

# Société Française des Evaluateurs

**SFEV**

## GROUPE DE TRAVAIL

**PRIMES ET DECOTES DANS LE CADRE DES EVALUATIONS FINANCIERES**

Ce document constitue une contribution à la réflexion sur un thème d'évaluation majeur.

Les conclusions qui sont présentées dans ce document sont celles d'un groupe de travail et ne sauraient engager la SFEV en aucune manière.

**2008**

## **SOMMAIRE**

### **Avant-propos**

### **Chapitre 1**

#### **Définition de la valeur de référence**

### **Chapitre 2**

#### **Etude des principales primes et décotes**

1. La prime de contrôle
2. La décote de minorité
3. La décote de taille et d'illiquidité
4. La décote de holding
5. La décote de conglomérat

### **Chapitre 3**

#### **Panorama des principaux autres types de primes et décotes**

1. La prime d'encastrement
2. La prime sociétale ou prime de valeur durable
3. La prime ou décote sectorielle
4. La décote climatique
5. La décote d'absence de droit politique

### **Chapitre 4**

#### **Approche transversale des primes / décotes sous l'angle juridique et fiscal**

1. La position de l'administration fiscale sur l'utilisation de primes et décotes
2. La position de la jurisprudence en matière de primes et décotes
3. Grille de synthèse des primes et décotes acceptées par l'administration fiscale

### **Chapitre 5**

#### **Grille de détermination synthétique des primes et décotes**

*Cette grille d'analyse a pour objectif de constituer un outil pratique et synthétique à l'attention des évaluateurs. A voir dans un second temps, en synthèse des 3 premiers chapitres*

## **Annexes**

Annexe 1 - Les notions de valeur financière d'une entreprise

Annexe 2 - Analyse de régression entre la valeur de synergies annuelles annoncées et la prime offerte sur le cours moyen 1 mois

## **Bibliographie**

*Composition du groupe de travail :*

Sonia Bonnet-Bernard – Ricol, Lasteyrie & Associés

Laurent Marié – Ricol, Lasteyrie & Associés

Dominique Adenot - Fidal

Muriel Atias – BNP Paribas

Eric Berçu – Cailliau, Dedouit & Associés

Isabelle de Kerviler – Cailliau, Dedouit & Associés

Pascal de Rocquigny – Bellot, Mullenbach & Associés

Tanguy Faroult – Groupama

Marie-Ange Farthouat – AA Fineval

Jean-Jacques Pluchart – Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne

Jean-Florent Rérolle – Houlihan Lokey

Didier Saintot – Houlihan Lokey

Le présent document a par ailleurs bénéficié des remarques amicales des personnalités suivantes :

Daniel Beaumont – Associés en Finance

Bruno Husson – Accuracy

Jean-Charles de Lasteyrie – Ricol, Lasteyrie & Associés

François Meunier - Coface

Maurice Nussenbaum – Sorgem Evaluation

Pascal Quiry – BNP Paribas

## **AVANT-PROPOS**

Commencés il y a un peu plus d'un an, à l'époque où la plupart des « décotes » usuellement rencontrées semblaient avoir disparu, nos travaux se terminent dans un contexte de crise financière, où les décotes sont non seulement réapparues mais peuvent être jugées déraisonnables, s'agissant par exemple d'actifs peu risqués pouvant être détenus sur le long terme.

La situation atypique dans laquelle nous nous trouvons peut également conduire à des transactions encore inimaginables il y a quelques mois, à l'image du conseil d'administration d'Alitalia acceptant le 15 mars 2008 une offre publique d'échange du consortium Air France KLM valorisant la société à 20% de sa dernière valeur boursière (138 M€ soit 10 centimes d'euros pour un titre cotant 53 centimes à la bourse de Milan) ou encore le conseil d'administration de Bear Stearns acceptant le 17 mars 2008 la proposition de rachat pour \$236m de JP Morgan, soit 15 fois moins que sa valeur boursière au même moment par le marché à \$3480m. Les réactions provoquées par ces propositions ont amené Air France KLM à renoncer provisoirement à son projet le 2 avril 2008 dernier<sup>1</sup>, et JP Morgan à multiplier par 5 le 24 mars 2008 son offre de reprise initiale.

Au-delà des excès constatés dans certaines situations exceptionnelles, la crise que nous vivons met l'accent sur la notion de valeur : quelle est-elle quand les marchés sont si volatiles ? Quel est l'impact de la liquidité des actifs quand il faut céder dans des délais très courts ? Toutes ces réflexions ont été au cœur de nos échanges entre professionnels de l'évaluation, nourris également par des travaux universitaires.

