



Note de Travail

Les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques

3 mai 2010

La présente note de travail a été établie par un groupe de travail animé par Marie-Ange Farthouat – Ricol Lasteyrie, et composé de :

Alain Auvray – ACE Audit et Conseil

Yves Canac – Conseil Audit et Synthèse

Eric Le Fichoux – Finexsi

Michael Fontaine – Tudel Associés

Antoine Legoux – Abergel et associés

Conclusions du groupe de travail de l'APEI sur les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques

1-Les motifs conduisant à écarter un critère ou une référence d'évaluation devraient être clairement exposés et tenir compte des spécificités de la société qui fait l'objet de l'expertise.

En effet, l'approche multicritères qui s'impose aux experts réalisant des évaluations dans le cadre d'Offres Publiques implique de n'écarter que les critères jugés non pertinents en explicitant de façon motivée les raisons pour lesquelles ces critères ne sont pas retenus. A cet égard, il est surprenant de constater que des rédactions standardisées sont parfois retenues dans des cas où notamment des décotes apparentes sur des valeurs comptables justifieraient des explications circonstanciées.

L'examen des contentieux passés et des critères le plus souvent écartés conduit à un focus sur l'actif net comptable qui, s'il ne constitue pas un prix minimum selon la réglementation applicable, n'en reste pas moins un sujet sensible notamment pour une société faisant l'objet d'un retrait obligatoire et plus encore si une analyse multicritères ne peut pas être mise en œuvre de façon satisfaisante.

L'introduction des normes IFRS n'implique pas pour autant que l'actif net comptable doive être considéré systématiquement comme une valeur plancher, d'abord parce qu'il est rare que l'ensemble des actifs et passifs soient en juste valeur et ensuite parce que les principes comptables ne prennent pas en compte certains coûts (associés par exemple à la vente des actifs) ou pertes futures et le délai écoulé depuis l'arrêté des comptes peut impliquer la survenance d'évènements modifiant l'appréciation de la valeur.

Pendant, dans tous les cas d'Offres Publiques, y compris les Offres Volontaires n'entraînant pas nécessairement une éviction, une décote très significative devrait conduire à s'interroger sur l'origine de cet écart et à éventuellement corriger certains paramètres afin que le prix ne soit pas seulement calé sur une anticipation à court terme de marché mais reflète de façon appropriée la vision à moyen-long terme du management.

2-L'évaluation réalisée par l'expert devrait dans tous les cas comporter une analyse de la performance et de la rentabilité économique de la société visée permettant de s'interroger sur la pérennité des situations de rente mais également sur la projection à l'infini de niveaux de rentabilité insuffisants.

3-La méthode de l'actualisation des cash-flows disponibles a remplacé dans la grande majorité des cas le ou les critères basés sur l'actualisation de flux de dividendes qui ne sont retenus que pour des situations spécifiques qui doivent faire l'objet de développements particuliers (secteur à fort rendement comme l'immobilier, sociétés sous LBO avec importantes remontées de dividendes).

Introduction

Les évaluations réalisées dans le cadre des Offres Publiques sont basées sur l'approche multicritères qui suppose de n'écartier que les critères jugés non pertinents au cas d'espèce ou les méthodes redondantes. Les critères ou références de valorisation les plus souvent retenus sont l'actualisation des cash-flows disponibles, les multiples de sociétés comparables, le cours de bourse, les transactions sur le capital de la société visée et les multiples de transactions comparables (cf annexe 1), un ou plusieurs de ces critères pouvant toujours être jugés non pertinents ou non applicables faute d'information ou de référence et être écartés, même si cette situation ne se rencontre pour le cours de bourse que dans les quelques cas où les échanges sont très peu fréquents.

L'approche retenue suppose que pour être jugé équitable, le prix offert se situe à l'intérieur de la fourchette de valeurs issues de l'approche multicritères et s'il ne saurait être nécessairement supérieur à toutes ces valeurs, l'éventuelle décote sur l'un ou l'autre des résultats des méthodes retenues reste limitée.

Pour un même critère, il arrive également que l'expert ait à répondre à des interrogations sur des scénarii alternatifs à ceux retenus par le management, par exemple à l'impact que pourrait avoir l'externalisation de certaines charges, une gestion financière plus agressive ou d'autres choix de gestion. Si ces interrogations peuvent être dans certains cas légitimes, il semble difficile de les généraliser dans les cas où ces scénarii font l'objet d'un désaccord du management et/ou de l'actionnaire majoritaire.

Les critères les plus souvent explicitement écartés sont l'actualisation des dividendes et les méthodes basées sur l'actif net, comptable ou réévalué, sauf dans les quelques secteurs où ils sont appropriés, à savoir l'immobilier et le secteur financier au sens large (banques, holdings...). Le groupe de travail s'est volontairement placé dans le cadre d'évaluations de sociétés cotées pour des Offres Publiques, hors secteurs financiers et immobiliers, ces derniers méritant du fait de leurs spécificités une réflexion ad hoc.

