

Baromètre de la transmission de PME en France

Sixième édition - 2015

Observatoire CNCFA EPSILON de la Transmission de PME

SOMMAIRE

Objectifs & méthodologie	p.2
1. Structure & potentiel du marché	p.3
2. Evolution du marché	p.9
3. Appréciation des professionnels	P.15
Présentation: le CNCFA & Epsilon Research	p.22

CNCFA

Jean-Marc Raza
Président
T: +33(0) 2 54 78 40 91
jm.raza@jcg-entreprises.com
www.cncfa.fr

EPSILON RESEARCH

Grégoire Buisson, *Président*
Nadia Mouzi, *Analyste financier*
T: +33 (0)1 4770 3024
gregoire.buisson@epsilon-research.com
www.epsilon-research.com

Baromètre de la transmission de PME

Objectifs & Méthodologie

Baromètre 2015

L'Observatoire CNCFA EPSILON de la transmission de PME a été créé en février 2010 par EPSILON RESEARCH et le CNCFA (Syndicat national des professionnels des fusions et acquisitions). Son objectif : éclairer les acteurs professionnels comme les pouvoirs publics sur les évolutions du marché de la transmission des PME en France et pallier l'absence de statistiques nationales sur le sujet.

L'analyse des sources déjà disponibles fait apparaître une pénurie d'informations détaillées, fiables et régulières. Cette pénurie impacte les différents acteurs économiques dans leur compréhension de l'« efficience » du marché de la transmission de PME, en capacité ou non de faire face aux départs en retraite des dirigeants actionnaires et donc de maintenir le tissu économique local.

Les difficultés techniques pour mettre en place un outil statistique sur la cession / reprise d'entreprises – notamment des TPE - ont été largement analysées. Nous nous concentrons pour notre part sur les PME « établies » (cf. ci-dessous), qui du fait de leur taille, sont potentiellement transmissibles à de nouveaux actionnaires (familiaux ou non), et intéressent directement les professionnels des Fusions et Acquisitions ('F&A'), notamment les membres affiliés au syndicat professionnel, le CNCFA, comme les pouvoirs publics.

Le marché suivi par l'Observatoire est celui :

- des transmissions internes (familiales / salariés) comme externes (cessions /reprises) ;
- des petites et moyennes entreprises au sens de la Commission Européenne (20 à 249 salariés / €2m à €50m de chiffre d'affaires) – à l'exclusion des micro-entreprises et des TPE (< 19 salariés / €2m de chiffre d'affaires) ;
- Tous secteurs (industrie, commerce, services), hors secteur immobilier;
- en France (siège social de la cible).

Dans ce cadre, le baromètre CNCFA EPSILON devrait permettre de mettre en lumière les forces et faiblesses du marché et d'aiguiller les actions des pouvoirs publics et des différents acteurs institutionnels en faveur de la transmission de PME. Son caractère récurrent (annuel) permet de suivre les évolutions du marché et l'efficacité des mesures prises dans le temps.

Le baromètre comprend :

1. une appréciation de la structure du marché français à partir de données macro-économiques et d'études spécifiques effectuées par des acteurs publics ou privés, dont nous effectuons une synthèse régulière ;
2. le suivi du marché « apparent » (transactions recensées d'une valeur de €1m à €50m) à partir des données professionnelles sur les transactions réalisées (sources: bases de données Epsilon Research & Experian /*CorpfinDeals*);
3. une appréciation qualitative sur l'évolution du marché par les professionnels (conseils indépendants en fusions & acquisitions), à partir d'un questionnaire réalisé chaque année.

Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

1. Mesure & structure du marché

1.1. Objectifs & méthodologie

Objectifs de la première partie de ce baromètre:

- Mesurer, en l'absence de statistiques nationales sur les transmissions de PME, le nombre de PME transmises / cédées ainsi que le « potentiel » de ce marché.
- En comprendre la structure et la dynamique.

L'analyse de la structure du marché est effectuée à partir de données macro-économiques et d'études spécifiques réalisées par des acteurs publics ou privés, dont nous effectuons une synthèse régulière. Cette estimation est actualisée chaque année, à l'occasion de la sortie du baromètre, en fonction des dernières données auxquelles nous avons eu accès.

Les principales sources d'information utilisées pour évaluer ce marché sont:

<i>Répertoire Sirene</i> (Insee)	> Nombre et répartition des PME (20-249 salariés)
<i>Fiben</i> (Banque de France)	> Répartition des PME selon le type d'actionnariat (indépendantes ou non)
<i>Diane</i> (Bureau Van Dyck)	> Répartition des PME indépendantes selon l'âge du dirigeant
<i>EMAT</i> (Epsilon Research)	> Actionnariat des acquéreurs / cibles (PME) reprises
<i>Observatoire BPCE</i>	> Taux de cession / transmission des PME

Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

1.2. Panorama 2015 de la cession / transmission de PME en France

Notre estimation du marché 2015 de la cession / transmission de PME s'appuie sur:

- La mise à jour en mars 2015 (au 01.01.2013) par l'Insee du nombre de PME du secteur marchand non agricole: 91.356
- L'estimation du taux de cession / transmission pour 2015 à partir des taux de l'*Observatoire BPCE de Juin 2015*⁽¹⁾, après retraitement des données (cf. tableau ci-dessous):
- Soit un taux de transmission estimé de: 6,0%, dont cession: 4,7% et transmission interne : 1,3%

Remarque sur le retraitement des données BPCE:

Comme nous l'indiquions dans nos Baromètres précédents, BPCE l'Observatoire ne comptabilise pas les cessions-transmissions de PME (il n'existe pas en France de base qui recense l'ensemble des cessions d'actions ou de parts sociales), mais un certain nombre d'opérations financières et d'évènements au sein des entreprises qui sont interprétés comme des cessions-transmissions.

Or nous estimons qu'une partie des opérations recensées sont plutôt liées à des réorganisations internes (intra-groupe) plutôt que des cessions ou transmissions, impliquant un changement de contrôle (voir notre analyse détaillée dans le Baromètre 2012).

Ainsi le taux de cession-transmission des PME (20-249s) - avant retraitement - du dernier *Observatoire BPCE* (Juin 2015) est de 8,8%, pour un taux de cession de 7,5%. Cela paraît très élevé au regard des taux observés par ailleurs en Europe. Le chiffre mis en avant par BPCE de 16.347 cessions-transmissions de PME/ETI en 2013, à partir des « opérations identifiées », nous semble donc surestimer la taille réelle du marché.

NB: le dernier Observatoire BPCE a démarré une étude détaillée sur la transmission des PME organisées en groupe, par opposition aux PME indépendantes, sur laquelle nous reviendrons dans notre prochain Baromètre.

Cessions-transmissions 2013 recensées par BPCE L'Observatoire / Estimations PME retraitées

Type d'évènements	Total TPE-PME-ETI 10-5.000s %		Total PME 20-249s %		Est. CNCFA EPSILON Part retenue	Total PME 20-249s %	Baromètre 2015 20-249s %	
Cessions de fonds de commerce								
Fusions								
Location-gérances			n/d			n/d		
Transferts universels de propriété								
Apports partiels d'actifs								
Cession de titres								
Total cessions 1	6 215	2,9%	2 851	3,5%	> Estimé	1 327	1,6%	
Changement d'actionnaire principal	3 026	1,4%	1 574	1,9%	80% PME	1 259	1,5%	
Changement d'actionnaire principal du holding	490	0,2%	255	0,3%	80% PME	204	0,3%	
Cession de holding	496	0,2%	270	0,3%	100% PME	270	0,3%	
Total cessions 2	10 227	4,8%	4 950	6,1%		3 060	3,8%	
Changement de dirigeant intra-familial	2 697	1,3%	1 090	1,3%	100% PME	1 090	1,3%	
Changement de dirigeant actionnaire	3 423	1,6%	1 129	1,4%	2/3 PME	753	0,9%	
Total cession-transmission	16 347	7,7%	7 169	8,8%		4 903	6,0%	5 481 6,0%
Transmissions internes	2 697	1,3%	1 090	1,3%	> Estimé	1 090	1,3%	1 188 1,3%
Cessions(e)	13 650	6,5%	6 079	7,5%		3 813	4,7%	4 294 4,7%
Total Entreprises	210 948		81 316			81 316		91 356

Source: BPCE L'Observatoire, Juin 2015 / Sous-total PME: Observatoire CNCFA EPSILON

(1) La cession-transmission des PME, Carnets de BPCE-L'Observatoire, Juin 2015

Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

1.2. Panorama 2015 de la cession / transmission de PME en France

> Estimation du marché de la cession-transmission de PME (20-249s.) en 2015

Hypothèses sur les taux de transmission	Estimation du marché 2015, PME 20-249s.
Nombre d'opérations de cession-transmission: <i>Taux de transmission: 6,0%</i> Dont: - Nombre de cessions de PME: <i>Taux de cession: 4,7%</i> - Nombre de transmissions internes: <i>Taux de transmission interne: 1,3%</i>	5.500 cessions-transmissions: > 4.300 cessions (78%) > 1.200 transmissions intrafamiliales (22%)