Dès nos premières rencontres, est apparue la nécessité de définir en premier lieu la « Valeur » à laquelle on se réfère quand on parle de primes et décotes, à l'image du « standard of value » mis en avant par les évaluateurs anglo-saxons qui distinguent notamment la « fair value » et « l'investment value ». Les nombreuses discussions que nous avons pu avoir, y compris sur le terme à employer, illustrent la richesse de la matière et les difficultés rencontrées qui ne sauraient être résolues par l'application mécanique de pourcentages, venant augmenter ou diminuer une référence parfois mal définie. A cet égard l'approche développée par certains chercheurs anglo-saxons<sup>2</sup> nous a guidés vers une réflexion sur l'imbrication des différentes valeurs liées entre elles par des primes ou décotes (Chapitre 1 : Typologie des différentes notions de valeur).

L'évaluation financière n'est pas une science exacte et les méthodes d'évaluation usuellement mises en œuvre (actualisation des flux futurs de trésorerie, multiples boursiers, cours de bourse, ...) ne permettent pas toujours de prendre en compte toutes les spécificités d'une entreprise ou le contexte particulier dans lequel l'activité évaluée ou la transaction envisagée se situe.

---

<sup>1</sup> Même s'il convient de préciser que le retrait de l'offre a également été largement motivé par la vive hostilité manifestée par les syndicats de l'entreprise

<sup>2</sup> Au premier rang desquels Damodaran, R. Brealey et S. Myers, Copeland ...

L'utilisation de primes et décotes en évaluation constitue certainement un aveu implicite du fait que la ou les méthodes d'évaluation mises en œuvre sont imparfaites. Elle se justifie cependant lorsqu'il n'existe pas d'alternative, par exemple en cas d'absence de source ou de référentiels pertinents (comparables boursiers, prime de risque, ...) pour appréhender les caractéristiques de la société évaluée ou lorsque le contexte de l'évaluation (cadre normé réglementaire ou fiscal) ne permet pas d'utiliser uniquement le critère d'évaluation que l'on jugerait le plus pertinent.

Ainsi en pratique, les primes et décotes peuvent-elles être définies à la fois :

- comme des variables d'ajustement des valeurs d'entreprise mesurées par l'application des méthodes standards (décotes de taille, d'illiquidité...);
- comme une contribution à la justification de l'écart entre la valeur d'une entreprise et son prix de cession (primes de contrôle...).

La présente étude a pour objectif d'analyser de façon détaillée et pragmatique les types de primes et décotes couramment utilisés dans le cadre des évaluations financières.

Elle repose à la fois sur une analyse de la littérature académique, principalement anglo-saxonne, et sur l'étude d'exemples concrets, financiers et juridiques, rencontrés par ses différents rédacteurs. Elle a été écrite dans un souci de pragmatisme en proposant une analyse pratique de chaque type de primes et décotes rencontrées permettant de mieux appréhender ces notions, pour faciliter leur application.

Il ne s'agit pas d'un ouvrage académique mais d'un outil pratique pour les professionnels de l'évaluation. Un accent particulier a été mis sur la prime de contrôle, sa définition et son fondement mais aussi la possibilité d'un « surpaiement » et sa sanction. Quant à la décote de minorité, qui fait l'objet d'une analyse dans différents contextes, les questions posées sont finalement : Existe-t-elle vraiment ? Ne peut-on avoir dans certains contextes une Prime de Minorité ? Et lorsqu'elle semble avérée ne recouvre-t-elle pas de fait plutôt une autre décote, de taille ou de liquidité ?

Car si l'empilement de plusieurs décotes peut se justifier dans certains contextes (réglementaire, fiscal ou parfois comptable), l'analyse détaillée de la société à évaluer et de la transaction envisagée devrait permettre d'éviter d'appliquer des décotes de minorité, de taille et de liquidité, qui globalement peuvent conduire parfois à diminuer de moitié la valeur de référence et posent alors la question de la pertinence de la méthode retenue.

De la même façon, et sans méconnaître l'existence des décotes de holding, leur niveau historique, de 30% à 50%, n'était-il pas dû, en partie, à une méthodologie de calcul de la valeur qui omettait certains éléments (fiscalité difficile à évaluer, frais de holding non capitalisés) ? Aujourd'hui, alors que la fiscalité a diminué et que les méthodes de calcul ont évolué grâce notamment à l'amélioration de l'information publiée par les sociétés, que reste-t-il de cette décote, au-delà de la décote d'illiquidité qui affecte un certain nombre de holdings cotées, notamment dans le contexte actuel où la liquidité prend de l'importance ? (chapitre 2 : Etude des principales primes/décotes).

