

Première sous-partie :

## ***La problématique de la valeur***

# CHAPITRE I

## Contexte de l'évaluation

L'Ingénierie Financière se propose de répondre à différentes problématiques que se posent les actionnaires d'entreprises dont bien évidemment celle de la valeur des actions qu'ils détiennent.

Cette question qui s'impose à eux tout naturellement lors d'étapes décisives et exceptionnelles telles la cession, l'acquisition ou la modification du périmètre de contrôle, n'en est pas moins une préoccupation permanente.

En effet, toute décision du chef d'entreprise, qu'elle concerne le développement, l'investissement, le désengagement, la conquête d'un marché voire d'une simple commande, aura une incidence sur la valeur de l'entreprise donc sur le patrimoine des actionnaires.

Dans ce chapitre, nous allons nous pencher sur cette Problématique de la Valeur et sur les outils dont nous disposons pour tenter de lui apporter une, voire plusieurs réponses.

Toutefois, avant d'entrer dans le vif du sujet, quelques commentaires nous paraissent nécessaires quant à l'étendue de notre approche, la notion de propriété et la différence entre valeur et prix.

### 1. ÉTENDUE DE L'APPROCHE

Notre approche s'apparente et s'intègre dans une logique de marché, celle du marché des actions. Ainsi :

- nous traiterons des entreprises privées ayant la forme juridique de sociétés de capitaux, c'est-à-dire, principalement, les SA (Sociétés Anonymes) et les SARL (Sociétés à Responsabilité Limitée).

Dans un souci de simplification de l'exposé, nous utiliserons le terme générique d'**ACTIONS** pour évoquer les titres de propriétés de ces entreprises, et ce, qu'il s'agisse d'actions ou de parts sociales. Lorsqu'une distinction s'imposera nous le préciserons ;

- les entreprises publiques ayant le statut de sociétés de capitaux suivent, aux différences de comptabilité près, une logique similaire et entrent donc également dans notre périmètre d'études, à l'exception bien entendu de celles qui ont vocation partielle ou totale à rendre un Service Public et donc qui ne répondent plus à une logique de marché ;
- les entreprises de Personnes sont exclues de notre périmètre. Nous verrons comment mettre en œuvre l'évaluation de ce type d'entreprises, en annexe PV1.

## 2. PROPRIÉTÉ DES ACTIONS ET PROPRIÉTÉ DES ACTIFS

Pour comprendre les différents modes de pensée qui ont conduit à la construction des outils de valorisation que sont les méthodes d'évaluation, il est nécessaire d'intégrer dès maintenant le contenu de l'objet que l'on cherche à évaluer.

A ce stade, la structure juridique joue un rôle essentiel.

Résoudre la problématique de la valeur d'une entreprise c'est valoriser le patrimoine détenu par ses propriétaires, les actionnaires. C'est, ainsi, valoriser les **ACTIONS**. *Dans la suite de cet ouvrage et au fil de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, nous devrons garder en permanence présent à l'esprit, que c'est bien les actions que l'on cherche à évaluer.*

La propriété des actions d'une entreprise ne signifie nullement la propriété directe, pleine et entière des actifs qu'elle posséde.

Pour s'en convaincre, il suffit de lire la presse économique. Elle fait régulièrement état de poursuites contre des dirigeants actionnaires auxquels il est reproché de s'être approprié ou tout simplement d'avoir joui à titre gratuit de biens de leurs sociétés.

Par ailleurs, si un actionnaire souhaite devenir propriétaire, à titre personnel, d'un bien de la société, il peut le faire de différentes manières, par exemple :

- en se versant des dividendes (le bien de l'entreprise étant par exemple de la trésorerie),
- en réduisant le capital,

- en achetant le bien concerné, mais dans ce cas la transaction doit être réalisée à un prix de marché.

A chaque fois, ces opérations induiront un coût financier pour l'actionnaire, ne serait-ce qu'un coût fiscal. La réalité de ce coût est bien la preuve éclatante que le bien n'appartenait pas à l'actionnaire.