Source: Baromètre CNCFA EPSILON

NB: on ne peut interpréter l'évolution du nombre de cessions par rapport aux années précédentes comme une tendance de marché:

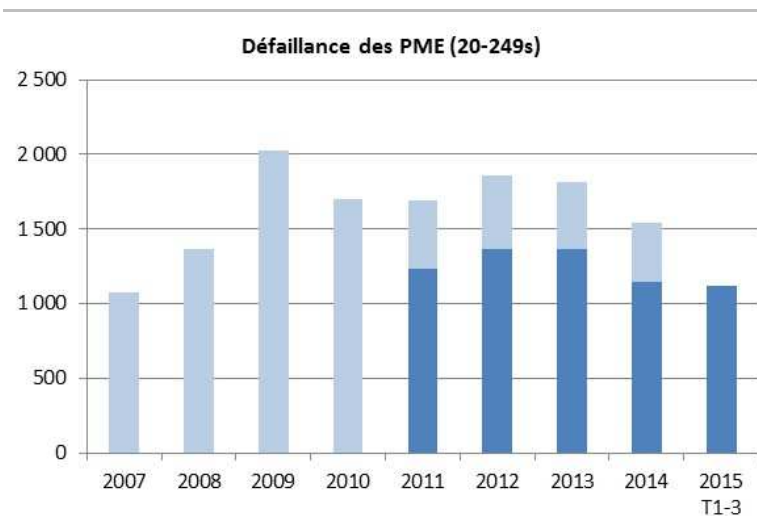
- Elle est liée aux retraitements fréquents du mode de comptabilisation des PME par l'Insee – qui déconseille d'ailleurs, pour cette raison, de comparer le nombre total d'entreprises sur un 'même' segment d'une année sur l'autre.
- Elle peut être également liée à une évolution des méthodes d'enregistrements (par exemple des noms dans la base « Dirigeants » d'Altarex en 2014).

Il convient donc de prendre ces estimations avec prudence: l'objectif est de donner un ordre de grandeur quant à la taille du marché de la cession /transmission, faute de données précises.

> Défaillances de PME (redressement judiciaire ou liquidation judiciaire)

Les défaillances de PME (20-249s) sont en légère baisse, de 2,4% sur les trois premiers trimestres 2015 (par rapport à 2014), poursuivant la décrue de 2014. En extrapolant cette tendance sur le 4^e trimestre, on peut estimer le nombre de défaillances pour 2014 à 1.505 PME, soit 1,65% du nombre total de PME.

Graphique – Evolution de la défaillance des PME en France (2007-2015)



Source: Epsilon Research / Altarex

■ Nombre PME/ 3 premiers trim.

Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

1.3. Les transmissions intrafamiliales

Spécificité du marché français de la transmission PME

Nous avons souligné dans les baromètres précédents que la transmission intrafamiliale, bien qu'elle joue un rôle non négligeable dans la transmission des PME, n'est pas le mode de transmission privilégié des dirigeants d'entreprise français.

Selon les données les plus récentes de BPCE dans son étude de Juin 2015, le taux de transmission intrafamiliale des PME est resté stable : 1,2% en 2013 vs 1,3% en 2012. Ces données confirment la spécificité du marché français, que nous avons mis en évidence : avec un taux de transmission intrafamilial inférieur à 25%, qui est au moins deux fois plus faible que dans les principaux pays de la zone euro, la transmission des PME françaises passe d'abord par leur cession – d'où l'importance de la vitalité du marché des fusions & acquisitions.

Afin de mieux comprendre les spécificités de ce mode transmission, et les raisons pour lesquelles les dirigeants français privilégient la cession à la transmission interne de leur entreprise, nous lançons en 2016, en partenariat avec l'ESSEC Business School, une étude qualitative portant la transmission des PME françaises. Cette étude exclusive partira de l'analyse d'environ 200 opérations de transmission (interne et externe) récentes. Les premiers résultats seront repris dans notre Baromètre 2016.

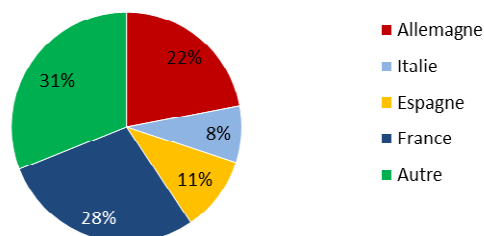
Un marché M&A PME plus large en France que dans les autres pays de la zone euro

Afin de vérifier notre hypothèse d'une spécificité du marché français de la transmission de PME au sein de la zone Euro, qui passe plus qu'ailleurs par une cession, nous comparons chaque année la part du marché français de la cession/acquisition de PME avec celle des autres pays de la Zone Euro.

En 2015, la France est une fois encore le premier marché de la zone euro en volume de transactions.

Graphique – Part relative des marchés de cession/acquisition de PME des principaux pays de la Zone Euro

Part des opérations majoritaires <50m€ dans la Zone Euro
(2015e, en volume)



Source: Epsilon Research / CorpfinaDeals

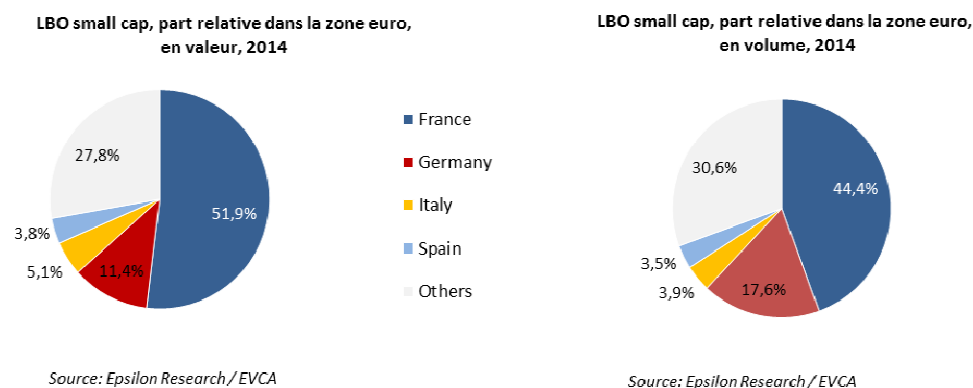
Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

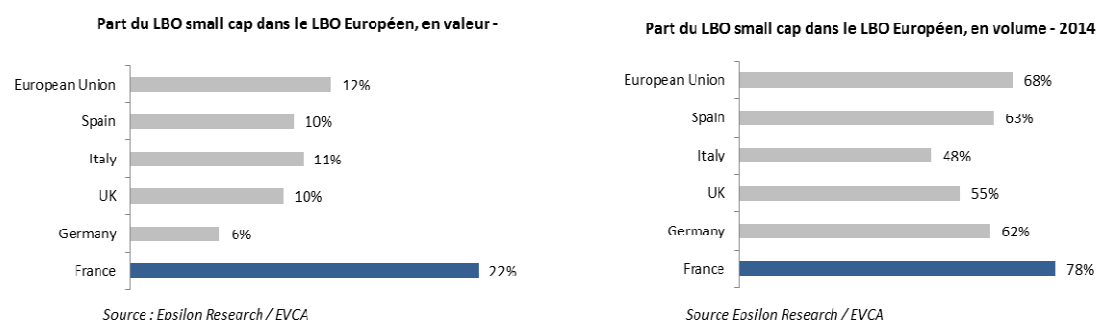
Le « Capital Transmission » y joue un rôle spécifique. La France continue de se distinguer de ses principaux partenaires européens par le rôle important du LBO small cap (ou « Capital Transmission »): elle représente en 2014 selon les données de l'ECVA (*European Venture Capital Association*), autour de 45% du marché des LBO <€15m sur la zone euro, une part très supérieure à celle des autres pays européens.

Graphique – Part relative de la France dans le « Capital Transmission » Européen (<€15m)



La France dispose d'une industrie du capital investissement importante, qui est la plus développée de la zone Euro. Et le segment Capital Transmission small cap y représente une part relative plus élevée que dans les autres pays:

Graphique – Part du LBO small cap (<€15m) dans le LBO des principaux pays de l'UE



Baromètre de la transmission de PME

1. Structure & potentiel du marché

Baromètre 2015

1.4. La reprise de PME par les salariés

Nous avons analysé dans les baromètres précédents, de façon détaillée, les éléments de la Loi ESS « Economie Sociale et Solidaire », dite « Loi Hamon », concernant l'obligation pour les PME d'informer tous les salariés d'un projet de cession de l'entreprise « afin de permettre à un ou plusieurs salariés de présenter une offre d'achat de cette participation ». Nous nous sommes interrogé sur sa pertinence économique et ses conséquences sur le marché de la cession/transmission de PME.

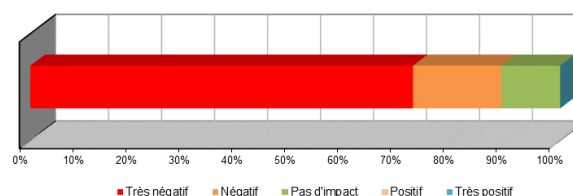
Cette loi nous semblait reposer sur des série de préalables erronés. Elle risquait d'avoir des conséquences négatives sur le marché de la cession/reprise de PME, en raison du risque qu'elle faisait porter sur la confidentialité des opérations.