Le « Panorama des principaux autres types de primes et décotes » (chapitre 3) aborde des sujets classiques comme la décote sectorielle ou la décote d'absence de droit politique / droit de vote, mais élargit également le débat à des notions plus expérimentales comme la prime d'encastrement, sociétale, de valeur durable ou encore des décotes climatiques. Ces sujets qui apparaîtront à certains exotiques ne pouvaient cependant être passés sous silence. « L'Approche transversale des primes/décotes sous l'angle juridique et fiscal » (chapitre 4) analyse la jurisprudence en la matière et propose une grille de synthèse des primes et décotes acceptées par l'administration fiscale.

Dans le même esprit de pragmatisme pour les professionnels de l'évaluation, ce document présente une grille de détermination synthétique des primes et décotes, qui n'a pas vocation à se substituer à une analyse fine et détaillée de la société à évaluer, de son business plan ou des sociétés comparables, mais doit permettre d'intégrer le contexte particulier dans lequel se situe l'évaluation, qu'il soit transactionnel ou non (chapitre 5 : Grille de détermination synthétique des primes et décotes).

## CHAPITRE 1

### DEFINITION DE LA VALEUR DE REFERENCE

---

Les primes et décotes sont utilisées dans la pratique pour traduire deux réalités différentes :

- Certaines situations ou contextes particuliers nécessitent que soit évalué un supplément ou une réduction de valeur par rapport à la valeur de l'activité ou de l'entité évaluée : prise de contrôle (qui peut justifier une prime de contrôle) ou prise de participation minoritaire (qui pourrait justifier une décote de minorité), par exemple.
- L'utilisation de certaines méthodes imprécises mais incontournables (par exemple pour satisfaire aux nécessités réglementaires de procéder à une évaluation multicritère) rend parfois nécessaire un ajustement des résultats obtenus : c'est notamment le cas lorsque l'on utilise des méthodes analogiques sur la base d'un échantillon de sociétés non totalement comparables (décotes de taille, parfois d'illiquidité). Ces ajustements doivent être limités et l'évaluateur essaiera dans la mesure du possible d'éviter d'utiliser des méthodes par trop imprécises (ou uniquement à titre de recoupement).

Préalablement à l'étude des primes et décotes proprement dites, il nous a paru primordial de définir les différentes références de valeurs d'une entreprise (ou « *standard of value* ») afin de bien appréhender la base sur laquelle pourront s'appliquer d'éventuelles primes et décotes. Cette notion n'est pas très utilisée en France, mais elle est très importante aux Etats-Unis où des normes professionnelles propres aux évaluateurs ont été mises en place depuis longtemps<sup>3</sup>.

Deux approches doivent être distinguées :

- la valeur de référence (ou « *fair value* ») dérivée d'une analyse intrinsèque de la situation financière et des perspectives de l'activité ou de l'entité à évaluer en retenant les hypothèses d'exploitation futures de la direction actuelle ou d'un acteur de marché quelconque<sup>4</sup> (résultant d'une actualisation de flux futurs de trésorerie, qui peut, dans certains cas, correspondre à la valeur boursière observée sur le marché) ;
- la valeur pour un opérateur spécifique (ou « *investment value* ») dérivée de la valeur de marché à laquelle sont ajoutées les attentes d'un investisseur spécifique, plus communément appelées synergies opérationnelles et financières.

Ainsi, il existe différentes notions de valeur d'une société (valeur de référence, valeur fondamentale, ...) qui sont à l'origine de nombreux débats entre auteurs dont une présentation synthétique est faite en annexe 1.

---

<sup>3</sup> Voir American Society of Appraisers, Business Valuation Standards, 2001

<sup>4</sup> Par exemple, un analyste *sell-side* ou *buy-side* ayant ses propres anticipations sur la société évaluée



## **Valeur de référence**

La valeur de référence d'une entreprise est inséparable de l'anticipation de ses perspectives futures. Conceptuellement, cette valeur est égale à la somme de toutes les valeurs qu'elle prendrait dans chacun des scénarii d'avenir possible pondérées par leur probabilité d'occurrence. L'actualisation de flux de trésorerie « attendus » (au sens mathématique du terme) correspond à la méthode permettant au mieux d'appréhender la valeur dans la mesure où elle s'appuie sur un modèle fiable intégrant les données de marché. Ainsi, dès lors que l'évaluateur s'appuie sur un plan d'affaires pour réaliser ses travaux, il doit s'assurer que ce dernier reflète les flux de liquidités attendus par le marché.

Naturellement, cette méthode peut ne pas être aisément mise en œuvre dans les secteurs où il n'existe pas une véritable dynamique de marché, situations dans lesquelles il n'existera pas ou peu de références externes (études sectorielles, notes d'analyse sur la société et les sociétés du secteur) permettant d'apprécier la pertinence des flux retenus pour le calcul.

