'une cible. Par contre, les conditions d'acquisition dans le contexte de la crise peuvent rendre plus complexe une acquisition :

- *financement* : on privilégie toujours le financement lié à l'exploitation et aux investissements courants, au détriment des investissements plus long terme, qui doivent donc être adossés à des ressources complémentaires à moyen / long terme,
- *niveau de risque* lié à l'évolution de l'activité et des ratios connus avant crise / post-acquisitions (notamment le cash-out post opération, la capacité à maintenir un niveau de résultat, de cash-flows,...)
- *valorisation* : la valorisation d'une société est plus difficile, surtout si la cible est une société non cotée (ce qui est tout de même la majorité des acquisitions) : difficulté de trouver des transactions comparables.

Guillaume Decitre : Le processus est sensiblement identique, que l'on soit en crise ou pas.

En revanche, le degré d'incertitude est beaucoup plus élevé. La complexité est donc plus liée au risque de surévaluer la société, et/ou de sous-estimer les risques inhérents à la cible, dont la portée est plus difficile à apprécier en période de crise. Dans un environnement économique compliqué, les conséquences d'une « mauvaise affaire » sur l'acquéreur sont beaucoup plus importantes.

La complexité est également fortement liée au profil de l'acquéreur : les leaders sur un secteur d'activité ont tendance à « surperformer » par rapport aux autres acteurs, dits les « suiveurs », ce qui leur permet d'avoir une capacité d'endettement intéressante, surtout si leur structure financière est équilibrée. Il est donc possible pour les « leaders » de profiter d'un contexte où la liquidité disponible est élevée, et où les taux sont historiquement bas,...

Il existe de nombreuses opportunités, mais il faut être très vigilant sur les « bonnes affaires apparentes » : un prix bas peut cacher des risques élevés.

Eric Rostagnat : Le process est le même, dans les grandes lignes, quelque soit le contexte économique. Cependant la mise en œuvre est plus complexe à différents niveaux: négociation plus difficile, notamment au regard des attentes des vendeurs (prix parfois élevés, qui restent basés sur des références historiques qui restent proches malgré la crise,...), implication plus forte des services opérationnels de l'acquéreur, analyse plus complète de la cible, prise en compte en amont des contraintes d'intégration,....

Nous sommes plus attentifs en période de crise, que lorsque nous achetons une société en croissance dans un contexte économique favorable, notamment sur le prévisionnel (visibilité plus faible, risques globalement plus élevés).

Le contexte de crise fait que nous sommes plus exigeants, et plus regardants à la prise de risques. Le management étant très impliqué et sollicité dans la gestion du périmètre existant, la « barrière » fixée pour les acquisitions est plus élevée, et le nombre d'opportunités est nécessairement plus limité.

Laurent Renard : Indéniablement. De nombreuses sociétés sont dans une situation difficile. Il existe souvent un manque de visibilité sur la situation commerciale, financière, sociale,..., de la cible, sur sa capacité à réaliser son business plan,..., dans un contexte économique qui manque lui-même de visibilité.

Il est important de noter que l'obtention d'un financement auprès des banques est extrêmement lié à la visibilité sur le projet de reprise.

Enfin, dans ce contexte de crise, se pose encore plus la question pour le repreneur de savoir s'il est judicieux, voire raisonnable, de rajouter à son propre risque, celui apporté par la cible.

La crise a-t-elle conduit à changer les méthodes d'évaluation, ou leurs modalités de mise en œuvre (primes de risques,...) ?

Thierry Luthi : Nous continuons d'utiliser les mêmes méthodes d'évaluation, qui sont déterminées dans la plupart des cas sur des bases industrielles et non uniquement financières. Nous privilégions dans la construction de la valeur notre connaissance du secteur et des opérations de croissance externe. La détermination de la valeur repose d'abord sur l'analyse des « invariants » (base clientèle, R&D, niveau de résultat,...). Nous n'avons pas apporté de modifications systématiques à certaines composantes dites « techniques » de la construction de la valeur (ex : primes de risques). L'analyse reste effectuée au cas par cas. Par contre lors de l'analyse sous l'angle des DCF, nous ajustons le modèle selon les paramètres qui évoluent avec la crise (taux d'actualisation, taux de croissance, ...).

La crise nous incite à prendre en compte des progressions beaucoup moins ambitieuses sur les 2 premières années des prévisions, ce qui a un impact direct sur la valeur terminale, même si une partie de la baisse est compensée sur l'horizon de temps moyen terme retenu.

