

La reprise du M&A et les retraits de cote soutiennent l'expertise indépendante

Le nombre d'attestations d'équité réalisées lors d'une offre publique à Paris a doublé au premier semestre 2021, constate l'Observatoire de Sorgem Evaluation.

Par Bruno de Roulhac 

Rebond des attestations d'équité*. Avec la reprise des offres publiques en France, les experts indépendants travaillent davantage ! Après le point bas de 2018 avec seulement 25 attestations d'équité, la tendance est à la hausse avec 34 attestations en 2020, constate le premier observatoire des expertises indépendantes de Sorgem Evaluation, réalisé sur la base des données publiées sur le site de l'Autorité des marchés financiers depuis 2016. « Cette étude, qui sera publiée chaque semestre, s'appuie sur un outil gratuit donnant accès aux analyses financières réalisées par les experts indépendants lors des offres publiques », explique Thomas Hachette, associé Sorgem Evaluation et auteur de l'étude.

Sur le seul premier semestre 2021, déjà 23 attestations ont été réalisées, soit un doublement par rapport aux années précédentes. « Cette progression s'explique par un environnement porteur pour le M&A avec l'afflux de liquidités qui cherchent à se placer, et par la multiplication des offres publiques suivies d'un retrait obligatoire (OPR-RO), facilitées par l'abaissement du seuil de détention de 95% à 90% instauré par la loi Pacte », précise Thomas Hachette. En 2020, les OPR-RO représentaient les deux tiers des offres, contre moins de la moitié en 2018. Les offres publiques de rachat d'actions restent rares (moins de 10% des offres publiques) et pour le moment aucune en 2021. « Signe probablement que les sociétés ne sont pas sous-évaluées ! » ajoute Thomas Hachette.

Les opérations visent essentiellement des sociétés industrielles, de conseil, de logiciels. Derrière viennent le secteur médical, les services financiers, l'immobilier et les biens de consommation.

LA PRIME DE RISQUE UTILISÉE EST HISTORIQUEMENT ÉLEVÉE

La méthode privilégiée de valorisation de la cible reste le fameux DCF (discounted cash-flow), l'actualisation des flux de trésorerie, retenu à titre principal

plus de 8 fois sur 10. Le recours aux comparables boursiers semble de moins en moins pertinent. Adoptée dans deux tiers des offres en moyenne depuis 2011, cette méthode ne l'était plus que pour moins d'un tiers des opérations au premier semestre 2021. Sans doute en raison de l'impact de la crise sanitaire. En revanche, la méthode des transactions comparables affiche une certaine stabilité d'utilisation dans le temps, retenue dans plus d'un tiers des offres.

Pour calculer le taux d'actualisation, les experts indépendants utilisent une prime de risque du marché actions comprise historiquement entre 6% et 7,5%, mais avec un niveau moyen de 7,5% en 2020 et de près de 8% au premier semestre 2021. « Cette hausse paraît étonnante au regard de la progression des cours de Bourse sur le premier semestre, et pourrait être lue comme une manière d'intégrer les risques de correction boursière », estime Thomas Hachette. Autre surprise, le taux de croissance à long terme, utilisé notamment dans le calcul de la valeur terminale, est resté stable dans le temps, entre 1,5% et 1,75% en moyenne, alors que le taux sans risque est passé de plus de 3% à moins de 0,5% en dix ans, malgré « un certain lien économique qui existe entre ces deux taux », précise Thomas Hachette.

Les experts privilégient toujours comme indicateur les multiples d'Ebit (résultat d'exploitation) ou d'Ebitda (excédent brut d'exploitation). Si l'Ebitda a connu une forte désaffection en 2020, « concomitante à la première mise en œuvre de la norme IFRS16 », il est de nouveau utilisé dans une opération sur deux au premier semestre 2021. En revanche les multiples de chiffre d'affaires restent peu utilisés (moins de 20% des opérations).

Pour les sociétés cotées, les experts retiennent d'abord le cours de Bourse comme référence, mais les opérations sur le capital sont aussi régulièrement utilisées, lorsqu'elles ont eu lieu à une date proche de l'annonce de l'offre. Les objectifs de cours ne sont utilisés qu'en fonction du suivi de la cible par des analystes.

LES HONORAIRES PROGRESSENT

Les honoraires moyens des experts indépendants suivent aussi une courbe ascendante passant de 90.000 euros en 2018 à près de 120.000 euros en 2020, mais toujours en deçà du pic de 150.000 euros de 2017. « Les dossiers sont de plus en plus chronophages, explique Thomas Hachette. Depuis la loi Pacte, les échanges avec les minoritaires et les comités ad hoc sont favorisés. Des appels d'offres semblent également et heureusement davantage réalisés et nécessitent dans ce cas un travail supplémentaire. » Si les honoraires ont désormais un plancher de 50.000 euros en dessous duquel l'expert doit se justifier, ils ont atteint un record récemment avec 1,5 million d'euros dans le dossier Veolia-Suez. « Ce sont des dossiers très médiatiques, ce qui induit notamment une multiplication des interlocuteurs et un risque réputationnel », analyse Thomas Hachette.

*Depuis octobre 2006, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) impose la désignation d'un expert indépendant pour établir une attestation d'équité lorsqu'une société fait l'objet d'une offre sur son capital, dès lors que celle-ci est susceptible de générer un conflit d'intérêts ou de porter atteinte à l'égalité entre les actionnaires. ●