Or nous constatons que le marché a bien été déstabilisé par l'instabilité réglementaire et fiscale de 2012 à 2014, et notamment par la loi Hamon (cf. 2. Evolution du marché).

A la suite du « rapport d'évaluation sur le droit d'information préalable des salariés » de Fanny Dombre-Coste (remis le 18 mars 2015), la loi « croissance et activité », dite loi Macron (adoptée le 10 juillet) a dans son article 204 assoupli le dispositif d'information des salariés: seules les ventes seront soumises à cette obligation dont le non-respect sera sanctionné par une amende et non plus par la nullité de la cession.

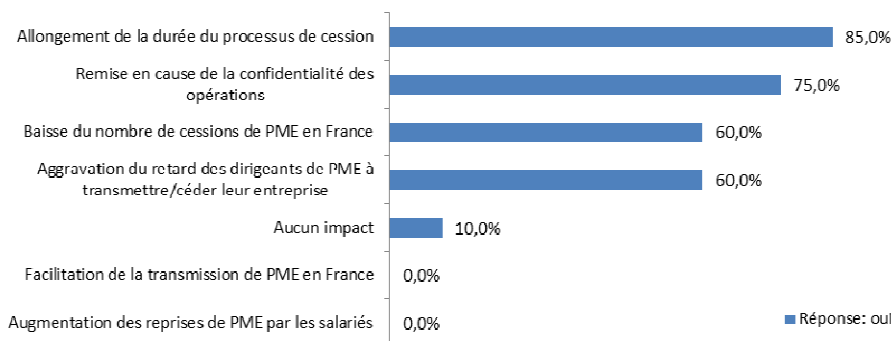
Cette modification du droit d'information résout-elle le problème? La réponses des conseils au mois de novembre (cf. Questionnaire en III.) est sans ambiguïté: leur appréciation reste très négative ou négative pour 90% des répondants. On peut cependant noter une amélioration par rapport à l'année dernière (98% d'appréciation négative en 2014): pour 10% des répondants, cette loi n'aura simplement pas d'impact.

Quel est votre appréciation du « droit d'information préalable des salariés » prévu par la Loi Hamon et de son impact sur le marché de la C/R d'entreprises ?



Comme en 2014, les conséquences attendues de cette loi sont unanimement négatives – aucun conseil n'anticipe d'impact positif sur la transmission de PME ni même sur la reprise par les salariés.

> Quel impact cette loi aura-t-elle selon vous sur le marché de la C/R de PME ?



Source: Observatoire EPSILON CNCFA

Dans leurs commentaires, les conseils en F&A font part de leur scepticisme et de leur inquiétude: « Inutile car la majorité des cédants se posent eux-mêmes la question de transmettre à leurs salariés sans qu'il y ait besoin d'une loi - En revanche cela fragilise les entreprises déjà affaiblies et découragent les chefs d'entreprise qui hésiteraient entre liquider et céder! ». « Une loi faite par quelqu'un qui ne connaît ni les entreprises, ni les processus, ni la faible capacité des salariés à reprendre leur entreprise », « totalement inutile, sans intérêt ». « Une contrainte et un risque inutiles sans aucun avantage pour les salariés ».

Baromètre de la transmission de PME

2. Evolution du marché de la cession/reprise de PME

Baromètre 2015

2. Evolution du marché

Remarques méthodologiques

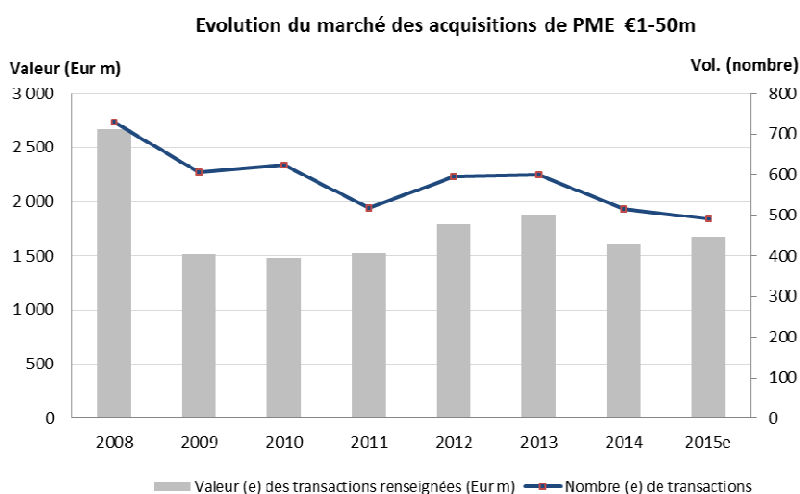
En l'absence de statistiques nationales sur les cessions/reprises de PME, nous suivons l'évolution du «marché apparent». Il comprend les opérations de F&A recensées par les bases des données professionnelles à partir des informations envoyées par les conseils ou parues dans la presse.

Le marché suivi pour l'Observatoire est celui des reprises (majoritaires) de PME d'une valeur de €1m à €50m, qui incluent:

- les acquisitions par les industriels⁽¹⁾, recensées par les bases de données *CorpfinDeals* (groupe Experian), et *EMAT* d'Epsilon Research
- les LBO, recensés par l'AFIC (afic-data.com).
- Les estimations pour l'année 2015 sont basées sur les données M&A de *CorpfinDeals* et *EMAT* sur 10,5 mois (1^{er} janvier – 15 novembre), et les données LBO du 1^{er} semestre de l'AFIC.
- Sont exclues les opérations du secteur immobilier.

➤ Suivi des seules acquisitions majoritaires identifiées par les bases professionnelles

2.1. Evolution du marché des F&A, PME (€1-50m)



➤ Baisse de 4% de l'activité en 2015(e): l'activité M&A poursuit sa chute

Le marché des Fusions & Acquisitions -PME français poursuit sa chute : il est en baisse de 4% en volume en 2015 après celle de 14% en 2014; la baisse cumulée est ainsi de 40% depuis 2007. En valeur (déclarée), le marché progresse légèrement -de 5%- en 2015, mais à la suite d'une baisse de 15% l'année dernière: le marché stagne ainsi en valeur autour de 1,6Md€ /an depuis 2009.

➤ C'est l'ensemble du marché M&A français qui décroche en 2015

Mais contrairement à l'année passée, c'est en 2015 l'ensemble du marché français qui décroche: des PME aux plus grosses transactions. Ainsi selon une étude de Thomson Reuters de Novembre 2015 (source: *Les Echos*, 23.11.15), les volumes se sont effondrés de 38% depuis janvier - plus que les 25% de baisse estimés en juin par Baker & McKenzie.

(1) Nombre estimé de transactions = nombre des opérations < 50m€ + 80% des opérations dont le prix est confidentiel, au 15.11.2015
 (2) Valeur des transactions référencées par Corpfin: ne comprend que la valeur des 20% d'acquisitions pour lesquelles le prix est connu.

Baromètre de la transmission de PME

2. Evolution du marché

Baromètre 2015

2.1. Evolution du marché des F&A, PME (€1-50m)

Le marché français à revers de la dynamique mondiale

Cette tendance est à revers du cycle haussier du M&A mondial, y compris Européen. Sur les 10 premiers mois de 2015, selon Thomson Reuters, les transactions sont en hausse de 37% dans le monde à 4tn\$, tirés par les Etats-Unis; de 15% en Europe, tirés par le Royaume-Uni (+183%) et l'Italie (+89%).

Le dynamisme du M&A mondial est lié à des conditions économiques et monétaires particulièrement favorables:

- Taux historiquement bas (lié aux politiques de *Quantitative Easing* des banques centrales);
- Faible coût du capital et de la dette;
- Niveau record de la trésorerie des grandes entreprises, comme du montant à investir (*'dry powder'*) des fonds d'investissement (selon les chiffres de Prequin, le montant du *dry powder* était en 2015 de 1.3tn\$, vs 1tn\$ en 2007, dont 320m\$ pour l'Europe);
- Chute de plus de 60% des prix du pétrole;
- Croissance économique faible, qui pousse les entreprises à faire de la croissance externe.

Par ailleurs, le cycle du M&A a repris en Europe avec 18 mois de retard sur les Etats-Unis, tiré notamment par les acquéreurs américains (qui bénéficient de la hausse du dollar), et par la reprise des pays de Sud.