Guillaume Decitre : Oui, un niveau de risque supplémentaire est pris en compte dans l'analyse, qui peut prendre une forme différente selon le type de risques : earn-out en cas d'incertitude sur le business plan, décote, prime de risques dans la construction du prix, réduction du prix en fonction des besoins de financement post-acquisition identifiés, niveau de prix conditionné à un niveau de BFR / trésorerie,...

Eric Rostagnat : Nous sommes moins impactés que d'autres car notre démarche de valorisation repose avant tout sur une approche métier plus que financière (comparables, benchmarks,...). Plus l'approche de valorisation est financière, plus la volatilité / sensibilité de la valeur est forte.

En revanche, nous intégrons plus qu'auparavant une décote, dès lors que notre diagnostic met en évidence des facteurs de risques, ou que le prévisionnel nous paraît surpondéré sans justifications suffisantes au regard d'un passé récent souvent dégradé.

Cela peut conduire parfois un double effet : diminution des performances, qui se conjuguent à une baisse des multiples depuis la crise, qui peut représenter près de 30 %.

Laurent Renard : Les méthodes de valorisation sont inchangées : d'une part nous appliquons un multiple à un EBITDA recalculé (« normatif »), et d'autre part nous réalisons une approche par les DCF (flux de trésorerie actualisés), car il est indispensable d'intégrer dans l'analyse les éléments de cash tels que le besoin en fonds de roulement et les investissements.

En revanche, nous pouvons être amenés à appliquer des décotes, pour tenir compte de différents facteurs (incertitudes sur le business plan, risques identifiés, équilibre financier, coûts de restructurations ...).

Il est nécessaire pour l'acquéreur de refaire son propre business plan en ayant une bonne compréhension du business model de la cible. L'objectif est notamment d'identifier les éléments non récurrents et les retirer, et d'identifier les structures à mettre en place pour remettre la cible sur pied (ressources en personnel,...)

Il est utile d'analyser les écarts avec le business plan du vendeur s'il est disponible.

Il est à noter que les clauses de compléments de prix ne sont en général pas adaptées en cas de reprise d'une entreprise en difficulté, et que les clauses de garantie de passif sont plus difficiles à mettre en œuvre.

Utilisez-vous toujours des méthodes nécessitant l'établissement de données prévisionnelles (ex : DCF), dans un contexte économique où la visibilité est réduite ?

Thierry Luthi : Oui, comme indiqué ci-dessus, nous continuons sauf cas exceptionnels à déterminer la valeur d'une cible sur le plan stratégique en analysant les « invariants ». Nous utilisons la méthode des DCF pour conforter la valeur obtenue, et également pour faire une analyse documentée sur le sujet de la valeur des actifs alloués dans le cadre des règles liées aux tests de dépréciation des actifs, qui seront de toutes les façons à produire lors de l'arrêté des comptes.

Nous considérons en effet que la réduction de la visibilité doit s'apprécier sur le court terme, voire sur le moyen terme, mais que la crise ne doit pas avoir d'effet durable. En effet, la vision moyen terme repose sur la capacité de la société à mettre en œuvre sa stratégie et sur sa traduction chiffrée, avec la prise en compte des cycles économiques propres à chaque activité.

La méthode des DCF permet d'atténuer les effets de la crise. Il convient cependant d'être très vigilant sur les hypothèses de reprises retenues dans les business plans, à la fois en termes de timing et d'amplitude.

Guillaume Decitre : Oui, car les DCF permettent de modéliser le business, d'avoir une traduction chiffrée de la vision stratégique de la cible et d'apprécier la cohérence des hypothèses sous-jacentes. Cela permet également d'avoir un engagement des dirigeants de la cible, qui peut être moral, ou traduit dans le contrat d'acquisition (earn-out,...).

Il nous paraît important de demander un business plan aux vendeurs, que l'acquéreur doit ensuite challenger.

Eric Rostagnat : Dans nos secteurs d'activité, nous achetons avant tout un projet, des cash-flows futurs. Comme indiqué ci-dessus, la logique d'acquisition est avant tout stratégique, et pas purement financière. L'approche de la valeur, et l'appréhension du prévisionnel répondent donc à des logiques très différentes.

Pour nous, et quelque soit le contexte, il est indispensable que la cible nous communique un prévisionnel. En effet, nous sommes dans un métier de services, le « poids » du management dans la valeur de la cible est déterminant. Il est important que nous connaissions la vision stratégique de la société, là où elle veut aller, comment elle pense y aller, et la cohérence / adéquation de ce projet avec notre propre stratégie. Le prévisionnel est la traduction chiffrée de cette vision stratégique, il nous est nécessaire pour apprécier la cohérence / pertinence / réalisme du projet.