Cette pratique, très partagée pour les évaluations réalisées dans le cadre d'Offres Publiques, vient notamment de la généralisation de la méthode des cash flows disponibles qui permet de tenir compte de la capacité réelle à générer du cash flow, contrairement aux méthodes basées sur le dividende qui dépendent d'un taux de distribution qui peut être relativement arbitraire, et intègre la valeur de la totalité des actifs corporels et incorporels sur la base de la rentabilité qu'ils génèrent, remplaçant ainsi avantageusement l'ANR pour les sociétés pour lesquelles elle peut être mise en œuvre.

Si l'exclusion des méthodes basées sur le dividende ne paraît pas avoir été remise en cause dans le contexte spécifique des Offres Publiques dans lequel s'est placé le présent groupe de travail, même s'il convient en tout état de cause d'être vigilant lorsque la société visée a/aura une politique significative et récurrente de distribution, l'exclusion de l'actif net comptable peut poser question, étant considéré dans certains cas comme une valeur plancher, l'introduction des normes IFRS basées en partie sur des valeurs de marché, ayant à priori plutôt conduit à renforcer, dans l'esprit d'un certain nombre d'investisseurs, particuliers ou professionnels, cette assimilation de l'actif net comptable à une valeur plancher.

Si le sujet n'avait pas réellement fait débat depuis les contentieux largement médiatisés au début des années 2000 (Orange et Louis Dreyfus Citrus, cf annexes), la crise financière de 2007/2008 induit des valorisations de marché (cours de bourse mais également transactions) qui peuvent faire ressortir des décotes par rapport à l'actif net comptable consolidé des sociétés visées. Ainsi, un certain nombre d'offres publiques initiées depuis le début de l'année 2009 ont-elles été réalisées à des prix sensiblement inférieurs à l'actif net comptable des cibles, suscitant débats et questions.

A cet égard, un des premiers constats faits par les membres du groupe de travail est que sur la forme, la justification des méthodes écartées par les experts s'inspire généralement d'une période faste dans laquelle les primes étaient la règle et n'est donc généralement pas satisfaisante car inadaptée aux situations rencontrées plus récemment.

1. L'actualisation des dividendes

Le dividende en lui-même n'est pas une méthode mais un indicateur, sa prise en compte nécessitant la mise en œuvre d'une actualisation de flux futurs.

Les méthodes basées sur le dividende ont longtemps été utilisées, et continuent parfois de l'être pour des participations minoritaires dans des sociétés non cotées, car elles permettent de valoriser directement la valeur des actions détenues par un actionnaire minoritaire.

Plusieurs raisons expliquent le fait que ce critère soit généralement aujourd'hui peu mis en œuvre pour des sociétés cotées :

- la tendance générale au remplacement des méthodes de valorisation directe des capitaux propres par des méthodes privilégiant la valorisation de l'actif économique, la valeur des capitaux propres étant obtenue après déduction de la dette,
- l'écart qui peut exister entre le taux de distribution constaté à un instant t sur une société et sa capacité réelle de distribution ainsi que la possibilité pour l'actionnaire majoritaire de modifier cette politique de façon discrétionnaire,
- la généralisation de la possibilité de distribuer le dividende en actions de la société émettrice,
- enfin, le développement des distributions aux actionnaires sous forme de rachat d'actions ou de réductions de capital et donc de flux non linéaires qui rendent difficile l'application des méthodes basées sur le dividende.

C'est en conséquence la méthode d'actualisation des cash-flows d'exploitation qui est généralement privilégiée car reflétant la capacité économique d'une entreprise à générer des cash-flows et donc à créer de la valeur après déduction des passifs (les calculs étant un peu différents pour les entreprises bancaires avec un modèle basé sur la distribution du résultat net sous contrainte de capitaux propres réglementaires).

Si le fait d'écarter le critère de dividende n'a pas été remis en cause (notamment lors d'éventuels contentieux), y compris pour des sociétés détenues très majoritairement et distribuant parfois des dividendes significatifs mais non pérennes, il convient cependant dans ce cas de motiver de façon convaincante le fait d'écarter ce critère. Il faut également apprécier les caractéristiques de ce critère au regard notamment des spécificités du secteur auquel appartient la société visée (cas particulier des sociétés foncières par exemple).

On notera qu'en théorie financière, à partir du moment où les sommes non distribuées devraient être prises en compte dans la création de valeur dans les modèles basés sur le dividende, les résultats des différentes méthodes, quelles soient basées sur la distribution de dividendes ou sur les cash flows disponibles, doivent être assez proches.

2. L'Actif Net Comptable (consolidé)

Si les évaluateurs s'accordent généralement aujourd'hui pour écarter ou ne pas utiliser les critères d'actifs nets, comptables, corrigés ou réévalués, sauf pour des secteurs bien identifiés, immobilier ou sociétés financières ou holdings, il n'en reste pas moins une référence de valorisation ou un indicateur de valeur dans un certain nombre de situations, notamment en ce que l'actif net comptable est un critère « en lecture directe » et que, issu de règles comptables arrêtées dans une optique de prudence, il a longtemps été considéré comme une « valeur plancher ».