Il est d'usage d'admettre que la valeur de référence d'une entreprise cotée est constituée en première analyse de sa capitalisation boursière. Ainsi, l'IVSC<sup>5</sup> définit la valeur de marché comme la valeur d'un bien arrêtée entre un acheteur et un vendeur potentiel indépendants l'un de l'autre (proche de la définition de la juste valeur selon l'IASB).

En toute logique, la capitalisation boursière dans un marché bien informé devrait être proche de la valeur obtenue par actualisation de flux futurs de trésorerie, dans la mesure où le plan d'affaires utilisé est partagé par le marché. En cas de divergence, il convient de se réinterroger à la fois sur le caractère pertinent du cours de bourse et sur celui des hypothèses utilisées dans le modèle DCF.

L'appréciation du caractère pertinent d'une valeur boursière repose sur une analyse précise des caractéristiques de l'action de la société et de son environnement, à savoir :

- un examen des principales caractéristiques boursières de la société (type de marché, flottant, liquidité du titre, volatilité, qualité de l'information publiée, résistance aux rumeurs ...);
- une analyse du rendement offert aux actionnaires par rapport à des alternatives de placements ;
- une analyse des performances financières de la société par rapport à celles des sociétés comparables permettant de justifier le comportement boursier du titre ;
- une synthèse des différentes recommandations et avis de marché permettant de comprendre et d'identifier les principales hypothèses à l'origine de la capitalisation boursière de référence.

---

<sup>5</sup> IVSC : International Valuation Standards Committee, 8ème édition, juillet 2007

Plus encore, un analyste externe ne doit pas oublier que le cours de bourse d'une action est souvent impacté par les anticipations des investisseurs concernant :

- la probabilité d'un éventuel changement de direction (qui se matérialisera par l'ajout d'une valeur de contrôle à la valeur de marché – voir section suivante consacrée à la prime de contrôle) ;
- la probabilité d'une éventuelle offre d'acquisition des actions de la société (qui se matérialisera par l'ajout d'une valeur synergique à la valeur de marché, valeur qui peut être incluse le cas échéant dans la valeur de contrôle si le changement de direction est externe).

La confrontation entre capitalisation boursière et analyse des flux futurs de trésorerie actualisés permettra généralement à l'évaluateur de parvenir à une synthèse de la valeur de référence d'une entreprise dont les actions sont cotées en bourse. Dans certains cas spécifiques (déséquilibres des marchés par exemple), la capitalisation boursière pourra ne pas apparaître comme une bonne représentation de la valeur de référence et la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie semblera mieux adaptée au calcul de valeur de la société, dans la mesure où les hypothèses retenues dans le modèle auront pu être parfaitement étayées sur la base de données de marché.

Pour les sociétés non cotées, la valeur de référence ne peut s'apprécier que sur la base d'une analyse multicritère fondée principalement sur l'actualisation des cash-flows futurs, recoupée par des multiples boursiers dérivés de sociétés comparables.

### **Valeur pour un investisseur spécifique (acheteur – vendeur)**

La valeur pour un investisseur spécifique correspond à la valeur de marché de l'entreprise majorée de la valeur que pourra apporter un acquéreur pouvant mettre en œuvre des synergies opérationnelles et financières<sup>6</sup>. Elles représentent le supplément de valeur que cet investisseur attend de son investissement dans l'entreprise. Cette valeur est étudiée dans la section consacrée à la prime de contrôle.

Propre à chaque investisseur, elle ne peut donc pas constituer une base de valeur pour l'ensemble du marché. Seule la valeur de référence (souvent assimilée à la valeur *stand alone*<sup>7</sup>) constitue une référence de valeur commune à l'ensemble des investisseurs. Par conséquent, les primes et décotes doivent s'appliquer à cette valeur.

---

<sup>6</sup> Concernant l'existence de synergies financières, le débat reste ouvert. Selon certains auteurs (cf. B. Husson – La prise de contrôle d'entreprises – p 29 et 30), « l'existence de synergies purement financières fondées sur la réduction du risque d'illiquidité ne semble donc pas plus confortée par les travaux empiriques (...) que par les développements récents de la théorie financière. Une telle constatation ne peut que jeter un doute profond sur la pertinence des opérations de regroupement sans fondements d'ordre industriel ou commercial ». D'autres nuancent cette appréciation « Une première synergie financière c'est donc la prime d'assurance que l'entreprise fusionnée se fabrique en se diversifiant et en grandissant » (cf F. Meunier- Revue Echanges n°249 – Décembre 2007).

