

■ **GRÉGOIRE BUISSON**, président d'Epsilon Finance, société d'analyse financière des investissements dans le non-coté

Les valeurs moyennes étaient meilleur marché que leurs homologues non cotées au premier semestre 2006. Conséquences.



Les fonds pourraient accroître leurs investissements dans les sociétés cotées

Vous venez de lancer le premier indice mesurant l'évolution de la valorisation des petites sociétés non cotées en Bourse. Pour quelles raisons ?

G. B. L'objet de cet indice est de suivre l'évolution des multiples d'acquisition en Europe afin de donner aux fonds d'investissement un outil pertinent d'évaluation de leur portefeuille. Cet indice est également destiné aux dirigeants de PME, dont nous savons qu'ils ont du mal à apprécier la valeur de leurs entreprises. Cela constitue d'ailleurs un des premiers freins à la transmission de celles-ci. Les méthodes utilisées pour valoriser les entreprises non cotées sont souvent de nature strictement patrimoniale et se réfèrent à la simple valeur des actifs inscrits au bilan. Elles tiennent insuffisamment compte du prix que des acquéreurs seraient prêts à payer.

Quels enseignements en tirez-vous ?

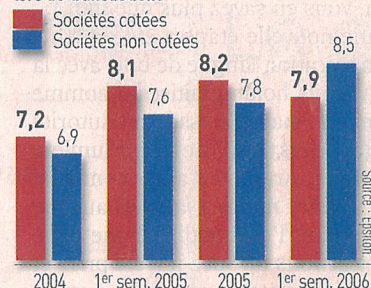
● Premier constat : les multiples d'acquisition ont fortement augmenté sur le segment étudié, c'est-à-dire celui des valeurs comprises entre 15 et 150 millions d'euros. Au 30 juin 2006, les transactions s'effectuaient sur la base de 8,5 fois l'Ebitda (*Ndlr : excédent brut d'exploitation*), contre un multiple de 6,9 fois fin 2003. D'un point de vue microéconomique, ce sont surtout les perspectives de croissance des marges des entreprises qui tirent les prix vers le haut. Fin 2004, les PME faisant l'objet d'une acquisition anticipaient une croissance de 4,1 % de leur chiffre d'affaires et de 5,8 % de leur Ebitda. En juin 2006, elles prévoyaient toujours une hausse de 4,1 % de leur chiffre d'affaires, mais elles anticipaient une envolée de 16,7 % de leur Ebitda.

Quelle comparaison peut-on faire avec les entreprises cotées en Bourse ?

● Le premier semestre 2006 a montré une inversion de tendance. Fin juin 2006, la valorisation des entreprises cotées était inférieure à celle de leurs homologues non cotées, alors

La Bourse moins chère

Evolution des multiples d'Ebitda appliqués lors de transactions



La comparaison entre l'indice Epsilon et les multiples observés sur les valeurs moyennes fait ressortir une inversion de tendance.

que nous constatons l'inverse seulement six mois plus tôt. Ce phénomène a une double explication : pendant que les ratios observés dans le non-coté continuaient à augmenter, ceux du secteur coté se sont stabilisés, au printemps, avec la baisse de la Bourse. Ce phénomène montre bien, si besoin était, le caractère volatil du secteur coté par rapport au non-coté, qui ne réagit pas à l'évolution des marchés boursiers.

Peut-on en déduire qu'une bulle est en train de se constituer dans le non-coté ?

● Pour répondre à cette question, il faut tout d'abord analyser les raisons de la hausse des prix. Les fonds d'investissement ont levé des sommes considérables depuis plusieurs années et ils doivent maintenant investir cet argent. En parallèle, les industriels ont repris leur politique de croissance externe. Cette concurrence tire les prix d'acquisition vers le haut, sachant que les industriels sont souvent prêts à payer plus cher que les fonds d'investissement, en raison des synergies qu'ils prévoient de dégager. On pourrait s'inquiéter si, dans le même temps, les fondamentaux

des sociétés se dégradaient. Mais, pour le moment, rien ne le laisse supposer. Les multiples ne devraient donc pas baisser.

Cela ne va-t-il pas pousser les acquéreurs à se tourner vers les sociétés cotées, devenues moins chères ?

● Il y a deux conséquences possibles : d'une part, le ralentissement de la hausse des multiples d'acquisition. Il est en effet difficile pour une société cotée de faire durablement des acquisitions sur la base de multiples supérieurs aux siens. D'autre part, certains fonds d'investissement pourraient accroître la part investie dans le coté au détriment du non-coté.

Pourtant, les fonds d'investissement aiment moins investir dans des sociétés cotées. Pourquoi ?

● C'est ce que l'on appelle le *public to private* le cas où un fonds LBO rachète une entreprise sous-valorisée en Bourse et la sort de la cote. Il a toujours été très limité en France (par rapport au Royaume-Uni notamment) pour des raisons techniques. Il est d'abord nécessaire de détenir 95 % du capital pour pouvoir opérer une intégration fiscale et déduire les intérêts de la dette d'acquisition des résultats de la société achetée. Par ailleurs ce seuil de 95 % est nécessaire pour pouvoir lancer un retrait obligatoire et sortir la société de la cote. Ainsi, lorsqu'un fonds lance une OPA sur une société cotée, il prend un risque non négligeable de ne pouvoir réaliser l'opération prévue, ce qui en réduit la rentabilité. Un risque qui n'a pas échappé aux *hedge funds* dans plusieurs opérations récentes, comme celle d'Eiffage-Macquarie sur APRR Bridgepoint sur Afflelou, Axa sur Camaïeu ou les a vus prendre des participations de plus de 5 % dans les sociétés faisant l'objet d'une OPA pour tenter de renégocier par la suite le prix avec l'acquéreur ■

Propos recueillis par Nathalie Rambaut