Le concept d'actif net comptable comme valeur minimum a bien entendu ses limites, notamment lorsque des pertes peuvent être anticipées ou même lorsque la rentabilité des capitaux investis est durablement insuffisante et il peut exister des transactions sectorielles faisant ressortir des décotes relativement récurrentes, et non pas simplement de bas de cycle, sur ce critère, mais cela reste cependant l'exception.

Plus spécifiquement les évaluations dans le cadre d'Offres Publiques ont donné lieu sur ce sujet à des débats et contentieux qui, bien que connus de tous, méritent d'être rappelés, sachant que les principaux d'entre eux datent d'avant l'introduction des normes IFRS, qui induisent des changements significatifs en la matière, et qu'il convient de prendre en compte.

Il faut également tenir compte de la réglementation, rénovée suite au rapport Naulot, qui traite du sujet de l'actif net comptable, sachant que jusqu'en 2007/2008 peu d'évaluations/expertises ont eu à traiter de cet élément du fait des hauts niveaux de valorisation atteints par les marchés boursiers, ce qui n'est pas le cas de la période plus récente, caractérisée depuis début 2009 par le dépôt d'un certain nombre d'offres publiques à des prix parfois substantiellement inférieurs aux actifs net comptables par action des sociétés visées.

2.1 Rappel de la jurisprudence et de la réglementation applicables

Les derniers grands contentieux remontent à la première moitié des années 2000 (cf notes et réflexions de l'AMF/arrêt de la Cour d'Appel du 9 avril 2002 sur Louis Dreyfus Citrus et chronique sur l'arrêt Orange, Banque et Droit juin 2004). Il n'est pas inutile de lire ou relire ces arrêts et les notes afférentes, sachant pour résumer que pour Louis Dreyfus Citrus, le sujet était la décote sur l'actif net comptable consolidé de la cible alors que pour Orange, la Cour a eu à traiter de l'application de la parité et de l'écart avec la valeur des titres dans les comptes sociaux de la société mère, en l'occurrence France Télécom. Et pour restituer l'environnement, s'agissant de Louis Dreyfus Citrus, c'est le CMF qui avait refusé l'OPRO au prix envisagé, cette décision ayant fait l'objet d'un appel de la part de l'initiateur, Simgar/groupe Louis Dreyfus, le bien fondé du refus du CMF ayant été confirmé par la Cour et le RO ayant eu lieu ultérieurement à un prix correspondant à l'actif net comptable.

Pour Orange, le CMF avait donné son accord sur le prix, les minoritaires ont attaqué cette décision et la Cour a donné raison au CMF, le RO a en conséquence été réalisé à un prix faisant ressortir un écart significatif par rapport à la valeur des titres dans les comptes de France Télécom.

Si les débats qui ont eu lieu autour du contentieux « Orange » incitent à analyser avec précision les différentes valeurs qui ont pu éventuellement être arrêtées pour une même société ou des titres de cette société à l'intérieur d'un groupe lorsqu'il convient de se prononcer sur le caractère équitable du prix proposé dans le cadre d'une Offre Publique, il n'en reste pas moins probable que cette situation particulière reste un cas isolé alors que le contentieux concernant la décote sur l'actif net consolidé de Louis Dreyfus Citrus traite d'un problème que l'on peut voir réapparaître, notamment dans des contextes de bas de cycles boursiers.

On rappellera ainsi que l'Offre Publique d'Achat Simplifiée déposée par la société Simgar, actionnaire majoritaire de Louis Dreyfus Citrus au prix de 14€ par action avait été déclarée recevable le 27 juillet 2001 mais que des actionnaires minoritaires détenant plus de 5% du capital avaient fait savoir qu'ils n'apporteraient pas leur titre à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée. Ces mêmes actionnaires ont ensuite mis fin à leur engagement du fait de la survenance des événements du 11 septembre, ont apporté leurs titres à l'OPA simplifiée, ce qui a permis à Simgar de détenir 97,5% des titres de sa filiale à la clôture de l'offre le 14 septembre 2001 et de déposer un projet d'Offre Publique de retrait suivie de retrait obligatoire le 31 octobre 2001 au prix de l'OPA simplifiée, soit 14€ par action Louis Dreyfus Citrus. Le 2 novembre 2001, malgré l'avis favorable des services, le Conseil des Marchés Financiers déclarait le projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire irrecevable dans ces termes :

« ...Il a relevé que le prix proposé faisait apparaître une décote de 43% par rapport au montant des capitaux propres du groupe au 30 juin 2001 (24,6€ par action avant versement du dividende) pourcentage en augmentation par rapport au 30 juin 2000. Ce montant intègre les écarts de conversion à hauteur de 8,2€ par action au 30 juin 2001. Le Conseil a considéré que :

- la fixation du prix d'offre à 14€ revient de facto à ne pas tenir compte de cette composante des capitaux propres alors qu'elle ne peut être omise de manière indiscutable dans la présente approche de valorisation de la société, le motif que seule la cession des actifs correspondants permettrait de l'appréhender n'étant pas suffisant à lui ôter tout caractère significatif au cas d'espèce ;
- s'il ne peut être nié que l'insuffisance de la rentabilité de la société est génératrice d'un « goodwill », extériorisé par l'actualisation des flux futurs, la volatilité de ses résultats et sa situation particulière de bas de cycle, traduites notamment par l'impossibilité de dégager une valorisation par les méthodes analogiques, font en l'espèce peser une incertitude sur le caractère pertinent de l'écart entre le prix d'offre et le montant des capitaux propres consolidés par action.

