



**JÉRÔME RUSAK,**  
**ASSOCIÉ DU CABINET**  
**DAY ONE,** cabinet de conseil  
en stratégie et développement  
dédié aux services professionnels  
(avocats, auditeurs, banquiers,  
consultants, experts-comptables,  
juristes, notaires...) présent à  
Paris et à New York.

# L'impact de la crise sur le M&A des PME

Du 27 février au 30 mars 2009, les conseils en fusions-acquisitions (ou M&A) membres de l'AACIF<sup>(1)</sup> ont été interrogés sur leur perception du marché des fusions-acquisitions des PME et des TPE et sur son évolution. Nous vous présentons ici les principaux constats recueillis par ces spécialistes travaillant en large partie avec des industriels et des entrepreneurs sur des opérations de moins de 50 millions d'euros.



L'impact de la crise sur le M&A des PME et TPE apparaît d'abord dans la chute du chiffre d'affaires des conseils M&A (- 41 % en un an). Elle reflète la dégradation des conditions dans lesquelles les rapprochements d'entreprises s'opèrent aujourd'hui. Ainsi, une opération sur quatre ne va pas à son terme (ou est reportée), et pour celles en cours, le délai de réalisa-

tion s'est allongé en un an de 91 jours (de 6 mois et demi à 9 mois et demi).

## DES VALORISATIONS EN BAISSÉ

La chute des transactions s'explique d'abord par le manque de visibilité sur l'activité et sur les résultats futurs de la cible ou de l'acquéreur. Ils alimentent un manque de confiance parfaitement symptomatique

d'une situation de crise généralisée. Deuxièmement, la difficulté à valoriser les PME constitue un frein pour les vendeurs. La valeur des PME a ainsi chuté de 20-25 % en un an, reflétant l'effondrement des multiples de détermination : chiffre d'affaires (- 21 %), Ebit (- 26 %), Ebitda (- 28 %).

Troisièmement, pour les acheteurs, l'accès au financement par les banques s'est considérablement durci

et représente un obstacle majeur : sur une échelle de 1 à 10 (10 étant un accès très facile au financement par les banques), il est passé de 7,3 à 4 sur 10.

## DES EFFETS VERTUEUX

Mais la crise laisse apparaître des éléments positifs. Les dirigeants de PME ont enfin pris conscience de la nécessité de renforcer leur structure financière – en particulier leurs

## 3 QUESTIONS À JEAN-RENÉ GRITON, PRÉSIDENT DE L'AACIF<sup>(1)</sup> ET FONDATEUR D'AURIGNAC FINANCE



### Êtes-vous surpris par les résultats de l'étude ?

L'étude avait pour objectif d'apporter de la visibilité dans le brouillard actuel qui a recouvert le marché des transactions d'entreprises sur le non-coté, en particulier sur les PME, l'AACIF étant particulièrement pertinente sur ce marché.

La concordance des constats m'a surpris, tant sur l'évolution des valorisations que sur la faisabilité des transactions. Ce sont des réalités qui sont remontées du marché. Par ailleurs, il faut souligner la demande des dirigeants pour un renforcement de leurs fonds propres, dont on ne peut que se satisfaire.

### Le contexte financier actuel va-t-il définitivement marquer la disparition de l'approche LBO pour les small cap ?

L'approche dite LBO n'est pas une approche d'évaluation. Cette

analyse vise à identifier la valeur maximale d'une entreprise que pouvait payer un acheteur, compte tenu d'un endettement maximal calculé souvent en multiple d'Ebitda et d'un objectif de TRI. Parier sur la disparition définitive de cette approche me paraît audacieux. Cela impliquerait que les agents économiques analysant les small caps soient dotés d'une mémoire supérieure aux autres. Avec le développement du marché PME, je suis plutôt prêt à parier sur un retour à terme de cette méthode, mais avec une autre appellation !

### En tant que président de l'AACIF, quelle sortie de crise prévoyez-vous pour ce segment d'entreprises ?

Nos membres anticipent une reprise de la croissance au second semestre 2010. Il faudra d'ici là que les conseils identifient et accompagnent les PME qui sauront faire évoluer leur modèle de développement.

(1) Association des analystes conseils en investissements financiers, créée par la SFAF et agréée par l'AMF.

## On constate un retour vers des méthodes de valorisation mettant l'accent sur la capacité de développement des entreprises.

► fonds propres – à la fois pour passer la crise mais surtout pour se développer. C'est de loin la principale attente qu'elles ont par rapport aux conseils en haut de bilan. La loi Tepa est un dispositif particulièrement pertinent pour y répondre, puisque la moitié des conseils accompagnent des augmentations de capital dans ce cadre.

D'autre part, on constate un retour vers des méthodes de valorisation mettant l'accent sur la capacité

de développement des entreprises (*discounted cash flow* et multicritères), plus adaptées que les méthodes de valorisation basées sur des effets de levier excessifs (LBO), qui avaient entretenu un phénomène d'inflation.

Enfin, la crise met en exergue, pour 80 % des conseils, la nécessité de repenser leur *business model* sur deux axes : d'une part, en menant une vraie réflexion sur leurs offres, leurs compétences et leurs mar-

chés, autrement dit leur positionnement ; d'autre part, en revoyant leur mode de rémunération entre le sacro-saint *success fees* et une pratique plus poussée du taux horaire. Reste à savoir si ces tendances vertueuses résisteront à la fin de la crise. ■

(1) Association des analystes conseils en investissements financiers, créée par la SFAF et agréée par l'AMF.



## PROGRAMME DE FORMATION CONTINUE 2009

Entre septembre et décembre 2009, le Centre de Formation de la SFAF - CFAF - propose de nombreux séminaires spécifiques d'une durée de 2 à 12 heures, appelés CFAF+.

Ils sont destinés à un public très large souhaitant se mettre à jour ou approfondir ses connaissances sur des points spécifiques, techniques ou réglementaires.

Les thèmes abordés, variés et évolutifs, sont en étroite relation avec l'actualité et les besoins des professionnels.

Ces rencontres sont animées par des praticiens, spécialistes de la question traitée.

DATES	THÈME	INTERVENANT
13 octobre	Juste valeur : comment l'évaluer y compris dans des marchés inactifs	Isabelle Andernack, Fiducial
14 & 15 octobre	Dérivés actions	Anthony Penel, LCF
16 octobre	Garantie bancaire et Risque bancaire	Guillaume Rideau, CNCE
21 octobre	Capital immatériel et analyse financière	Alan Fustec, Goodwill Management
22 octobre	IFRS 3 et IAS 27 : regroupements d'entreprises nouvelle formule	Isabelle Andernack, Fiducial
26 octobre	LBO (1 <sup>re</sup> partie)	Christophe J. Nijdam, Capitalaction
2 novembre	LBO (2 <sup>e</sup> partie)	Christophe J. Nijdam, Capitalaction
17 novembre	IFRIC 12, Concessions de service public : une approche innovante	Isabelle Andernack, Fiducial
19 novembre	L'analyse extra financière (ISR)	Gregory Schneider-Maunoury, IONIS
26 novembre	IFRS 8, Secteurs opérationnels, une « management approach » de l'information sectorielle	Isabelle Andernack, Fiducial

**CONTACT : Patricia Dupont Tél : 01 56 43 43 17 Adresse email : pdupont@sfaf.com**

Pour plus d'informations et tous les détails sur chacune de ces formations, vous pouvez également consulter le site de l'association : [www.sfaf.com](http://www.sfaf.com) – rubrique formation continue.