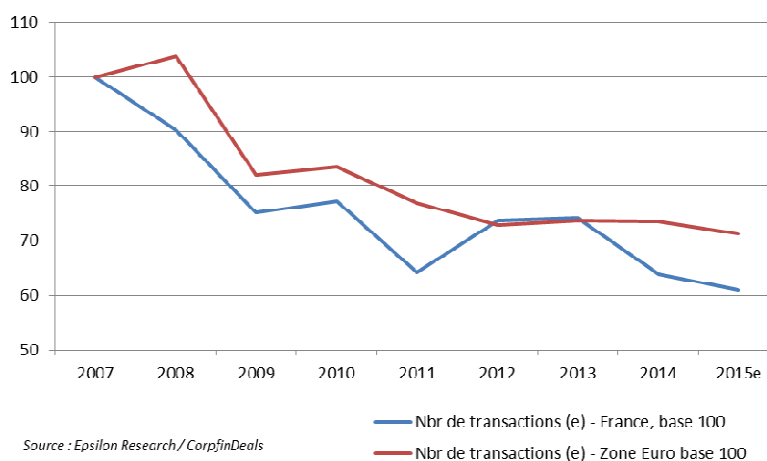
Le marché M&A français n'a pas bénéficié de ces conditions exceptionnelles. Il connaît ainsi sa septième année de crise après avoir subi un triple choc, successivement:

- La crise financière de 2008/2009, ayant entraîné une chute des marchés et des prix;
- La crise de la zone euro de 2011/2012, le risque systémique d'une disparition de l'euro ayant pesé sur les opérations, entraîné une fragmentation de la zone et retardé la reprise des opérations M&A;
- Un choc réglementaire et fiscal spécifique à la France en 2012/2013, qui explique la baisse de l'activité M&A-PME en France depuis 2013, à rebours du reste du monde.

Le marché français des acquisitions de PME décroche par rapports à la zone euro

Si le volume d'activité s'est stabilisé depuis 2011 sur l'ensemble de la zone euro, il rechute en France à partir de 2014 pour marquer en 2015 un écart de 10 points.

Evolution du marché des acquisitions de PME €1-50m
France / Zone Euro, base 100 (vol.)



La tendance est similaire pour les fonds de commerce: le Boddac a constaté un effondrement de 11,9% des cessions au 1er sem. 2015, à moins de 20.000 transactions (le prix moyen restant stable à €185K).

➤ Le marché français à revers de la dynamique mondiale du M&A

➤ Le marché de la C/R de PME a connu un trip choc depuis 7 ans

➤ Activité M&A: un écart cumulé de 10 points avec la zone euro

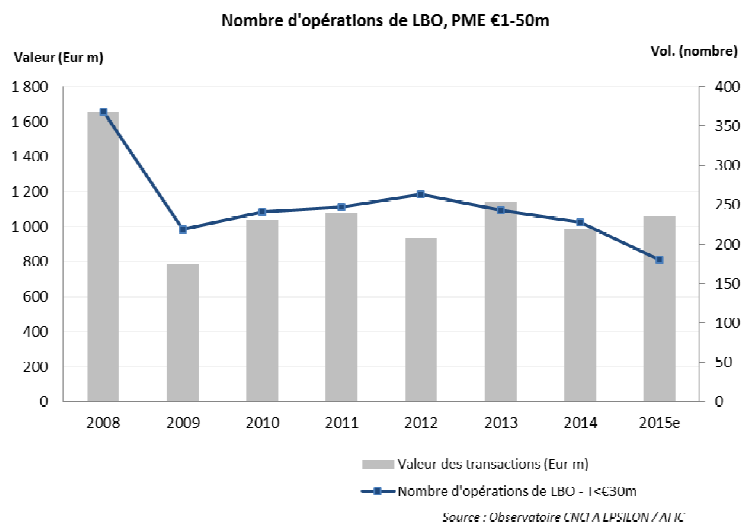
Baromètre de la transmission de PME

2. Evolution du marché

Baromètre 2015

2.2. Evolution par type d'acquéreurs

2.2.1. Evolution du capital transmission: baisse continue du volume d'activité depuis 2012



➤ Poursuite de la baisse du LBO - PME, de près de 20% en 2015e, en volume

➤ Le LBO small cap français sous son niveau de 2009

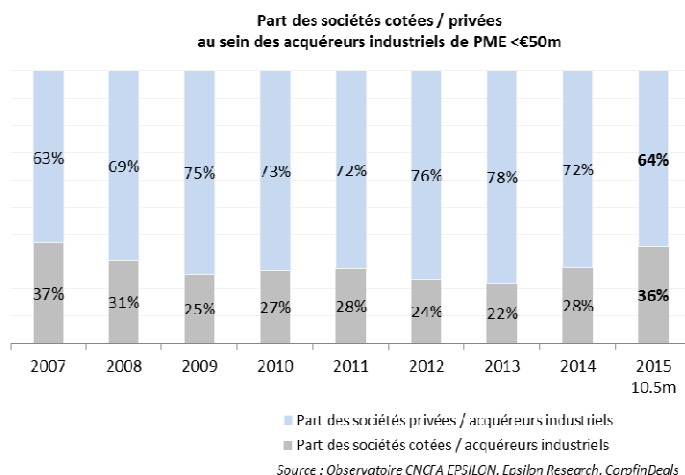
L'activité LBO -PME sur le marché français a reculé de près de 20% en volume, mais progresse de 7% en valeur en 2015 selon nos estimations, sur la base des chiffres de l'AFIC au 1^{er} semestre 2015 (chute de 21% des opérations, dont le ticket <€30m) et de *CorpfinaDeals* pour le 2nd semestre (nombre de deals des 5 premiers mois du 2^e semestre égal à celui des 5 premiers mois du 1^{er} semestre).

Ainsi le nombre de transactions LBO -PME, comme l'ensemble du marché M&A français en 2015, continue de se contracter: l'activité estimée pour 2015 est même inférieure à celle de 2009. Cette baisse est paradoxale, le contexte financier restant très positif pour les fonds LBO: taux d'intérêt à des niveaux historiquement bas, faible coût de la dette, montant record de liquidités à investir (les fonds levés en private equity au 1^{er} semestre 2015 ont ainsi progressé de 52% à 5,5Md€ selon l'AFIC). La concurrence s'est intensifiée avec les industriels sur les plus beaux actifs.

➤ En valeur, une hausse de 7%: le marché entre 1 et 1,2 Md€/ an depuis 2010

2.2.2 Le grands groupes cotés plus actifs en 2015

La part des acquéreurs cotés est en nette hausse: ils représentent en 2015 36% des acquéreurs industriels, contre 28% en 2014. Les grands groupes ont profité de la hausse des marchés action depuis 2013, et de leur niveau record de trésorerie disponible, pour relancer leur politique d'acquisition, notamment de PME. La forte volatilité des marchés au 2nd semestre 2015, après la hausse du 1^{er} semestre (+16% sur Alternext), n'a pas entravé cette politique de croissance externe.



Baromètre de la transmission de PME

2. Evolution du marché

Baromètre 2015

2.2.3 Augmentation de la part des acquéreurs étrangers

Part des acquéreurs étrangers dans les opérations de F&A,
PME €1-50m



Source : Observatoire CNCFA EPSILON, Epsilon Research, CorpfinaDeals

➤ Augmentation de la part des acquéreurs étrangers en 2015

➤ Maintien de leurs investissements sur un marché en baisse

Les acquéreurs étrangers de PME françaises (données révisées *CorpfinaDeals*) représentent en 2015 27% des acquéreurs, en hausse par rapport à 2013/2014, bien que cette part reste inférieure à la moyenne de 35% sur la période 2000-2008.

Bénéficiant de la hausse du dollar par rapport à l'euro, les acquéreurs américains ont été les plus dynamiques: ils ont représenté 33% des acquéreurs étrangers, niveau le plus élevé enregistré depuis 2000.

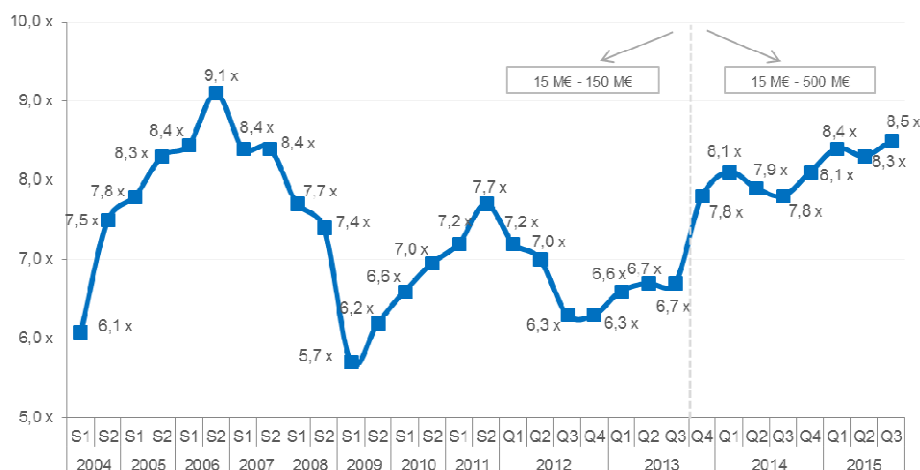
➤ Activisme des acquéreurs américains, qui bénéficient de la hausse du dollar

2.3. Evolution des prix des entreprises non cotées

Dans ce contexte, les valorisations des « Moyennes Entreprises » ont connues une évolution contrastée en France et sur zone euro depuis 2013.