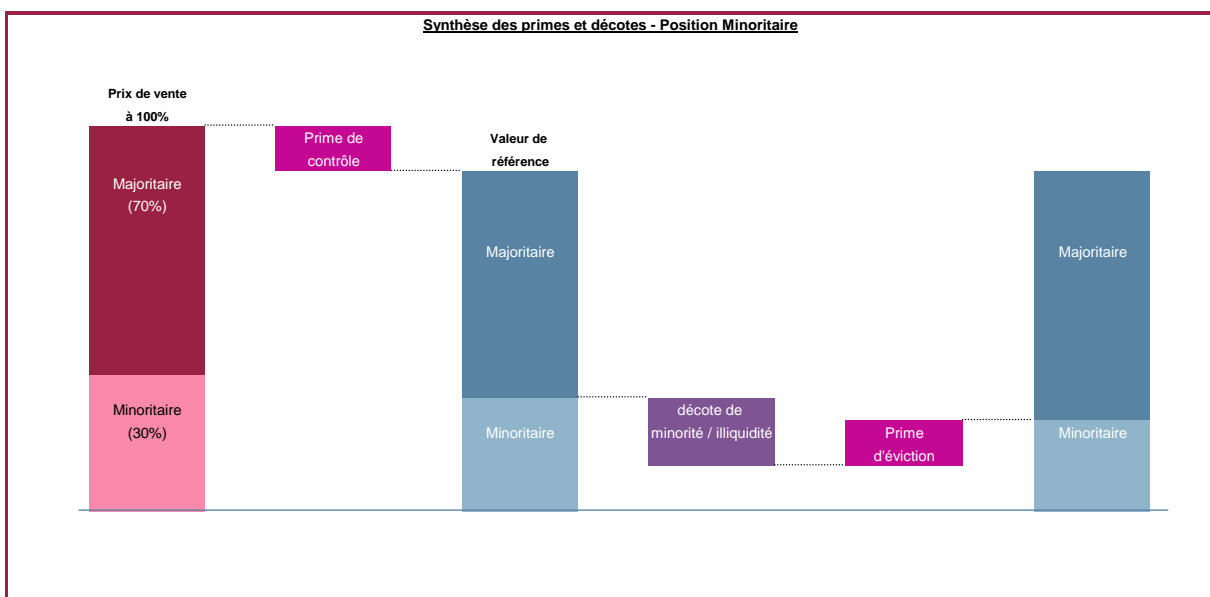
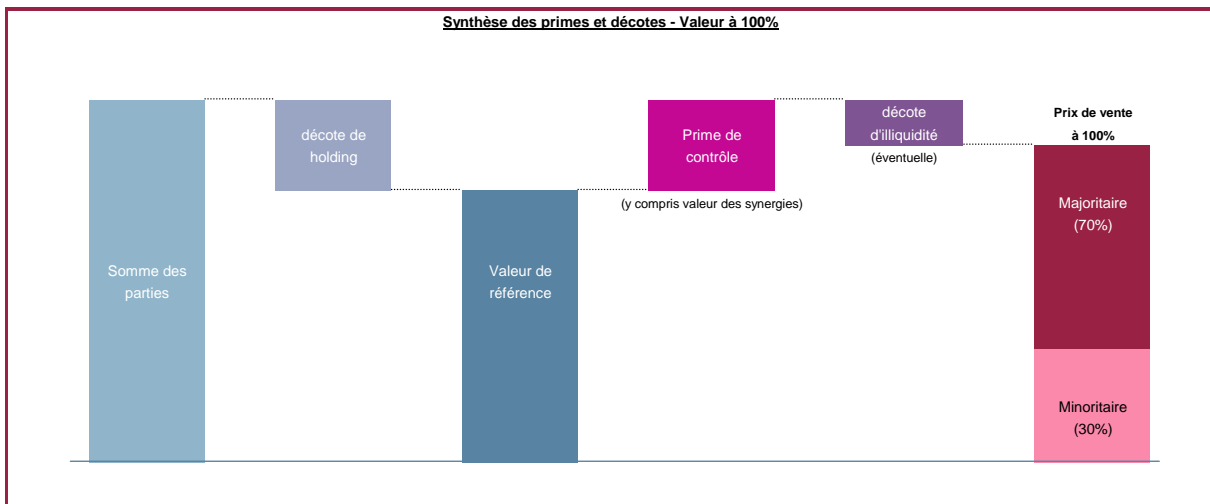
<sup>7</sup> En théorie pourtant, la valeur de référence déterminée sur la base de multiples scénarii d'avenir possibles pondérés par leur probabilité d'occurrence, peut prendre en considération des situations de changement d'actionariat si celles-ci font partie des scénarii envisageables.

