

Pratique de valorisation des sociétés de courtage d'assurance

Dans un contexte de concentration du secteur du courtage d'assurance et d'engouement croissant des fonds d'investissement pour ces acteurs, voici quelques explications sur les règles qui régissent la valorisation de ces cabinets.



Combien vaut mon cabinet ou mon groupe de courtage d'assurance ? Quel prix puis-je obtenir sur le marché ? A une époque où le nombre d'entrepreneurs en âge de transmettre ne fait qu'augmenter et où l'appétit des acquéreurs ou fonds d'investissement ne se tarit pas, ce sont des questions fondamentales que se posent les chefs d'entreprise du secteur.

La première question est théorique et fixe en général le cadre de la négociation. Pendant longtemps, le critère principal de valorisation d'une société de courtage était le chiffre d'affaires. On disait : « Mon cabinet vaut deux fois ou trois fois les commissions encaissées. » Il fallait alors resserrer la fourchette selon le profil et le positionnement, puis laisser place à la négociation : l'acheteur tirait bien évidemment le prix vers le bas et le vendeur vers le haut. Certaines sociétés exceptionnelles pouvaient prétendre à dépasser le haut.

L'EBITDA : le critère généralement admis

Aujourd'hui, le critère le plus communément admis est l'EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization), l'excédent brut d'exploitation ou l'EBE en français. **Nous sommes donc passés d'un critère de volume à un critère de résultat, ce qui est finalement assez logique : une société ne vaut que par sa capacité bénéficiaire.** L'EBITDA est, en outre, l'agrégat de résultat le plus comparable d'une société à une autre puisqu'il neutralise les différences de méthodes liées aux durées d'amortissement et à l'éventuel étalement des charges de recherche et développement. L'EBITDA est, en outre, le sacro-saint critère des fonds LBO depuis plusieurs années, tous secteurs confondus. Dans la mesure où ce sont ces acteurs qui financent la plupart des acquéreurs du secteur, il n'y a rien d'étonnant à ce que le critère du chiffre d'affaires se soit peu à peu effacé.

Ce critère n'est pas sans poser de problèmes lorsqu'il s'agit de l'appliquer. Certaines sociétés en hypercroissance n'auront pas un EBITDA à maturité, représentatif de la capacité bénéficiaire cible. Si l'EBITDA est en doublement d'une année sur l'autre, le multiple appliqué à l'année N sera deux fois

L'EBITDA est le sacro-saint critère des fonds LBO depuis plusieurs années, tous secteurs confondus.

moins en année N+1. Dans ce cas, ne faut-il pas mieux prendre l'année N+1 en référence ou appliquer un multiple supérieur à l'année N ? La moindre erreur d'appréciation peut en effet coûter très cher.

Dans un autre registre, certaines sociétés ont un EBITDA pénalisé par des charges ponctuelles qui sont pourtant non récurrentes. Il peut s'agir des embauches en avance de phase, d'une campagne de communication à moyen terme, de locaux en partie inoccupés, etc. Il convient, dans ce cas, d'établir un EBITDA normalisé, représentatif d'une année neutralisée de ces charges.

La zone transactionnelle se situe entre huit fois et quinze fois l'EBITDA de l'année en cours, sur la base des dernières transactions. C'est le profil de croissance, de récurrence et de solidité qui va déterminer la bonne zone à l'intérieur de cette fourchette. Mais au-delà de cette théorie, c'est aussi le processus de vente qui va déterminer en pratique le prix final. On passe alors de la valeur au prix.

La valeur transactionnelle

Une fois définie la fourchette théorique à plus ou moins 30 % selon la méthode des multiples d'EBITDA, une banque d'affaires pilote en général le processus au terme duquel est déterminée la valeur transactionnelle. Pour obtenir le prix de marché, il faut par définition que le marché s'exprime. Le rôle de la banque d'affaires sera donc de consulter, dans les meilleures conditions, au minimum cinq acquéreurs potentiels pertinents (incluant les fonds d'investissement) et d'obtenir, *a minima*, trois offres sérieuses. Certes, son objectif, par le mandat qui lui est confié, sera de viser le haut de la fourchette, voire de le dépasser. Mais sa priorité est surtout de créer les meilleures conditions afin d'aboutir au prix de marché : mobiliser les bonnes personnes, arriver à créer une situation concurrentielle, défendre les atouts de la société.

L'issue de ce processus est la signature d'un protocole de cession avec un acquéreur, complété d'une garantie d'actif et de passif. Si l'acquéreur est un fonds d'investissement et que certains cédants réinvestissent à ses côtés, un pacte d'actionnaires complète la documentation juridique. L'ensemble de ces actes comporte, en général, des mécanismes d'ajustement *a posteriori* du prix. Le protocole de cession peut faire varier le prix en fonction des résultats de l'année N+1 ou N+2. On parle alors de compléments de prix. La garantie d'actif et de passif n'est ni plus ni moins qu'une réduction du prix postérieure à la transaction liée à des accroissements de passifs ou diminution d'actifs dont l'origine est antérieure à la transaction (ex : redressement fiscal portant sur les exercices précédant la cession). Enfin, le pacte d'actionnaires peut réserver des mécanismes de relation (remontée au capital) à certains actionnaires en fonction de la performance financière future.

Le prix se travaille donc en trois temps : une analyse théorique pour déterminer la zone de faisabilité en fonction des qualités intrinsèques de la société, une mise en situation de marché dans les meilleures conditions, et un encadrement juridique et financier des mécanismes d'ajustement futur. L'entrepreneur doit en avoir conscience afin de réussir avec succès son projet de cession ou de transmission.

La garantie d'actif et de passif n'est ni plus ni moins qu'une réduction du prix postérieure à la transaction liée à des accroissements de passifs ou diminution d'actifs dont l'origine est antérieure à la transaction.

Enfin, il est important de rappeler que toute opération de cession, que ce soit à un acquéreur ou à un fonds, doit être notifiée à l'Autorité de la concurrence dès lors que le chiffre d'affaires des sociétés impliquées se situe au-delà de certains seuils (chiffre d'affaires cumulé des sociétés supérieur à 150 M€ dont au moins 50

millions individuellement par société). A l'issue d'un examen d'une durée compris entre 25 et 90 jours ouvrés à compter de la notification, l'Autorité rend alors une décision collégiale qui peut, soit autoriser l'opération sans conditions particulières, soit l'autoriser sous réserve d'engagements, soit enfin, l'interdire.