L'indice Argos Mid Market⁽¹⁾, qui mesure l'évolution des prix du non-coté sur deals de €15m – €500m de la zone euro, a continué de progresser au 3^e trimestre 2015 à 8,5x EBITDA, et s'approche de son niveau record de 2006.

Indice Argos Mid Market, 2004 – T3 2015



(1) Indice Argos Mid-Market sur les deals de €15-500m, publié chaque trimestre par Epsilon Research et Argos Soditic

Baromètre de la transmission de PME

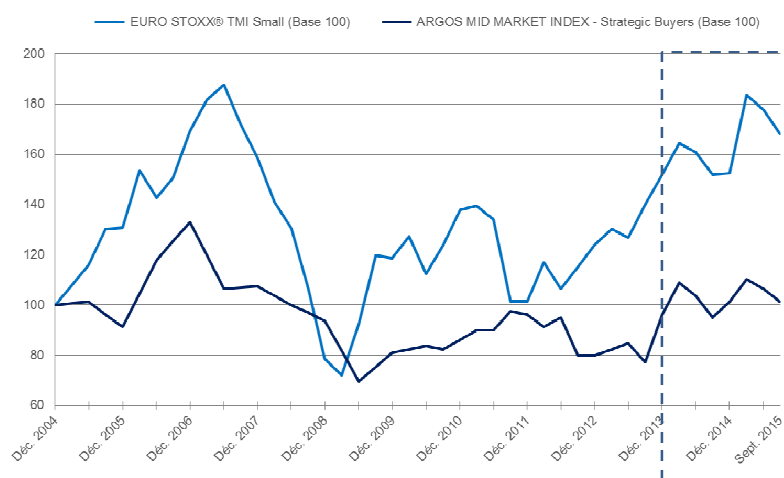
2. Evolution du marché

Baromètre 2015

La poursuite de la hausse des multiples sur la zone euro depuis 3 ans s'explique par un déséquilibre persistant entre offre et demande:

- D'un côté, une concurrence toujours forte entre les fonds de capital-transmission et les acquéreurs stratégiques pour les actifs de qualité, soutenue par le niveau historiquement élevé de trésorerie disponible pour les fonds comme pour les industriels ;
- De l'autre, un nombre limité d'entreprises de qualité sur le marché, beaucoup ne s'étant pas remis des crises financières de 2007/08 et 2011/12, et de la longue période de stagnation économique qui a suivi.

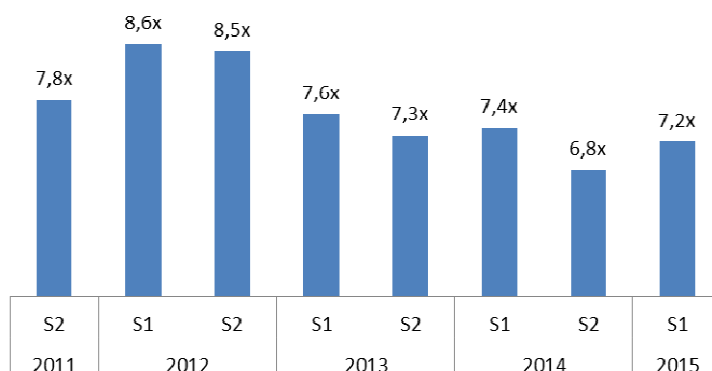
Les prix sont tirés alternativement par les fonds et les industriels, qui répercutent sur leur prix d'acquisition la hausse - ainsi que la volatilité accrue - des marchés action:



Source: Epsilon Research / Indice Argos Mid Market

Or, dans ce contexte de hausse des prix européens, le prix⁽¹⁾ des moyennes entreprises françaises (entre €15m et €50m de valeur d'equity) est en retrait depuis 2013 - malgré la légère remontée du 1er semestre 2015.

Graphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises
Médiane, VC/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAI

(1) Prix mesuré par Epsilon Research dans le cadre d'une étude réalisée pour la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes

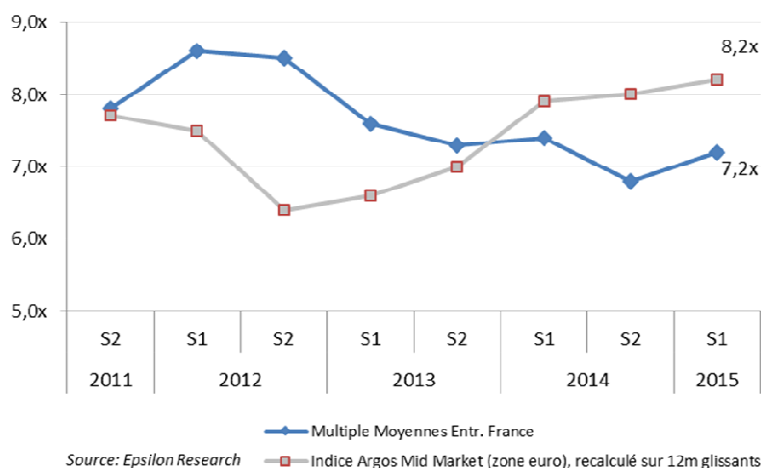
Baromètre de la transmission de PME

2. Evolution du marché

Baromètre 2015

L'écart se confirme et reste élevé - de 1x l'EBITDA - avec les prix de la zone euro tels que mesurés par l'Indice Argos Mid Market (recalculé sur 12 mois glissants).

Graph 2 - Evolution comparative des prix - France / Zone Euro
Médiane, VE/EBITDA historique



La valorisation des moyennes entreprises françaises n'a pas bénéficié pas du contexte financier très favorable (politique monétaire, taux d'intérêt, taux de change, cours du pétrole), qui soutient la hausse des multiples européens depuis deux ans. Pourquoi un tel écart? C'est avant tout le manque de confiance des investisseurs dans l'économie française qui contribue à la baisse de la valeur de ses entreprises.

Ainsi la baisse du prix des PME françaises depuis 2013 est liée à la période de forte instabilité réglementaire et fiscale entre 2012 et 2014, qui a marqué durablement la confiance des acheteurs et, conjuguée à la stagnation de l'économie française, continue de peser sur l'activité comme sur les prix.

De façon plus structurelle, le problème de compétitivité et d'attractivité du marché français, a été rappelés dans plusieurs études récentes:

- Une étude mondiale sur le M&A⁽¹⁾ d'Oxford Economics pour Baker & McKenzie (Juin 2015) qui a mis en place un Baromètre de l'attractivité M&A, à partir de critères macro- et micro-économiques. Dans ce 1^{er} Baromètre, la France se situe au 16^e rang avec une note de 5.7, derrière la plupart des pays développés : le Royaume-Uni est à 6.8, l'Allemagne à 5.9.
- Le palmarès 2015 de la Banque Mondiale et PwC sur la fiscalité des entreprises souligne le peu d'attractivité de la France (malgré le Cice), qui occupe l'avant dernière place européenne devant l'Italie: ainsi les prélèvements moyens sur les bénéfices des entreprises, à près de 63% (dont 53,5% de charges sociales), sont de 22 points supérieurs à la moyenne européenne (41%).
- Une étude du METI / Grant Thornton, « *Transmission d'entreprises en Europe: la France doit s'aligner d'urgence sur ses voisins* », indique que la fiscalité sur la transmission d'entreprises serait en France, malgré le Pacte Dutreil, plus complexe et coûteuse que dans les autres pays européens et plaide pour un changement rapide.

Il est à noter que les PME dont la valeur baisse sont d'abord celles qui sont le plus dépendantes de l'économie française. Seuls 40% des Moyennes Entreprises de l'échantillon CNCC, qui composent le graphique d'évolution des prix, ont une présence hors de France ou une part de leur chiffre d'affaire à l'export supérieure à 20%. L'une des clés de l'évolution de leur valorisation nous semble être, pour les PME, dans leur internationalisation.

(1) Baker & McKenzie Global Transactions Forecast, June 2015

Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

Baromètre 2015

3. Appréciation du marché par les professionnels

Epsilon Research et le CNCFA ont réalisé une étude sur la situation du marché de la transmission de PME en Novembre 2015 auprès des professionnels répertoriés par le syndicat national (entreprises de conseil en fusions et acquisitions).

Un questionnaire leur a ainsi été envoyé, comme chaque année, afin de nous permettre de comprendre les évolutions du marché telles qu'elles sont perçues par ses principaux opérateurs.