Pour ces motifs et à raison du retrait obligatoire devant intervenir à l'issue de l'offre publique de retrait et quel qu'en soit le résultat, le Conseil a décidé de ne pas prononcer la recevabilité du projet d'offre qui lui a été soumis... ».

Cette décision a fait l'objet d'un recours devant la Cour d'Appel, qui a confirmé dans son arrêt du 9 avril 2002 le bien, fondé de la position du CMF estimant notamment que :

- même s'il était vrai que le niveau élevé de l'actif net reposait en partie sur les éléments exogènes, dont les actionnaires ne pourraient bénéficier qu'en cas de cession d'actifs non prévue, les écarts de conversion restent une composante des capitaux propres et l'expression d'une valeur, dont le prix de 14€ ne tenait pas compte ;
- la pertinence du « retraitement de l'actif net comptable de la société LDC par l'imputation d'un badwill lié à l'insuffisance de cette rentabilité », n'était pas établie puisque les informations sur la rentabilité étaient déjà extériorisées par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie et la référence au cours de bourse.

In fine, en avril 2003, une Offre Publique de Retrait suivie d'un retrait obligatoire était initiée en avril 2003 au prix de 21,30€ correspondant à l'actif net comptable de la société.

On remarquera que si le temps a passé, les critères ou références de valorisation mises en avant au début des années 2000 dans l'arrêt Louis Dreyfus Citrus sont toujours en vigueur.

En effet, si l'instruction relative aux Offres Publiques d'Acquisition du 25 juillet 2006 ne fait pas référence aux valeurs d'actifs et met en avant les critères de rentabilité, les recommandations de l'AMF sur l'expertise indépendante (28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006) en font état dans le chapitre 3, « la mise en œuvre d'une approche multicritères », distinguant deux notions qui sont les méthodes d'évaluation (analogiques et intrinsèques) et les références de valorisation : « Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :

- la valeur comptable des actifs ;
- le cours de bourse de la société ;
- les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation ;
- les cours-cibles des analystes ».

On soulignera également que les recommandations sont en retrait du projet de rapport « Naulot » sur l'expertise indépendante soumis à consultation, qui incluait l'actif net dans une rubrique sur la notion de « prix minimum », « actif net comptable (ANC) et actif net réévalué (ANR) devant être considérés comme une « référence forte » pour les OPR-RO et OPAS volontaires.

Si le contentieux se rapportant à l'actif net comptable montre que ce critère peut constituer une référence forte, notamment lorsqu'une approche multicritères est difficile à mettre en œuvre et que les actions de la société visée font ou peuvent faire l'objet d'un retrait obligatoire, l'actif net comptable de la société visée par une Offre Publique ne constitue pas un prix minimum selon la réglementation applicable aujourd'hui en France.

On soulignera cependant qu'à la suite de ces deux contentieux :

- l'examen de la valeur dans les comptes de l'actionnaire majoritaire des titres visés par l'offre est réalisé de façon quasiment systématique par les experts indépendants dans le cadre des Offres Publiques,

- l'actif net comptable, même s'il continue à n'être que très rarement retenu comme critère, constitue une référence forte dans l'optique d'éviction induite par le retrait obligatoire en particulier lorsque l'initiateur détient le contrôle de la société visée préalablement à l'opération.

2.2 Impact des IFRS

Les risques de liquidité et de solvabilité anticipés par les investisseurs – à tort ou à raison – ont conduit récemment, dans la première partie de l'année 2009, à constater de multiples de *book value* significativement inférieurs à 1 dans tout le secteur bancaire mais le même constat peut être effectué dans d'autres secteurs d'activité.

Il convient de rappeler brièvement le rôle généralement attribué à la comptabilité. Selon l'article 120-1 du Plan Comptable Général « *la comptabilité est un système d'organisation de l'information financière permettant de saisir, classer, enregistrer des données de base chiffrées et présenter des états reflétant une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entité à la date de la clôture* ».

Deux objectifs complémentaires sont généralement assignés à la comptabilité : une fonction de contrôle permettant aux actionnaires de s'assurer de la bonne gestion des dirigeants et une fonction d'information pour tous ses utilisateurs dans le cadre de leurs prises de décisions économiques. Elle procure une photo instantanée de la situation de la société dans son environnement à la date de l'arrêté des comptes – voire même antérieurement, à la clôture des comptes. La comptabilité n'a pas pour objet de prévoir ni refléter les performances futures, rôle qui est attribué généralement aux analystes et plus généralement aux investisseurs.

Ainsi, l'actif net qui ressort de la comptabilité ne constitue pas à lui seul une référence de valeur, mais un agrégat indispensable à la mesure de la rentabilité (retour sur capitaux investis, ou ROCE), permettant notamment de mesurer la création ou la destruction de valeur par les dirigeants.