Ainsi faut-il bien comprendre et retenir que :

- **Les actifs de la société appartiennent à la société, personne morale disposant de son identité propre.**
- **Les actions de la société appartiennent aux actionnaires.**
- **Les actifs de la société n'appartiennent pas aux actionnaires.**

### 3. DIFFÉRENCE ENTRE VALEUR ET PRIX

Le prix d'une entreprise peut se définir comme étant le montant auquel une transaction sur le capital de cette entreprise peut avoir (ou bien a eu) lieu.

Dans le premier cas, il s'agit par exemple du montant ferme et définitif proposé par un acheteur au vendeur, ce dernier n'ayant d'autre choix que d'accepter et céder son entreprise ou bien refuser de vendre à l'acheteur en question.

Ce peut être, aussi le montant affiché et revendiqué par un vendeur qui renonce par avance à vendre ses actions à un prix différent. On parlera également de prix lors d'une transaction en cours en évoquant le montant autour duquel un accord paraît être possible.

Dans le deuxième cas, il s'agit de constater le montant auquel une transaction s'est réalisée.

Ainsi, qu'elle soit potentielle ou constatée, la notion de prix doit être rattachée à une transaction possible ou réelle.

Le prix de l'entreprise est donc fonction de nombreux paramètres tant objectifs que subjectifs tels par exemple : ses performances, le rapport de force entre les parties, les motivations de ces parties, l'appétence d'un ou de plusieurs acheteurs possibles, la qualité et la pertinence des négociateurs, la quotité de capital échangé, la typologie de l'acheteur, etc.

## Les performances

Notre culture bancaire nous pousse tout naturellement vers les critères financiers et économiques, et l'on sent bien que l'activité, la profitabilité, la structure financière, la position concurrentielle, les perspectives du marché de l'entreprise et de l'entreprise dans son marché sont autant de paramètres qui aiguisent ou non l'appétit d'acheteurs potentiels donc le prix qu'ils sont susceptibles d'accepter. Ces éléments constituent l'essentiel de la base de travail de l'évaluateur en quête de la valeur.

Mais bien d'autres facteurs interviennent dans un prix de transaction.

## Le rapport de force et les motivations

Le rapport de force qui s'établit dans la négociation entre les parties et la qualité des négociateurs sont déterminants.

A n'en pas douter un vendeur qui négocierait avec plusieurs acheteurs stratégiques vendra à un meilleur prix que s'il négociait avec un seul acheteur essentiellement motivé par la réalisation d'une belle opération financière.

Cet exemple simple met en relief trois autres déterminants du prix :

- l'intérêt stratégique que représente l'entreprise. Il sera clairement différent entre une entreprise disposant d'une forte part de marché dans une niche technologique, et une entreprise n'ayant qu'une faible part d'un marché large et concurrentiel. Toutefois pour tirer le meilleur « profit » d'une situation stratégique favorable, il est nécessaire d'avoir des acheteurs industriels ayant un vif intérêt pour l'entreprise voire un besoin certain de l'acquérir.
- le choix du conseil qui dispose ou non de la capacité de trouver, de contacter et de motiver les acheteurs stratégiques. Si l'on prend l'exemple de la vente d'une entreprise qui serait leader sur son marché domestique, le prix que pourrait obtenir un cabinet conseil international serait-il le même que celui qu'obtiendrait un cabinet à vocation et à rayonnement régional alors même que les acheteurs stratégiques sont probablement étrangers ?
- la motivation des parties en présence. Très concrètement, le vendeur que l'on prie de rester à la tête de l'entreprise après la vente obtiendra d'autres conditions que celui qui souhaite rester ou qui demande le maintien de ses enfants dans l'entreprise.

L'industriel, à la recherche d'une taille critique, acceptera de payer un prix plus élevé pour une entreprise de son secteur d'activité que celui

qui détient déjà une forte part du marché. Le premier joue sa survie tandis que le second accélère sa croissance.

## L'appétence des acheteurs

Une entreprise est un bien unique, constitué de femmes et d'hommes, de moyens immobiliers, mobiliers et financiers, d'une culture et d'un savoir-faire, de partenaires qui vont du fournisseur au client en passant par le banquier, le comptable ou le sous-traitant. S'il est possible de trouver des entreprises comparables, jamais l'on ne pourra trouver deux entreprises identiques. Ainsi l'appétence de l'acheteur, le désir qui saura être créé chez lui, de posséder l'entreprise, et qui dans une démarche industrielle pourra parfois s'apparenter à un mélange de soif de pouvoir et de fascination de collectionneur, influenceront fortement le prix qu'il acceptera de payer.