Méthodologie

- Questionnaire accessible par internet, avec accès individuel et sécurisé, sur le site d'Epsilon Research, envoyé par mail le 18 novembre 2015 à plus de 500 professionnels des F&A
- Réponses entre le 18 et le 25 novembre 2015

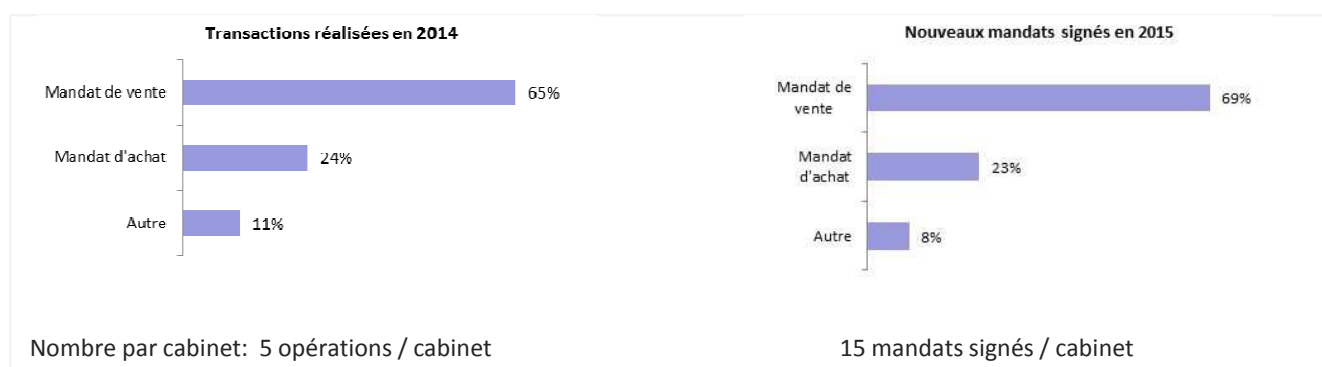
L'échantillon des répondants

- Nombre de répondants : 27 entreprises / structures indépendantes
- Fidélité des personnes / cabinets répondants : plus de la moitié des répondants du Baromètre 2015 avait répondu au questionnaire 2014

Caractéristiques des répondants

Les cabinets ayant répondu au questionnaire sont des professionnels des F&A intervenant sur le segment des PME :

- Tous réalisent au moins la moitié de leur chiffre d'affaires dans le conseil en F&A
- 30% appartiennent à un réseau de F&A
- Un tiers se situent à Paris, deux tiers en Province
- Interviennent sur des PME d'une valeur < €50m (96%), < €15m (69%), < €5m (31%)
- Représentent 99 transactions conseillées (*closing* réalisé), dont 65% en mandat de vente, 24% en mandat d'achat, et pour un montant total (valeur d'entreprise) de €415m.
- Ces cabinets ont réalisé en moyenne 5 transactions (comme en 2014), représentant une valeur moyenne de €4,2m.
- La moitié environ des mandats de vente signés en 2014 (7,3 par cabinets) ont donné lieu à une transaction en 2015 (3,7 par cabinets)



Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

Baromètre 2015

3.1 Activité des cabinets conseils sur 2014 / 2015e

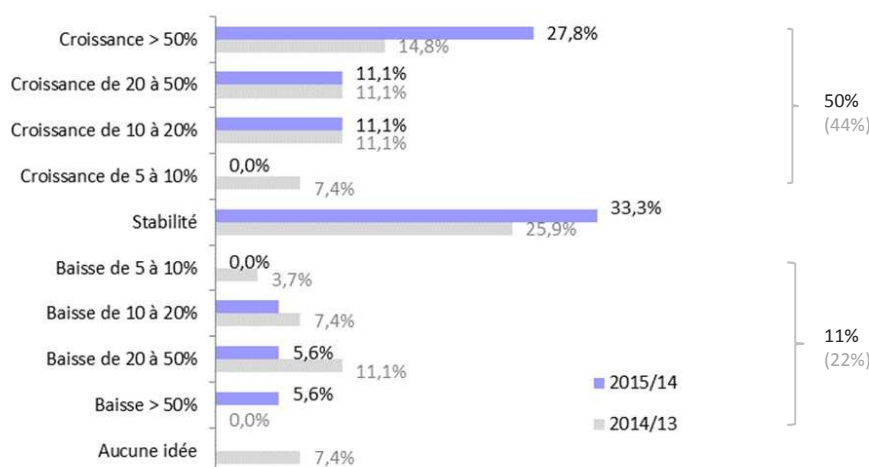
La plupart des cabinets ont su s'adapter à un contexte toujours difficile, de baisse du marché M&A (cf. 2.1), leur situation ayant continué de s'améliorer cette année:

- Le chiffre d'affaires 2015e aura augmenté pour la moitié des cabinets ayant répondu à notre questionnaire (vs. 44% en 2014); il est resté stable pour un tiers d'entre eux, contre un quart en 2014.
- Il a baissé de plus de 10% pour 11% des cabinets (contre 22% en 2014) - baisse anticipée par seulement 4% des répondants en 2014.
- Cependant seuls 37% attendant une hausse de leur CA en 2016, et plus de la moitié un CA stable.

Le délai moyen de conclusion des transactions est repassé à 10,5 mois (son niveau de 2012) , vs. 12,5 mois en 2014

■ Evolution du marché et de l'activité des conseils en 2015

Graphique – Croissance moyenne du CA en 2015e



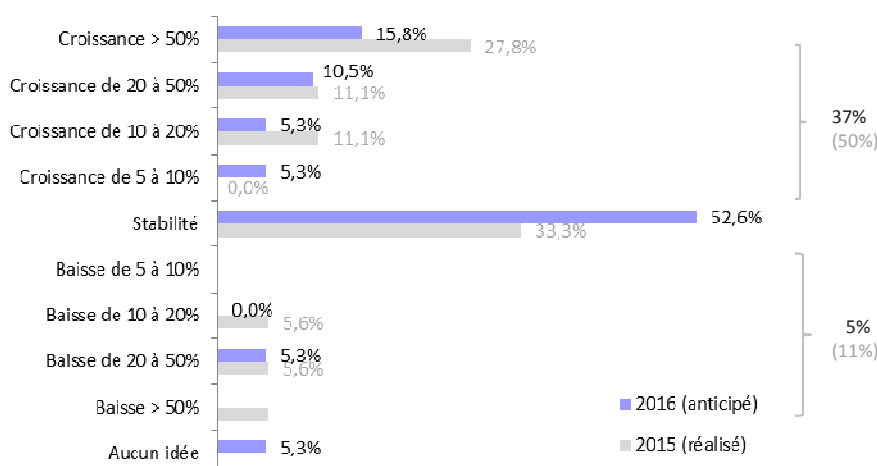
➤ Amélioration de la situation depuis 2014, les cabinets ayant su s'adapter à un contexte toujours difficile

➤ La moitié des cabinets M&A ont augmenté leur CA en 2015, 28% d'entre eux de plus de 50%

➤ Une année difficile pour seulement 11% des cabinets, dont le CA a baissé de plus de 10%

■ Perspectives d'évolution du marché / de l'activité des conseils pour 2016

Graphique – Perspectives de croissance du CA en 2016



➤ Les conseils moins optimistes pour 2016

➤ Seuls 37% anticipent une augmentation de leur CA en 2016

➤ Plus de la moitié anticipent un CA stable

Source: Observatoire CNCFA EPSILON

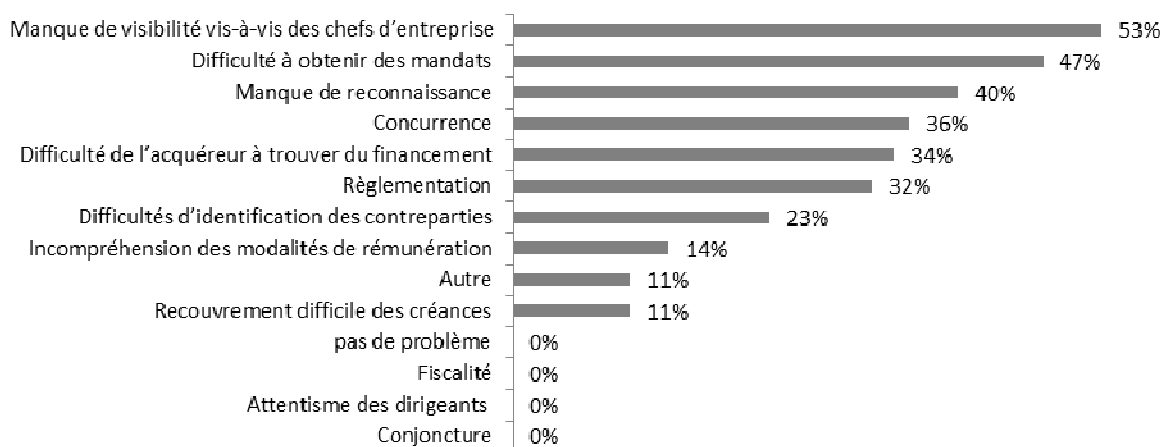
■ Principales difficultés rencontrées par les conseils en 2015

Les principaux problèmes rencontrés par les cabinets dans leur activité de conseil en F&A ne sont pas liés à la conjoncture: ni la situation économique de la France, dont la croissance reste très faible en 2015, ni l'attentisme des dirigeants de PME n'apparaissent dans les réponses.

Les difficultés sont davantage liées, comme chaque année, à une question structurelle de ce métier: le manque de visibilité (53% des répondants) et de reconnaissance (40%) vis-à-vis des chefs d'entreprise, qui apparaît toujours comme le principal obstacle. Les conseils ont du mal à être reconnus comme interlocuteurs stratégiques par les dirigeants, donc à obtenir des missions pour leurs opérations de F&A (47% citent la difficulté à obtenir des mandats).