S'agissant des IFRS (*International Financial Reporting Standards*), le référentiel adopté par l'IASB poursuit l'objectif d'une information financière enrichie qui ne trouve pas systématiquement de traduction comptable dans le bilan et le compte de résultat de l'entité. C'est ainsi notamment que l'entité est amenée à délivrer dans les notes annexes des informations sur la juste valeur d'actifs (actifs de placement par exemple) inscrits au bilan à leur coût historique ou de passifs inscrits au coût amorti.

Si les IFRS accordent une place significative à la *juste valeur* des éléments d'actifs et de passifs lors de leur comptabilisation initiale, définie par l'IASB comme le montant pour lequel un actif ou un passif pourrait être échangé entre deux parties bien informées et consentantes dans des conditions de concurrence normales, aucun bilan arrêté dans ce référentiel ne peut être qualifié de « bilan en juste valeur ».

En effet, de nombreux actifs et passifs sont inscrits au bilan à leur coût amorti, certains actifs créés en interne (marque, clientèle,...) ne sont pas reconnus au bilan, les coûts de développement ne le sont que partiellement et les tests de dépréciation des principaux actifs conduisent généralement à retenir souvent la valeur d'usage qui ne saurait être assimilée à une valeur de marché.

En définitive, si les établissements financiers inscrivent à leur bilan une partie significative de leurs actifs à leur *juste valeur*, en raison notamment de leurs activités de portefeuille, dans d'autres secteurs d'activité, la part des actifs valorisés au bilan en *juste valeur* est relativement marginale.

Pour apporter un éclairage sur la valeur des actifs à long terme d'une entité, il convient de se référer à la norme IAS 36 qui régit la dépréciation des actifs¹. Cette dernière définit la valeur recouvrable d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie (UGT) comme la valeur la plus élevée entre sa juste valeur diminuée des coûts de la vente et sa valeur d'utilité, étant observé que si l'un ou l'autre des deux montants est supérieur à la valeur comptable de l'actif, celui-ci n'est pas déprécié et il n'est pas nécessaire d'estimer l'autre montant.

Se posent alors deux questions : (1) dans quelles situations doit-on s'interroger sur la valeur d'inventaire dite recouvrable d'un actif et (2) quelles sont les modalités de mise en œuvre de cette estimation ?

Pour apporter des éléments de réponse à la première question, on peut schématiquement répartir les actifs en deux catégories :

- les actifs incorporels à durée d'utilité indéterminée ou non mis en service et les goodwill dont la valeur est testée au moins une fois par an,
- les autres actifs qui doivent faire l'objet d'un test de dépréciation, s'il existe un indice de leur perte de valeur.

Ainsi, pour cette dernière catégorie qui constitue souvent l'essentiel des actifs à long terme d'une société, lorsque celle-ci n'a pas notamment réalisé d'opération de croissance externe significative, il convient d'apprécier s'il existe un quelconque indice de perte de valeur. La nécessaire mise en œuvre des tests de dépréciation fait donc ici appel au jugement. En effet, si la norme précise de nombreux indices possibles, tels que d'importants changements intervenus ou à intervenir dans la société ou son environnement, l'augmentation des taux d'intérêts, ou encore l'obsolescence ou la dégradation physique qu'en est-il par exemple d'un actif ou d'un ensemble d'actifs dont la rentabilité est structurellement faible ? Seule la considération d'un niveau d'exigence de rentabilité propre au contexte d'une transaction peut permettre de rétablir la *juste valeur*. Cela ne peut être raisonnablement l'ambition ni même la vocation de la comptabilité.

Une fois établie la nécessité de procéder ou non à un test de dépréciation d'un actif, sa valeur recouvrable est déterminée pour un actif pris individuellement à moins que l'actif ne génère pas d'entrées de trésorerie largement indépendantes de celles d'autres actifs ou groupes d'actifs. Dans cette dernière hypothèse, la

¹ À l'exception des stocks, des actifs générés par des contrats de construction, des actifs d'impôt différé, des actifs générés par des avantages du personnel et des actifs financiers compris dans le champ d'application d'IAS 39

plus fréquente en pratique, la valeur recouvrable est déterminée pour l'UGT à laquelle l'actif appartient.

Pour déterminer cette valeur d'utilité, une entité doit établir les projections de flux de trésorerie sur une période maximum de 5 ans représentant la meilleure estimation de la direction de l'ensemble des conditions économiques qui existeront pendant la durée d'utilité de l'actif restant à courir, en excluant les entrées ou les sorties de trésorerie futures susceptibles d'être générées par des restructurations futures ou par l'amélioration ou l'accroissement de la performance de l'actif. Le taux de croissance à moyen et long terme ne doit pas excéder celui anticipé dans le secteur d'activité de l'entité sauf à pouvoir justifier d'un taux supérieur.

Ainsi, l'appréciation des projections de flux de trésorerie, encadrées par des règles spécifiques, laisse nécessairement place à la subjectivité de la direction, teintée selon le cas d'optimisme ou de prudence, mais qui doit nécessairement s'inscrire dans une perspective à long terme, certaines dépréciations constatées pouvant être irréversibles.