*Les compléments de prix et autres accords entourant la transaction*

Le prix de la transaction, lorsqu'il est rendu public, n'intègre souvent pas d'évaluation des compléments de prix, n'intègre généralement pas les modalités de règlement (immédiat, différé, sous forme cash ou titre) ni les divers accords pouvant lier l'acheteur et le vendeur (contrats de distribution, accords de non concurrence, contrat de travail, garanties de passif).

L'absence d'information sur ces éléments importants des contrats de cession peut réduire la pertinence des multiples des transactions calculés à partir de données publiques. L'évaluateur, s'il utilise une approche analogique recourant à des multiples de transactions, doit s'interroger a minima sur l'éventualité d'accords de cette nature affectant les prix de l'échantillon de transactions comparables retenues.

**Synthèse primes et décotes**



Source : Jean-Florent Rérolle - Houlihan Lokey

## CHAPITRE 2

### ETUDE DES PRINCIPALES PRIMES ET DECOTES

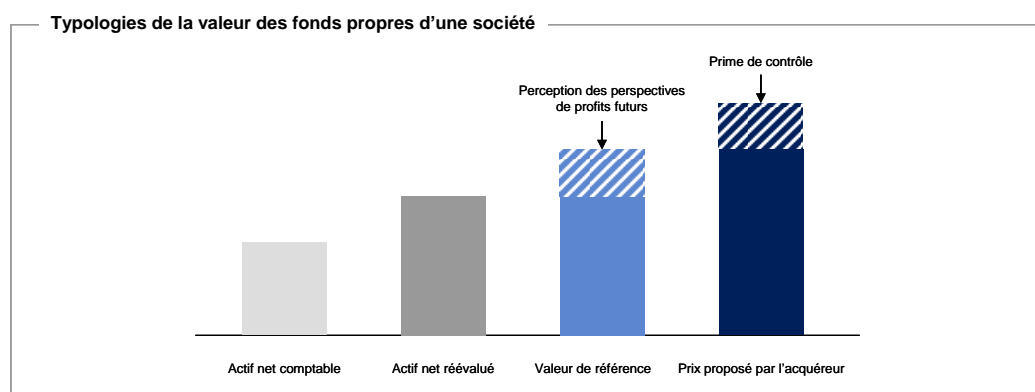
#### 1. La prime de contrôle

##### 1.1 Définitions

La prime de contrôle représente le prix supplémentaire par rapport à la valeur de référence d'une société qu'un investisseur paie pour détenir le contrôle du capital de cette société.

Le contrôle peut revêtir une forme juridique (contrôle du conseil d'administration et / ou de l'assemblée générale) ou une forme plus opérationnelle comme la capacité à contrôler les ressources de l'entreprise-cible.

De façon schématique, la prime de contrôle peut être définie de la façon suivante :



La valeur comptable des fonds propres rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la société tandis que l'actif net réévalué correspond à une évaluation de marché de l'ensemble des actifs et passifs de l'entreprise, y compris les engagements hors bilans.

La valeur de référence (qui peut être intrinsèque ou boursière, cf. chapitre 1) correspond à la perception de la valeur de la société (par le marché dans le cas d'une société cotée). Le prix proposé par un acquéreur dans le cadre d'une transaction majoritaire est donc constitué de la valeur de référence (valeur intrinsèque ou valeur de marché mesurée sur une période de référence) majorée d'une prime correspondant pour l'acheteur à (une partie de) la création de valeur anticipée du fait de la prise de contrôle.

La détermination de la prime de contrôle n'est pas aisée dans la mesure où, pour un acquéreur potentiel et en l'absence de compétition, le prix maximum acceptable dépend des résultats prévisionnels de la société cible compte tenu de la prise de contrôle, c'est-à-dire en incorporant l'impact des éventuels effets de synergies et des risques associés à la bonne réalisation de ces résultats prévisionnels. A noter qu'un processus concurrentiel peut conduire à des niveaux d'évaluation largement supérieurs au prix maximum acceptable tel que défini plus haut, en fonction de l'appétence des acquéreurs potentiels.