La question de la réglementation apparaît problématique depuis 2013; elle citée pas 32% des répondants cette année, en baisse cependant de 15 points par rapport à 2014. La loi Hamon a perturbé le fonctionnement du marché en 2015 et continue d'inquiéter les professionnels, malgré sa modification récente dans le cadre de la loi Macron.

Principales difficultés pour les conseils - 3 priorités confondues



Source: Observatoire CNCFA EPSILON

Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

Baromètre 2015

3.2 Appréciation du marché de la cession / reprise de PME

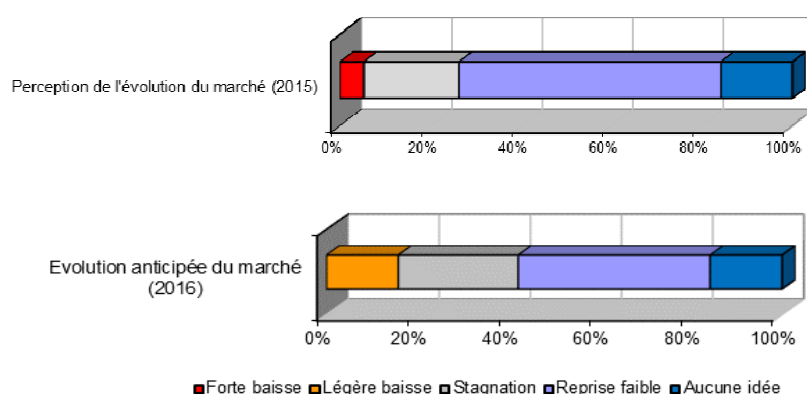
3.2.1. Les perspectives s'améliorent progressivement sur l'évolution du marché

Après 7 années de crise, la perception de l'évolution du marché de la cession/reprise de PME par les conseils en F&A semble s'améliorer cette année: pour près de 60% d'entre eux, l'activité serait en légère reprise en 2015 – la même proportion estimait l'activité stagnante ou en régression l'année dernière; et la majorité anticipe une reprise du marché en 2016.

Comme en 2014, les principales entraves conjoncturelles au bon fonctionnement du marché restent le manque de visibilité sur l'activité (79%, dont 58% en premier choix) et le prix trop élevé des cibles (90% dont 32% en premier choix).

De même, la fiscalité (44% en premier choix) et la mauvaise préparation des cédants (39% en premier choix) restent les deux principales entraves structurelles au bon fonctionnement du marché.

Graphique – Perception de l'évolution du marché, 2014-2015



3.2.2. Entraves au bon fonctionnement du marché

Tableau – Entraves conjoncturelles au bon fonctionnement du marché

Entraves conjoncturelles au bon fonctionnement de ce marché :	2015				Var. / 2014	Rappel 2014
	1	2	3	T	T	T
Prix des cibles trop élevé	32%	31%	27%	90%	7%	83%
Manque de visibilité sur l'activité	58%	13%	9%	79%	-21%	100%
Difficulté d'accès au financement pour les repreneurs	0%	19%	55%	73%	17%	56%
Difficulté à trouver des contreparties	5%	25%	0%	30%	-4%	35%
Aucune	0%	6%	9%	15%	6%	10%
Fiscalité	0%	6%	0%	6%	6%	0%
Autre	5%	0%	0%	5%	-11%	17%

Tableau – Entraves structurelles au bon fonctionnement du marché

Principales entraves structurelles au bon fonctionnement de ce marché :	2015				Var. / 2014	Rappel 2014
	1	2	3	T	T	T
Mauvaise préparation des cédants	39%	12%	17%	67%	-8%	75,0%
Fiscalité	44%	18%	0%	62%	10%	51,9%
Information des cédants/repreneurs	6%	18%	25%	48%	25%	23,0%
Accès au financement pour les repreneurs	0%	18%	25%	43%	4%	38,6%
Formation des conseils traditionnels des cédants (experts-c, notaires, avocats)	6%	18%	17%	40%	-4%	43,5%
Professionnalisation des conseils	0%	18%	8%	26%	-5%	30,9%
Réglementation du métier de conseil	6%	0%	8%	14%	-16%	29,7%
Autre	0%	0%	0%	0%	-7%	7,4%

Source: Observatoire CNCFA EPSILON

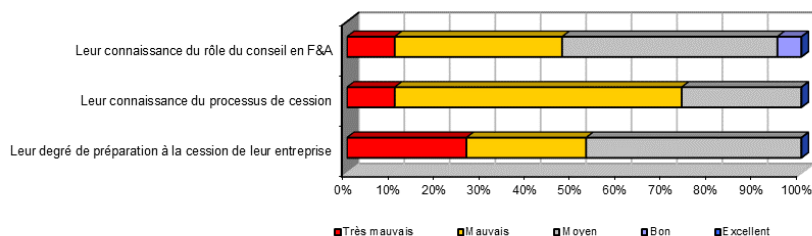
Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

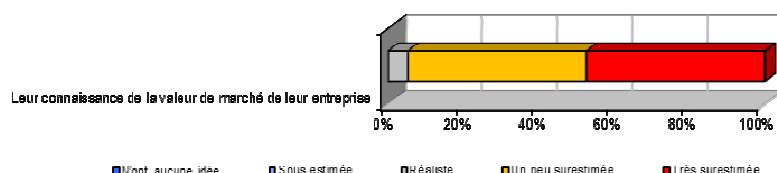
Baromètre 2015

3.2.3. Des dirigeants toujours mal préparés à la cession de leur entreprise

- Quelle est, en fonction de votre expérience récente, votre appréciation sur les dirigeants de PME ?



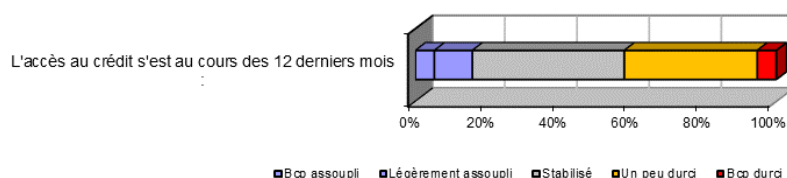
➤ Pour les conseils en F&A, les dirigeants de PME n'ont pas amélioré leur connaissance du processus de cession et sont toujours aussi mal préparés à cet exercice



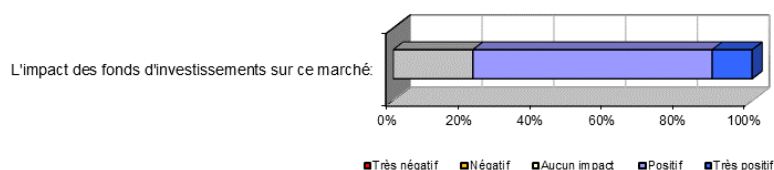
➤ Une surestimation quasi-systématique de la valeur de leur entreprise (pour plus de 95% des conseils), qui se confirme chaque année

3.2.4. L'image des fonds d'investissement s'améliore pour devenir largement positive

- Quelle est votre appréciation sur les acteurs du financement de la reprise de PME ?



➤ L'accès au crédit pour le financement d'acquisition est apprécié très diversement par les conseils – fonction de la situation des PME clientes



➤ L'image des fonds d'investissement s'améliore et devient largement positive: ils bénéficient d'un jugement positif dans plus de 75% des cas (vs. 60% en 2014)

Les conseils estiment que les fonds d'investissement sont utiles : ce sont des « *acquéreurs professionnels et deep pocket* », « *à processus de décision rapide* », qui dans l'ensemble « *apporte[nt] un soutien aux projets* ». Ils sont « *créateurs de liquidité, d'expérience et d'emplois* » et « *permettent d'éduquer les clients* ». Ils restent cependant « *très sélectifs* » dans leurs investissements: « *Les fonds n'interviennent que sur des entreprises "leader"* ».

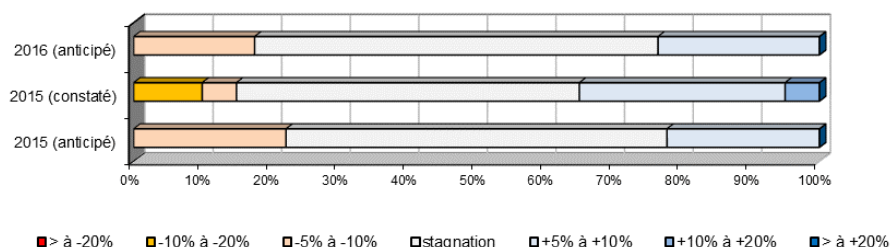
Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

Baromètre 2015

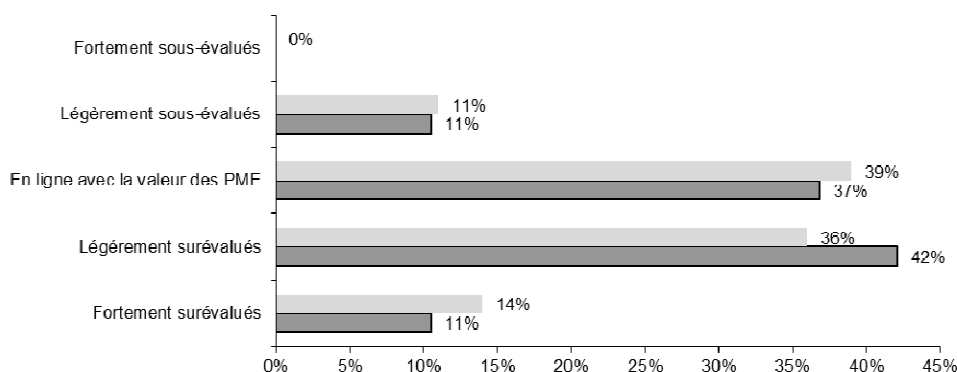
3.2.5. Une appréciation diverse sur l'évolution des prix des PME

■ Comment les prix d'acquisition des PME ont-ils évolué en 2015?