S'agissant du taux à retenir pour actualiser ces flux, il doit en application de la norme IAS 36 refléter l'appréciation courante du marché de la valeur temps de l'argent, les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustés et s'entendre avant impôt (le flux considérés n'étant pas eux même affectés de l'impôt). Il est ici fait référence de façon partielle à des données de marché, étant observé que leur transposition nécessite dans tous les cas des corrections pour répondre aux exigences de la norme, tel que l'illustre le retraitement de l'impôt sur les sociétés.

De plus, il est admis de s'écarter dans certains contextes des données de marché les plus récentes. La recommandation de l'AMF du 29 octobre 2008 sur l'arrêté des comptes 2008 observe qu' « *en période de forte volatilité des primes de risque exigées par le marché, la mise en œuvre de cette démarche est délicate. Il nous semble qu'à l'instar de la recommandation du CNC, de la Commission bancaire, de l'ACAM et de l'AMF citée plus haut, une approche raisonnable et cohérente avec les données historiques dont dispose l'entité peut être mise en œuvre pour corriger certains effets de la perturbation des marchés sur la prime de risque* ». Une telle approche conduit inévitablement à s'écarter des données de marché et de l'exigence de rentabilité des investisseurs à la date d'arrêté des comptes.

La meilleure référence ressort d'une éventuelle offre ferme de vente de cet actif à la date de clôture des comptes, références qui dans la pratique sont quasi-inexistantes. A défaut, il convient de se référer aux prix constatés sur un marché actif. En l'absence de marché actif, doivent être recherchés des résultats des transactions récentes sur des actifs similaires dans le même secteur d'activité. Dans l'hypothèse où de telles références n'existeraient pas – ce qui est souvent le cas pour de nombreuses catégories d'actifs –, en dernier recours, il convient de déterminer la valeur d'utilité ce qui pose les difficultés et fixe les limites ci-dessus exposées. Notons que des travaux en cours au sein de l'IASB² doivent conduire à définir plus précisément la mesure de la *juste valeur*.

Enfin, notons que certaines règles relatives à la comptabilisation d'un passif conduisent à ne pas reconnaître en comptabilité certains engagements ou certains événements, quand bien même ces derniers seraient pris avant l'arrêté des comptes. C'est notamment le cas des restructurations qui ne peuvent être

² Exposure Draft ED/2009/5 « Fair Value Measurement »

provisionnées que dans l'hypothèse où elles ont été annoncées antérieurement à la date de clôture. En revanche, dans le cadre de l'appréciation de la valeur, le coût de ces plans et leurs effets sur la performance future doivent nécessairement être appréhendés.

Il ressort de ces premiers constats que la comptabilité traduit avant tout des valeurs d'utilité appréciées par les dirigeants, qui ne sont pas nécessairement le reflet à tout instant de valeurs de marché, ce qui peut conduire dans certains cas à constater des actifs nets supérieurs aux valeurs de marché des actifs et passifs sous-jacents ou en d'autres termes au prix qu'un investisseur normalement informé est prêt à payer pour prendre de contrôle de ces actifs.

Si le référentiel IFRS permet de recenser dans les notes annexes des comptes une information plus riche et souvent utile à l'évaluation, la comptabilité à elle seule n'a pas pour vocation d'anticiper les performances futures et l'actif net comptable ne constitue pas dès lors une référence directe de valorisation.

2.3 Quelques cas de décotes, apparentes ou réelles, sur actif net comptable

Etant rappelé ci-dessus les écarts qui peuvent exister entre les capitaux propres d'une entreprise en IFRS et la valeur de marché de cette dernière, le groupe de travail APEI s'est attaché à examiner les différentes situations rencontrées par les experts indépendants dans le cadre des travaux menés sur des sociétés cotées.

Cas numéro 1 : part significative des actifs testés IFRS

Il est assez rare que l'ensemble des actifs détenus par la société qu'il convient d'évaluer aient fait l'objet d'une valorisation suffisamment récente dans le cadre de l'arrêté des comptes en IFRS. Le cas le plus fréquent est celui de travaux réalisés sur une partie seulement du périmètre.

Il n'est cependant pas inutile de prendre connaissance de la méthodologie, des business plans et des paramètres utilisés pour réaliser ces évaluations et de formaliser un échange avec le management sur ces éléments, sachant que les paramètres retenus peuvent parfois s'éloigner des données ou des pratiques de « marché », avec, comme indiqué ci-dessus la possibilité pour l'arrêté des comptes 2008 de retenir une prime de risque historique sur longue période, sensiblement inférieure à la prime de risque de marché telle que calculée par les différents bureaux d'analyse financière fin 2008 ou encore des calculs basés sur des flux et des taux avant impôt.