Le prévisionnel est bien sûr « challengé » par nous, afin notamment d'intégrer les synergies attendues. Il est une base importante de négociations entre les parties, et peut avoir un impact sur les modalités d'acquisitions. Ainsi, si le prix demandé par le vendeur est élevé,..., et si nous croyons dans son projet, il peut être opportun de mettre en place des clauses de « earn-out ».

Il convient d'être prudent, car les « earn-out » peuvent avoir des effets pervers : si la période de calcul est trop longue, cela peut influencer fortement le comportement des managers cédants, qui a tendance à devenir un « manager bénéficiaire » : confusion entre le rôle de développeur et le rôle de bénéficiaire.

Dans certaines de nos activités (gestion de salons, concessions,...), l'analyse de la valeur repose sur le prévisionnel, quelque soit le contexte.

La crise nous a conduit à raccourcir en général l'horizon des prévisions à 2-3 ans. Au-delà, nous considérons que c'est plus une extrapolation sur tableur. Après réflexion, et sauf cas particuliers (concessions,...), ce délai de 3 ans nous semble adapté, quelque soit le contexte économique.

Quels sont les éléments qui sont les plus difficiles à appréhender dans le contexte de crise, dans le cadre d'une acquisition?

Thierry Luthi : L'évolution de l'activité et du « cash-out » postérieurs à l'acquisition (variation du BFR, restructurations,...), indépendamment des effets liés au financement de l'acquisition.

La mise en œuvre effective des synergies élaborées avant l'acquisition tant sur le plan des affaires (peut être le plus complexe), que de celles liées à la gestion du nouvel ensemble.

L'évolution des agrégats financiers au sens de la dilution/relation, notamment au regard des anticipations faites lors de la communication du projet.

Le « seuil de tolérance » pour l'acquéreur lié à une surévaluation du prix payé, et / ou des avantages attendus de l'opération.

Guillaume Decitre : D'abord le niveau d'activité, et ensuite l'identification de l'environnement social au sens large (identification et fidélisation des hommes clés, risque de conflit,...).

Certains points ne doivent pas non plus être négligés, et notamment le contexte réglementaire, juridique et fiscal (ex : poids des crédits d'impôts,...)

Eric Rostagnat : Pour nous, l'élément clé est le prévisionnel d'activité.

En effet, nous sommes sur des « niches » d'activité où nous avons des benchmarks en matière de business models (marge,...), de ratios tels que CA / effectifs, de BFR, qui facilitent l'élaboration de données clés normatives.

Dans certaines de nos activités plus capitalistiques, nous sommes également très vigilants sur la réalisation du plan d'investissements (retards, surinvestissements,...) qui peut nous amener à corriger la valeur.

En revanche, une opération d'acquisition est plus difficile à réaliser sur des activités différentes, où des pays nouveaux, pour lesquels nous n'avons pas ces points de repère.

Laurent Renard : Sans vouloir tirer des généralités, mais lorsque la cible est en situation difficile, qui plus est en période de crise, il est souvent plus difficile d’appréhender:

- le montant global à financer, qui comprend, au-delà du prix d’acquisition, les besoins de financement post opérations, le besoin en fonds de roulement normatif, les investissements, et le coût des restructurations post-acquisition éventuelles
- les pertes des compétences clés de la société reprise,
- la capacité de la société à développer de nouveaux projets, à satisfaire les clients, à créer des synergies avec l’acquéreur,
- les mécanismes permettant de « renverser la vapeur », c’est à dire de passer d’une situation de pertes à une situation profitable.

... ceci dans une période où le management de l’acquéreur a besoin de se concentrer sur le périmètre actuel pour gérer au mieux la crise.

C’est d’autant plus vrai pour les structures de petite et moyenne taille.

Avez-vous le sentiment que l’écart entre la valeur intrinsèque et le prix (résultant de la négociation) a eu tendance à augmenter avec la crise ?

Thierry Luthi : L’écart nous semble à ce jour faible, mais nous ne notons pas d’évolution de tendance liée à la situation économique. Le seul sujet serait peut être dans la prise en compte des agrégats financiers de la seule période de crise, qui minorerait les performances historiques de la société, mais cela n’est pas comme évoqué précédemment le seul critère d’appréciation.