L'analyse des transactions précédemment réalisées sur des sociétés cotées est toutefois un bon indicateur de la prime de contrôle telle que valorisée par le marché. Le tableau ci-dessous analyse les primes payées dans le cadre d'offres publiques d'achat réalisées en Europe entre 2005 et mi-2007 :

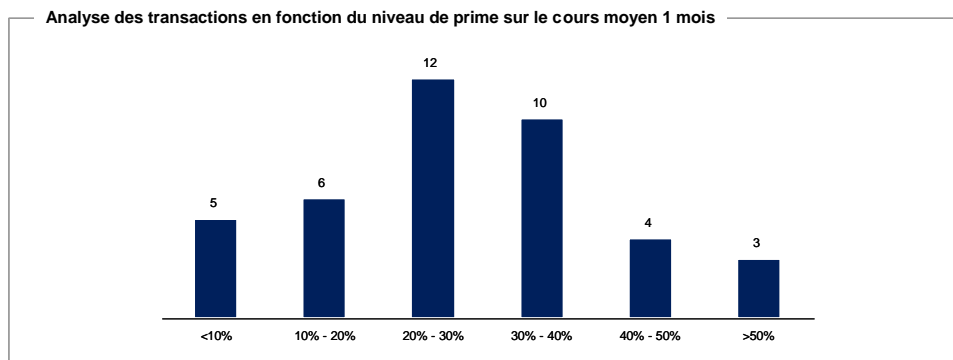
**Primes offertes dans le cadre d'OPA en Europe**

Informations sur l'Offre							Prime			
Date annonce	Cible	Acquéreur	% acquis	Nature de l'offre	Prix de l'Offre €/action	Taille de l'Offre M€	Spot	Moyenne 1m	Moyenne 3m	Moyenne 6m
20/01/2005	Aggregate Industries	Holcim	100%	Numéraire	1.99	2,612	22.3%	34.7%	40.3%	46.5%
09/03/2005	RAC	Aviva	99%	Numéraire/Actions	13.47	1,602	25.0%	32.5%	41.8%	41.3%
21/04/2005	Allied Domecq	Pernod Ricard	100%	Numéraire/Actions	9.79	10,963	24.9%	28.0%	31.2%	33.4%
08/05/2005	Edison Spa	EDF/AEM	50%	Numéraire	1.86	3,842	9.3%	14.5%	16.9%	17.6%
10/05/2005	P&O Nedlloyd	AP Moeller-Maersk	100%	Numéraire	57.00	2,317	37.3%	36.7%	34.3%	44.2%
13/05/2005	Foersaekrings AB Skandia	Old Mutual PLC	100%	Numéraire/Actions	4.74	4,852	2.9%	24.3%	21.1%	27.6%
10/06/2005	Heidelberg Cement	Spohn Cement	40%	Numéraire	60.00	2,758	19.5%	21.4%	23.8%	25.0%
03/08/2005	BPB	Saint Gobain	100%	Numéraire	11.34	5,750	53.7%	45.0%	53.2%	53.2%
05/09/2005	Endesa SA	Enel	46%	Numéraire	40.16	19,320	110.4%	118.9%	118.0%	124.9%
19/09/2005	Exel	Deutsche Post	100%	Numéraire/Actions	18.44	5,399	25.4%	30.0%	38.1%	42.9%
20/10/2005	Paladin Resources	Talisman Energy Resources	100%	Numéraire	5.25	1,800	29.9%	18.4%	24.0%	44.9%
31/10/2005	O2	Telefonica SA	100%	Numéraire	2.94	26,225	22.0%	25.6%	31.3%	42.7%
15/11/2005	Eurohypo AG	Commerzbank AG	66%	Numéraire	19.60	4,560	-15.6%	-22.6%	-23.4%	-19.7%
14/12/2005	ASF	Vinci SA	50%	Numéraire	51.00	5,937	2.2%	5.7%	7.4%	7.5%
09/12/2005	Smedvig ASA	Seadrill Ltd	100%	Numéraire	26.43	2,031	30.6%	48.2%	44.7%	45.5%
27/01/2006	Arcelor	Mittal Steel	94%	Numéraire/Actions	39.98	25,772	80.9%	86.5%	92.8%	104.2%
03/02/2006	Banca Nazionale del Lavoro SpA	BNP Paribas SA	51%	Numéraire	2.98	4,667	0.5%	3.3%	7.0%	9.4%
06/03/2006	BOC	Linde	100%	Numéraire	23.30	11,689	39.3%	36.2%	38.9%	42.0%
15/03/2006	Euronext NV	NYSE Group Inc	100%	Numéraire/Actions	70.43	7,927	17.5%	34.8%	50.5%	72.2%
24/03/2006	Schering	Bayer	92%	Numéraire	89.00	16,316	33.4%	49.3%	55.6%	62.3%
28/04/2006	Telefonica Publicidad	Yell Group PLC	94%	Numéraire	8.50	2,892	-4.9%	-7.4%	-3.5%	7.3%
29/05/2006	PLIVA dd	Barr Pharmaceuticals Inc	92%	Numéraire	112.76	1,924	32.4%	36.8%	40.6%	60.2%
06/06/2006	Inmobiliaria Colonial SA	Grupo Inmocaral SA	54%	Numéraire	63.00	2,032	11.0%	14.1%	12.1%	18.6%
13/06/2006	Emporiki Bank SA	Credit Agricole SA	63%	Numéraire	25.00	2,086	0.8%	2.2%	-6.3%	-8.7%
25/06/2006	Toro Assicurazioni SpA	Assicurazioni Generali SpA	56%	Numéraire	21.20	2,140	27.3%	35.8%	29.6%	30.4%
28/07/2006	Inmobiliaria Urbis SA	Construcciones Reyal SA	96%	Numéraire	26.00	3,317	1.6%	25.5%	34.9%	37.3%
21/08/2006	WM-data AB	LogicaCMG PLC	100%	Numéraire/Actions	3.01	1,265	25.3%	28.5%	24.8%	19.8%
21/09/2006	Serono International SA	Merck KGaA	66%	Numéraire	692.58	6,696	2.4%	25.5%	29.7%	29.8%
25/09/2006	Schwarz Pharma AG	UCB SA	88%	Numéraire/Actions	91.09	3,742	3.2%	25.4%	25.5%	30.1%
28/09/2006	Fadesa InmobiliariaSA	Martinsa Grupo Inmobiliario	86%	Numéraire	35.70	3,498	1.7%	37.1%	36.4%	32.0%
02/10/2006	Corus Group PLC	Tata Steel UK Ltd	100%	Numéraire	8.97	11,078	54.1%	59.3%	51.5%	50.2%
28/11/2006	Scottish Power PLC	Iberdrola SA	100%	Numéraire/Actions	11.29	16,910	12.8%	13.8%	19.1%	26.6%
04/12/2006	RHM PLC	Premier Foods PLC	100%	Numéraire/Actions	5.23	1,824	29.6%	31.2%	29.3%	29.6%
15/12/2006	Gallaher Group PLC	Japan Tobacco Inc	100%	Numéraire	17.00	11,165	17.4%	22.7%	27.7%	30.9%
19/02/2007	Converium Holding AG	SCOR	96%	Numéraire/Actions	13.94	1,972	5.8%	23.0%	31.0%	37.1%
12/03/2007	FASTWEB SpA	Swisscom AG	82%	Numéraire	47.00	3,079	20.4%	14.8%	12.2%	19.8%
10/04/2007	PUMA AG	PPR SA	73%	Numéraire	330.00	3,302	15.6%	22.5%	18.1%	16.7%
25/04/2007	ABN-AMRO Holding NV	Consortium	86%	Numéraire/Actions	38.40	62,047	39.8%	42.5%	51.1%	58.5%
03/05/2007	Hanson PLC	Spohn Cement	100%	Numéraire	16.11	11,541	7.3%	30.3%	32.5%	36.9%
23/07/2007	DEPPA Bk PLC	Hypo Real Estate Holding AC	100%	Numéraire/Actions	16.09	5,681	3.8%	18.1%	18.6%	19.5%
	Moyenne						22.0%	29.3%	31.6%	36.3%
	Médiane						19.9%	26.8%	30.3%	32.7%