S'agissant du cas particulier où l'ensemble du périmètre aurait fait l'objet de travaux d'évaluation, ce qui peut être le cas notamment lorsque l'actif de la société est principalement composé d'actifs incorporels ou quand les comptes de la société visée sont intégrés dans un groupe de sociétés réalisant des évaluations de ses filiales pour l'arrêté de ses propres comptes, il est clair que ces travaux doivent être portés à la connaissance de l'expert qui intervient dans le cadre de l'Offre Publique, que ce dernier doit appréhender de façon précise l'origine des écarts conduisant à la décote et que dans l'hypothèse d'un retrait obligatoire il paraît difficile d'indemniser les actionnaires minoritaires sur une valeur substantiellement différente de celle retenue dans le cadre de ces travaux, sauf à pouvoir justifier clairement l'origine de cet écart, notamment lorsque des éléments susceptibles d'impacter l'évaluation sont intervenus depuis la date

d'arrêté des comptes ou lorsqu'il est justifié de tenir compte de charges qui n'ont pas vocation à être inscrites en comptabilité.

Il n'est pas inutile de rappeler que les travaux réalisés dans le cadre comptable, réalisés par UGT, peuvent éventuellement conduire à une valeur un peu différente de celle qui est appréhendée globalement par les investisseurs, notamment lorsque cette dernière intègre par exemple les effets négatifs induits par la cession de certains actifs (amortissement des coûts de structure...).

Cas numéro 2 : absence de test et décote sur actifs corporels tangibles

L'analyse des Offres Publiques dont le prix proposé fait ressortir une décote par rapport à l'actif net comptable de la cible montre que pour un certain nombre d'entre elles, l'écart ne provient pas de l'évaluation des actifs incorporels, dont le montant est non significatif, mais de l'appréhension de la valeur des actifs corporels tangibles, directement lié au différentiel entre la rentabilité générée par l'actif économique (Rocé) et le taux de rentabilité exigé par les investisseurs tel qu'estimé par l'expert (coût du capital ou coût moyen pondéré du capital), la comptabilité n'ayant pas pour vocation de refléter cet écart.

On remarquera qu'une partie de l'écart peut venir des éléments de BFR compris dans l'actif économique, la comptabilité n'intégrant pas le délai de réalisation de ces actifs/passifs alors que la valeur de marché qui leur est attribuée en tient compte.

Cette situation, qui peut conduire à des décotes très significatives, doit être analysée au regard des éléments suivants :

- le ROCE (Return On Capital Employed) ou taux de rentabilité opérationnelle, devrait être dans tous les cas calculé et analysé en fonction des caractéristiques de la société visée (taux de marge et intensité capitalistique) sur une base historique mais également et surtout sur la période prévisionnelle qui sous tend les calculs de valorisation,
- Cet indicateur de performance économique d'origine comptable doit être comparé au taux de rentabilité exigé par les investisseurs, le CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital), l'écart entre les deux conduisant aux primes et décotes sur actif net.

Lorsque le Rocé est durablement inférieur au CMPC, il convient de s'interroger sur la destruction de valeur que cet écart implique. Il n'est pas impossible que dans certains cas, les taux de rentabilité exigés soient anormalement élevés et l'expert doit réellement s'interroger sur le bien fondé des paramètres sous-jacents, notamment des primes de risque utilisées, qu'elles soient issues de sources externes ou déterminées par l'expert pour tenir compte d'éléments particuliers (taille, liquidité).

L'insuffisante performance économique, lorsqu'elle est projetée sur toute la durée du business plan, peut également provenir d'anticipations excessivement prudentes qu'il conviendrait de corriger en amendant les éléments fournis par le management.

Enfin, si les prévisions à l'horizon du business plan apparaissent cohérentes, il convient de se poser la question sur la projection à l'infini, dans la méthode d'actualisation des cash flows d'exploitation, d'une performance économique

insuffisante et donc destructrice de valeur. On peut alors utilement s'interroger sur la pertinence d'une hypothèse de retour vers une situation économique plus normative sur la base d'un « cash flow fade » à l'envers, comme suggéré notamment par certains auteurs³ : « cash flow fade ...ce modèle peut être utilisé théoriquement pour une société qui, chroniquement, détruit de la valeur.

Le raisonnement est alors de dire que le secteur ne peut durablement rester dans cette situation et qu'une modification structurelle aura lieu tôt ou tard (soit par la faillite des concurrents les moins performants, soit par une concentration du secteur). Mais avant d'appliquer la méthode du cash flow fade « à l'envers » pour cette société (c'est-à-dire en prévoyant une croissance des flux se fondant sur une croissance de la rentabilité économique qui finit par rejoindre le coût du capital), notre lecteur devra impérativement se demander si la société qu'il est en train de valoriser fera bien partie des survivantes ! »...

En dernier lieu, le principe de décote dite de non-liquidité des actifs doit être rappelé. Ce principe trouve à s'appliquer, le cas échéant, pour les biens qui ne sont pas liquides au jour de l'évaluation et qui ont de ce fait une valeur moindre. La question de cet abattement doit être posée lorsque la société est évaluée en fonction de la seule approche de l'actif net comptable. En effet, la valeur patrimoniale obtenue correspond à la somme des valeurs des biens composant l'actif considéré comme liquides. Or, ces biens ne sont pas systématiquement liquides et leur immobilisation à l'actif doit être prise en compte pour non-liquidité.