Guillaume Decitre : Nous ne constatons pas de tendance qui puisse être généralisée.

Eric Rostagnat : Nous avons le sentiment que les valeurs des sociétés cotées ont été fortement impactées par la crise, et que l’impact de la crise est arrivé avec retard, et avec un effet plus contrasté sur le segment des sociétés non cotées.

Nous n’avons pas le sentiment que les écarts ont varié avec la crise.

Nous pouvons noter que lorsque nous passons par un intermédiaire qui fait bien son travail, les prix demandés sont plus raisonnables, ce qui limite les écarts.

Par ailleurs, nous sommes dans des « niches d’activité » où il existe des références en matière de constructions de valeurs (multiples,...) qui sont des comparables pertinents et reconnus,..., ce qui limite les écarts.

Les écarts entre prix et valeurs sont plutôt liés à une transaction donnée (ex : nouveau marché, nouveau pays,...), pour laquelle des « primes stratégiques » sont payées, ou à l'inverse des décotes sont appliquées en cas de surpondération du passé et d'incertitude sur un prévisionnel ambitieux.

Avez-vous le sentiment que les prix ont diminué avec la crise ?

Thierry Luthi : Nous constatons une remontée des valeurs, alors que la crise n'est pas terminée, liée à une anticipation par les marchés des perspectives économiques à moyen terme.

Le prix nous semble plus lié à ce jour à la situation du vendeur et aux attentes de l'acquéreur (acquisition stratégique,...). Ainsi, dans le contexte de crise, il y a plus de cas de « vente forcée », qui conduisent à des prix plus bas.

Il me semble également que la crise a eu plus d'impact sur le timing d'une opération (report, annulation,...), plus que sur les prix. Ainsi, il n'est pas démontré que les très bonnes affaires aient été « bradées » du fait de la crise. A contrario, des « bonnes opérations » ont pu ou vont être réalisées à un prix décoté, pour accélérer la vente, lorsque le cédant a besoin de cash.

Guillaume Decitre : Oui, pour les sociétés cotées.

Pour les sociétés non cotées, on peut constater que la valeur des sociétés qui surperforment par rapport au marché, a peu diminué. En revanche, les sociétés qui subissent difficilement les impacts de la crise ont souvent tendance à être décotées.

Eric Rostagnat : Comme indiqué ci-dessus, le rythme des acquisitions s'est ralenti avec la crise.

Nous constatons que le prix des sociétés rentables qui résistent bien à la crise est resté assez stable, sauf cas exceptionnels (ventes forcées, nombreuses offres,...).

En revanche, le prix des sociétés qui avaient bénéficié d'une envolée des multiples il y a 2 ans, non justifiée par des fondamentaux, ont fortement diminué, surtout si elles subissent difficilement la crise. Mais pour nous, il s'agit plus d'un retour à la normale dans de nombreux cas.

Le financement des acquisitions a-t-il un impact sur les conditions de l'acquisition (valeur,...) ?

Thierry Luthi : Le financement est fréquemment appréhendé avant le démarrage des négociations.

Le financement a de fait un impact sur les effets de l'acquisition (dilution/relation,...).

Le choix qui est fait en matière de financement peut donc affecter les conditions de l'acquisition (impact induit sur la valeur, la proportion de la dette, les taux et garanties,...).

Un conseil : toujours disposer de financement avant de mettre en œuvre un projet de croissance externe pour que ce sujet ne vienne pas perturber les négociations tant pour l'acquéreur que pour le cédant.

Guillaume Decitre : Oui, l'impact peut être constaté à différents niveaux selon le type d'opération (part de la dette dans le financement total plus faible, impact sur la valeur,...). D'un autre côté, cela permet d'avoir des montages moins tendus.

Eric Rostagnat : Nous autofinançons la plupart de nos acquisitions.

Cependant, en discutant autour de nous, on constate que dès lors que la cible est significative par rapport à l'acquéreur, que l'effet de levier est important, que le couple enjeu / risques est tendu, le financement a un impact certain.

Laurent Renard : L'acquéreur doit apporter une garantie plus importante pour obtenir le financement, si la cible est en difficulté

Les banques souhaitent disposer d'analyses approfondies, notamment en termes de compréhension du projet et d'éléments leur permettant de valider le bien fondé de l'opération sur le plan économique.

Il est évident que le secteur d'activité de la cible a un poids important dans l'analyse faite par les banques.

Quels risques considérez-vous comme les plus significatifs du point de vue de la cible?