## La quotité de capital échangé

Le prix d'une majorité du capital ne s'assoit pas sur la même base que celui d'une minorité. La différence, c'est le prix du contrôle, le prix du pouvoir.

Le marché boursier nous le démontre régulièrement. Il est en effet par construction le lieu où des investisseurs s'échangent au jour le jour des actions qui représentent des participations minoritaires, voire infimes du capital des sociétés.

Ce marché est un marché de minoritaires. Toutefois, lorsqu'une OPA (Offre Publique d'Achat) est lancée sur un titre, un acheteur se propose de racheter l'ensemble des actions. Il tente de prendre le contrôle de l'entreprise. L'opération devient une opération majoritaire et son prix de réalisation un prix de majorité.

Or, l'on constate fréquemment une hausse significative du cours de l'action, donc du prix de l'entreprise dès les premières rumeurs d'OPA. Cette hausse rapproche le prix d'une minorité (avant OPA) du prix d'une majorité (cours de l'OPA). Cette différence, qui peut être mesurée sur le marché boursier au travers de diverses opérations de ce type, est estimée en moyenne à environ 25 % du prix de l'action avant OPA et constitue le prix du pouvoir. Cette moyenne ne constitue toutefois pas une règle mais n'est que la résultante de situations contrastées.

Retenons que l'on parle de prix de majorité et de prix de minorité.

Dans l'approche de la valeur que nous entreprenons, nous nous intéresserons aux prix de majorité mais, nous reviendrons longuement sur cette notion de pouvoir et sur sa problématique.

## La typologie de l'acheteur

Nous avons évoqué et réfléchi à la motivation de l'acheteur. Mais, au-delà de cette motivation, sa nature a une incidence certaine sur le prix qu'il accorde à l'entreprise.

Un acheteur industriel intègre son acquisition dans le cadre d'une stratégie globale. Il peut mettre en œuvre restructurations et synergies et ainsi bâtir une politique industrielle à même d'augmenter la productivité et la rentabilité de l'entreprise rachetée.

Le prix qu'un vendeur pourrait obtenir de lui est généralement supérieur à celui que lui proposerait un investisseur financier ne pouvant apporter la moindre synergie et, à la recherche de rendements élevés pour les capitaux qu'il investit.

On pourrait citer de nombreux autres facteurs susceptibles d'influencer le prix d'une transaction. Il est clair que la notion de prix est liée à la potentialité ou à la réalité d'une transaction, qu'elle est soumise à une multitude de paramètres aussi bien subjectifs qu'objectifs, et que, finalement, pour une même entreprise, il y a autant de prix possibles que de situations.

## La démarche de l'évaluateur

La démarche de l'évaluateur s'inscrit dans une logique sensiblement différente. Il s'agit pour lui de déterminer par l'analyse et la mise en œuvre d'outils que sont les méthodes d'évaluation, la valeur, voire la fourchette de valeur que l'on peut attribuer à l'entreprise.

Cette approche, qui s'appuie sur des supports théoriques, peut sembler imprégnée d'une profonde objectivité donc source de vérité.

Il ne faut toutefois pas s'y tromper. La vérité n'appartient pas au monde de l'évaluation qui, nous le verrons, reste une science approximative où se mêlent esprit théorique et raisonnement empirique.

De plus, à l'exclusion de la « fairness opinion » qui, comme le nom l'indique, se fixe comme but l'objectivité, l'évaluation est par essence subjective.

L'évaluateur a une mission, il poursuit un objectif. Ainsi, conseil d'un vendeur, il cherche à justifier, à valider, voire à démontrer la valeur la plus élevée possible ; conseil d'un acheteur il adopte la démarche opposée.

**Ainsi, la valeur, résultat de l'évaluation s'appuie sur une démarche théorique et cohérente mais elle n'est pas imperméable, tant s'en faut, aux éléments subjectifs que le contexte est susceptible d'apporter.**

**La valeur en tant que déterminant essentiel du prix devient le réceptacle des enjeux et des conflits d'intérêts dont il est l'objet.**