2.4 Offres Publiques et Critères écartés en 2009

Sur la base d'un échantillon d'Offres Publiques soumises à l'AMF en 2009, il ressort que les trois critères très souvent écartés sont l'actif net comptable, l'actif net réévalué et la méthode du dividende, ces statistiques étant calculées hors sociétés patrimoniales.

A l'inverse, les critères quasiment systématiquement retenus sont le DCF et les comparables boursiers, la référence au cours de bourse étant également très rarement écartée. Les rares cas où le DCF n'est pas retenu sont ceux dans lesquels l'initiateur n'a pas accès aux prévisions financières de la cible.

Le critère des transactions comparables est un peu moins tranché car il dépend en même temps des informations qui ne sont pas toujours disponibles mais également du fait que le retournement de conjoncture de 2008 a empêché de faire référence à des transactions passées, même récentes.

Enfin, la référence la moins utilisée est celle des « objectifs de cours des analystes », qui n'est d'ailleurs souvent pas citée dans les critères écartés, même lorsqu'elle n'est pas retenue, la raison la plus fréquente en 2009, compte tenu de la taille des sociétés visées, étant à priori le non suivi des petites valeurs par les analystes financiers.

Enfin, nous avons également détaillé sur un échantillon large comprenant les sociétés patrimoniales, des statistiques sur les primes et décotes sur l'actif net comptable (ANR pour les patrimoniales), des discussions avec les actionnaires minoritaires et l'AMF ayant eu lieu sur ce sujet et ayant conduit dans un certain nombre de cas à des modifications de prix visant à réduire ou faire disparaître la décote initiale sur ce critère.

³ Vernimmen 2010 (Pascal Quiry et Yann le Fur)

Les principaux critères écartés dans le cadre des Offres Publiques

Annexe 1 : Offres Publiques 2009

Offres Publiques et Actif Net

Cible	Initiatrice	Secteur d'activité	Type d'offre	Prix modifié	Actif net retenu	Montant actif net	Prix retenu (après éventuelle modification)	Décote/Prime
Wavecom	Sierra Wireless France	Communication sans fil	OPA		n	5,79	8,5	47%
CMT Medical Technologies	Thales	Imagerie Médicale	OPA+retrait obligatoire (seuil non atteint)		n	2,9	5,65	95%
Distriborg	Wessanen France Holding	Produits biologiques	OPRO		n	83,95	157	87%
Léon de Bruxelles	Léon invest 2	Restauration	OPRO		n	4,96	9,2	85%
Sodifrance	HP2M	Services Informatiques	OPA		n	nd	4	nd
Net 2S	BT Group PLC	Services Informatiques	OPRO		n	1,56	5,27	238%
Patrimoine et Commerce	Duval participation	holding sans activité	Garantie de cours		ANR	-1,06	0,36	ns
Gecimed	Gecina	Immobilier médical	Mixte OPA/OPE	x	ANR	1,48	1,48	0%
Jet Multimedia	Neuf Cegetel	holding	OPR	x	n	4,38	6,5	48%
Evalis	Financière Evalis	Nutrition et santé animale	OPAS	x	o	30,2	30,2	0%
Autoescape		Location clé en main	Garantie de cours		n	2,13	2,8	31%
Softway Medical	GRED	Logiciels pour la santé	OPAS		n	0,39	1,28	228%
Cofidur	EMS Finance	Sous Traitance Electronique	OPAS	x	n	1,83	0,78	-57%
VetAffaires	VetAffaires	Distribution Textile	OPRA		n	32,58	13	-60%
Intercall	Financière LR	Telecommunications filaires	OPAS/RO		n	-2,29	2	ns
GDSA	ICM	Matériel, immobilier	OPRO	x	ANR	0,28	1,54	450%
Huis Clos	BG2P	Matériaux pour rénovation de l'habitation	OPAS		n	4,47	36	705%
Lacie SA	Lacie SA	Périphériques informatiques	OPAS/RA	x	o	2,5	2,7	8%
Meilleurtaux.com	Olerom Holding	Courtage crédit immobilier	OPRRO		n	-0,65	14	ns
Inventoriste	Kamino	Réalisation d'inventaires	Garantie de cours/RO		n	5,68	24	323%
EGTN	Cap Holding	Logistique, conditionnement	OPAS/RO	x	o	36,72	45	23%
Foncière Développement Logement		immobilier	OPAS/RA		ANR	19,16	18	-6%
Duc Lamothe Participation	Foncière des Jeromis	holding sans activité	OPAS		ANR	59,66	68,48	15%
Provimi	Koro France	nutrition animale	OPRO		o	3,36	14	317%
IPO	CIC	Capital Investissement	OPAS/RO		ANR	108,18	108,2	0%
Valtech	Siegco	accessoires informatiques	OPA	x	n	nd	0,44	nd
Proxitec	Strategic Corporate Finance	holding sans activité	OPAS		ANR	3,5	8,03	129%

Offres Publiques : critères écartés et critères retenus

Informations résumées	Actif net comptable	Actif Net Réévalué	Dividende (DDM)	Transactions		Comparables	
				Comparables	cours de bourse	DCF	boursiers
ECARTE	81%	89%	100%	57%	5%	14%	19%
RETENU	19%	10%	0%	38%	95%	86%	81%