➤ Comme en 2014, l'appréciation sur l'évolution des prix est contrastée - signe de l'incertitude des professionnels sur l'évolution du marché

Perception des prix d'acquisition de PME par les conseils (2015 vs 2014)



➤ Plus de 50% des conseils estiment les prix des PME surévalués, en progression de 3 points par rapport à 2014

➤ Cette situation devrait perdurer en 2016, moins de 20% des cabinets anticipant une baisse des prix.

Baromètre de la transmission de PME

3. Appréciation du marché par les professionnels

Baromètre 2015

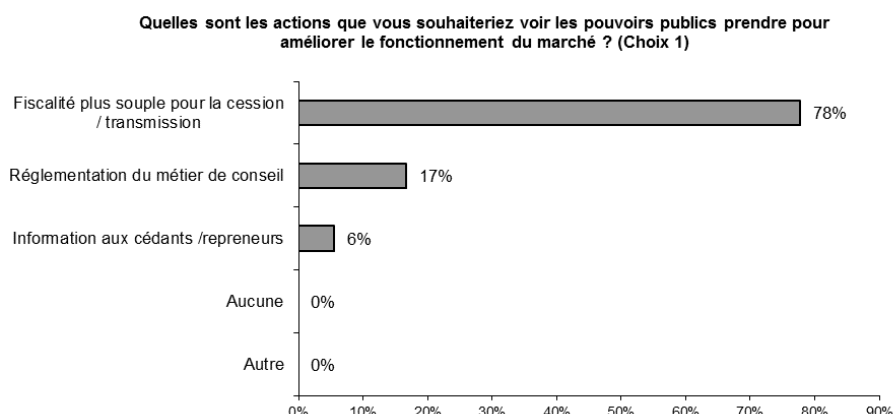
3.3. Actions à entreprendre: la fiscalité à nouveau au cœur du débat sur la cession-transmission de PME

Dans les premières éditions de ce Baromètre, les principales actions que les conseils souhaiteraient voir entreprendre - par les pouvoirs publics, par le CNCFA ou par les cabinets eux-mêmes - visaient d'abord à pallier le problème structurel du manque de visibilité et de reconnaissance du métier: réglementation plus claire du métier, meilleure information aux cédants / repreneurs, etc.

La question fiscale est revenue en 2012 / 2013 au cœur de la problématique du (mal-) fonctionnement du marché de la cession-transmission de PME en France. Une seule action était ainsi demandée aux pouvoirs publics: revenir à une fiscalité plus souple et plus stable sur la cession-transmission de PME. Cette demande reste d'actualité pour 78% des répondants, une proportion supérieure de 8 points à 2014.

Les conseils sont cependant plus confiants pour 2016: 47% anticipent d'augmenter leurs dépenses marketing (vs. 33% en 2014), 24% de s'abonner à des bases (vs. 19% en 2014) et 12% de recruter (vs. 7% en 2014). Aucun envisage de rester inactif – la part était de 30% en 2014...

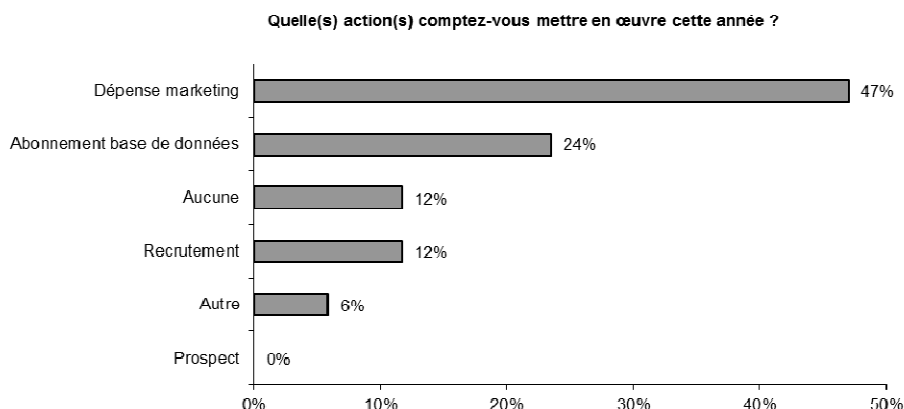
■ Actions que les conseils souhaitent voir les pouvoirs publics prendre



■ Actions que les conseils souhaitent voir le CNCFA entreprendre:

1. Promotion et reconnaissance du métier de conseil en F&A auprès des pouvoirs publics (42%)
2. Actions de lobbying auprès des pouvoirs publics sur la fiscalité des cessions (17%) et sur la réglementation (25%) – en particulier sur la Loi Hamon

■ Actions que les conseils comptent mettre en œuvre en 2016



CNCFA

www.cncfa.fr

Le CNCFA (Compagnie Nationale des Conseils en Fusions et Acquisitions) est un syndicat national, régi par l'article L.411-2 du code du travail, comptant uniquement des membres exerçant, à titre principal et en toute indépendance, la profession de conseil en levée de fonds, fusion, cession, acquisition et rapprochement d'entreprises.

Créé en novembre 2006, le CNCFA est l'interlocuteur privilégié des professionnels du conseil en fusion et acquisitions installés sur l'ensemble du territoire national.

Le CNCFA se propose de faciliter les débats internes à la profession sur tous les sujets qui peuvent la concerner (réglementation, bonnes pratiques de la profession, évolution du marché,...), consultant au besoin tout intervenant externe susceptible de fournir l'expertise nécessaire à une juste appréciation des sujets en débat et à leur traitement approprié. L'ambition du CNCFA est également d'organiser la représentation nationale et régionale de la profession de conseil en fusions et acquisitions. Le CNCFA vise dans ce sens à être une force de proposition et d'appui pour faire mieux connaître et reconnaître par son environnement la profession et notamment auprès des pouvoirs publics et acteurs économiques concernés par le financement et la transmission d'entreprises en France.

Le CNCFA, au travers de différentes commissions et délégations régionales, placées sous le contrôle du Bureau, organise ses interventions vers ses membres et son environnement économique.

Le membre du CNCFA doit exercer son métier, en toute indépendance, au sein d'une entité économique dédiée essentiellement à l'activité de conseil en levée de fonds, fusion, cession, acquisition et rapprochement d'entreprises. Il est signataire de la Charte de Déontologie du CNCFA et paye une cotisation annuelle.

Contact: Jean-Marc Raza . T: +33(0) 2 54 78 40 91 . M: jm.raza@jcg-entreprises.com

EPSILON RESEARCH

www.epsilon-research.com

Epsilon Research est un bureau d'analyse financière spécialisé sur les acquisitions de sociétés non cotées en Europe (fusions-acquisitions, capital investissement). Epsilon a développé la première plateforme en-ligne pour la valorisation des PME et la gestion des opérations M&A non cotées, à l'attention des professionnels - conseils M&A, fonds d'investissement, évaluateurs, entreprises.

La Plateforme Epsilon inclut des données, rapports d'analyse, outils logiciels et services indispensables à l'évaluation et à la gestion des investissements dans le non coté :

- (1) EMAT, première base de multiples de transactions européennes;
- (2) Indices et études publiés régulièrement par Epsilon, dont l'Indice Argos Mid Market ;
- (3) Données financières pour l'évaluation de PME: bases de données, prime de risque et betas sectoriels;
- (4) Logiciels Cloud pour la gestion de contacts et projets M&A (« M&A CRM Suite ») ou de projets d'évaluation (comparables, participations des fonds de Private Equity).

EMAT (« Epsilon Multiple Analysis Tool™ »), produit phare d'Epsilon, est une base de données unique sur les multiples d'acquisition de PME européennes (valeur de €1m à €500m) à partir de rapports d'analyse détaillés. Elle est rapidement devenue pour ses clients (fonds d'investissement, banques, conseils en F&A, experts-comptables et commissaires aux comptes) une source de référence en Europe sur les multiples d'acquisition du non coté.

L'équipe d'Epsilon est constituée de professionnels du corporate finance, analystes financiers, et développeurs IT basés à Paris, Londres et Hambourg.

Contact: Grégoire Buisson. T: 01 47 70 30 24 . M: gregoire.buisson@epsilon-research.com