Thierry Luthi : Risque de ne pas maîtriser le point mort et le cash-out post-acquisition (cf. supra).

Risque de voir les fondamentaux ayant motivé l'acquisition disparaître (parc clients, ...)

Risque que les ressources clés ne poursuivent pas dans le nouvel ensemble (ressources humaines, clients clés, partenaires,).

Guillaume Decitre : Il est important d'identifier les créations de valeur principales de l'opération pour l'acquéreur (gain de notoriété, diversification, réductions de coûts,...), pour mettre en balance les avantages stratégiques par rapport aux risques.

Il est nécessaire de ne pas écarter dans la réflexion la détermination d'un scénario « pessimiste », pour apprécier son impact sur l'acquéreur (seuil de tolérance, flexibilité,...), pour s'assurer que l'opération ne risque pas de mettre en difficulté l'acquéreur.

Il est important notamment de ne pas surestimer les économies de coûts (synergies,...).

Le niveau des risques identifiés peut amener à revoir les modalités de l'opération : partenariat versus acquisition,...

Eric Rostagnat : Dans nos métiers de services, les hommes « clés » sont une composante essentielle de la valeur, et donc du goodwill. Il est important de les fidéliser, de les faire adhérer à la culture du groupe, de gérer intelligemment l'intégration dans le groupe, et de maintenir une fibre de développeur au manager cédant, indispensable à la réalisation du projet ayant motivé l'acquisition.

Il existe donc une période « critique » que l'on peut estimer à 3-4 ans après l'acquisition.

Laurent Renard : En compléments des éléments déjà évoqués, il est notamment essentiel :

- de déterminer le niveau d'activité futur de la cible et de le comparer avec son point mort actuel, tout en identifiant quelle est la flexibilité disponible sur les frais fixes permettant de l'abaisser si nécessaire,
- de définir les leviers d'amélioration de la performance financière : réduction du BFR, synergies apportés par l'acquisition, économie de frais fixes ...

Cela amène l'acquéreur à réaliser des « due diligences » plus approfondies,... mais très souvent en contradiction avec la situation d'urgence induite lorsque la cible est en difficulté.

Quels sont les points que vous considérez comme les plus critiques du point de vue de l'acquéreur?

Thierry Luthi : Nous considérons comme fondamental d'établir le plan d'intégration avant le closing. Les difficultés éventuelles d'intégration anticipées doivent être appréhendées avant la prise de décision sur l'acquisition. Le plan d'intégration doit être mis en œuvre dès le jour du closing.

L'acquéreur doit prendre au plus vite la main sur la gestion et le cash de la cible. La maîtrise des flux dans les premiers jours de l'acquisition est fondamentale pour la réussite au moins économique et financière du projet.

Guillaume Decitre : Ce sont globalement les mêmes risques que pour la cible, mais avec la préoccupation de garder de la flexibilité, ne pas réaliser une opération trop « tendue », qui puisse mettre en danger l'acquéreur,...

Eric Rostagnat : Le pay-back / le cash généré sont des éléments essentiels, surtout en période de crise où la sensibilité des investissements est plus forte, l'arbitrage nécessaire.

Globalement, la prise de risques acceptée et la tolérance à une erreur (prix surpayé, non respect de l'activité prévisionnelle,...) étant plus limitées en période de crise, certains points deviennent plus critiques / sensibles en période de crise qu'ils ne pouvaient l'être dans un contexte économique de croissance, qui constituent un frein aux opérations de croissance externe.

Laurent Renard : En supposant confirmé l'intérêt stratégique de l'acquisition, il est essentiel pour l'acquéreur de bien identifier les ressources financières nécessaires à la réussite de l'opération tout en s'assurant que cette dernière n'est pas susceptible de lui faire courir un risque excessif.

L'analyse de l'impact global sur le cash lié à l'acquisition est en effet déterminante : connaissance du besoin en fonds de roulement normatif, du niveau d'investissements à réaliser après l'acquisition, identification des éventuels coûts de restructuration,...

D'autre part, il faut anticiper l'organisation du management post acquisition et définir, de façon très concrète, quelles seront les personnes qui auront à piloter la cible, en évitant l'écueil de sous estimer l'énergie nécessaire pour une bonne intégration de l'entreprise. Ce sujet, crucial en période normale, l'est encore plus lorsque que la société reprise est en difficulté.

Quelles sont les particularités liées au rachat d'une entreprise en difficulté ?

Thierry Luthi : Paradoxalement, dans notre métier où les coûts fixes sont importants, il est plus facile d'obtenir un ROI élevé sur des sociétés en difficulté, si l'analyse des causes de difficulté est bien appréhendée (structurelles, conjoncturelles,...). A contrario, il peut être plus difficile de maintenir durablement une forte rentabilité.

Guillaume Decitre : Le niveau de risques est globalement plus élevé, ce qui se traduit par une implication beaucoup plus forte de l'acquéreur, des coûts beaucoup plus élevés (internes / externes, pré-acquisition / intégration,...),... Le spectre de la « mauvaise affaire » est donc beaucoup plus élevé.

Eric Rostagnat : Cela ne fait pas partie à ce jour de la stratégie du groupe de racheter des entreprises en difficulté.

L'expérience que nous avons pu avoir montre que certes le ROI est potentiellement plus important, mais les risques sont beaucoup plus élevés notamment car par définition le management n'est pas contributif de valeur,..., et car le temps consacré pour l'acquisition et l'intégration est en général très élevé (coûts internes et externes,...), sauf bien sûr si la situation est liée à un point bien identifié (sous-capitalisation,...).

Laurent Renard : Elles sont nombreuses mais on peut citer en particulier :

- très souvent, l'insuffisance voir l'absence de données fiables,
- des incertitudes plus fortes sur le business plan et les prévisions de cash-flows,
- des « due diligences » vendeur rarement disponibles pour une entreprise en difficulté,
- une communication souvent rendue plus difficile avec les managers en place,
- il est également important de bien comprendre le contexte législatif lié à reprise d'entreprises en difficulté, notamment lorsque la cible est étrangère,
- une bonne connaissance du contexte social de la cible au moment de la reprise est également un point clef : climat social, état d'esprit du personnel, pertes éventuelles de compétences clefs, environnement syndical

Pour tout ces points, Il est donc essentiel, pour l'acquéreur, d'être accompagné par un cabinet spécialisé, à fortiori si la cible est une société étrangère.

Un dernier mot ?

Thierry Luthi : La croissance externe reste une alternative intéressante à la croissance interne, surtout en période de crise.

Il est nécessaire en période de crise de conduire sa stratégie de croissance externe selon des critères de choix définis et respectés, à condition de rester très vigilant dans l'analyse des avantages attendus et des risques et de ne pas s'arrêter à la « bonne affaire apparente ». L'analyse stratégique doit rester prédominante, et le « prix décoté » ne doit pas devenir la motivation principale d'une acquisition.

Il est important de garder une flexibilité en termes de financements, et ne pas mettre en place de montages trop tendus, car il existe un risque de dérapage du cash-out. Il est souvent préférable d'emprunter plus que les besoins réels.

Il faut adapter les conditions de l'acquisition en fonction des risques identifiés, par exemple : compléments de prix pour pouvoir associer les cédants à des situations de reprise tout en préservant le « cash-out » immédiat, crédit vendeur,...

Enfin toujours raisonner utilité de l'investissement et ROI.

Guillaume Decitre : Ne pas sous-estimer les risques potentiels, garder de la flexibilité en termes de scénarii et de financement, et ne pas hésiter à revoir le mode de rapprochement (partenariat,...).

Eric Rostagnat : La crise a globalement peu impacté notre process d'acquisition, si ce n'est que le rythme des opérations de croissance externe est moins important depuis 2 ans. La crise nous conduit à une prise de risques plus limitée, et à une attention accrue sur le pay-back et la génération de cash-flows.

Notre démarche (diagnostic, valorisation,...) reste, quelque soit le contexte très influencée par une analyse métier plus que financière (benchmarks,...), ce qui indéniablement conduit à moins de volatilité en termes de valeur.

Les opérations de croissance externe en période de crise deviennent plus difficiles à réaliser sur des activités ne rentrant pas dans le « core business ».

Laurent Renard : Indéniablement, la crise a fait naître des opportunités de croissance externe. Pour une entreprise ayant la capacité à financer un rachat, cela peut être l'occasion de se développer au-delà de ce que permet sa croissance organique et à un rythme beaucoup plus soutenu.

Cependant, dans un contexte difficile, encore plus qu'en période de stabilité économique, les risques doivent être mesurés et calculés afin que l'acquéreur ne se mette pas en danger. Les leviers d'amélioration de la performance doivent être identifiés, les synergies mises en évidence. Le tout dans des délais souvent très courts.

Un travail important d'analyse des éléments clefs de la cible est à effectuer, permettant de gagner en visibilité et de se donner un maximum de chances de réussite.