Sources: Sociétés, Thomson Financial, Mergermarket, presse, Datastream

Le périmètre de cette analyse, qui ne se veut pas exhaustive, se limite à l'étude des offres publiques en cash ou avec un mix cash-titres (i) réalisées par des industriels, (ii) portant sur une majorité du capital et (iii) dont le montant excède 1 milliard d'euros.

Le tableau fait ressortir une prime moyenne sur le cours moyen un mois de l'ordre de 29%, tandis qu'elle s'établit à environ 32% sur le cours moyen 3 mois. Le graphique ci-dessous illustre la répartition des transactions de l'échantillon en fonction du niveau de prime :



Cette analyse de primes a été effectuée sur la base de cours non perturbés par des éléments spéculatifs (cours avant rumeurs).

Le cours d'une société cotée, censé refléter sa valeur de référence (du moins telle que perçue par le marché), peut en effet être perturbé avant même toute opération, et intégrer une prime spéculative, liée par exemple à des rumeurs d'offre, à des fuites liées à l'opération bien en amont de son annonce ou à la mise en place d'un processus compétitif. Le cas échéant, l'existence de cette prime spéculative dans le cours de la société avant la transaction peut rendre difficile l'analyse de la prime de contrôle.

## 1.2 Fondements de la prime de contrôle

Conceptuellement, les synergies ne sont pas le seul fondement du paiement d'une prime par l'acquéreur : le contrôle confère non seulement des avantages liés à l'identité de l'acquéreur telles que les synergies avec les activités existantes de l'acquéreur, mais également des avantages, non nécessairement monétaires, liés exclusivement à la détention du contrôle en soi. Ces avantages objectifs concernent la capacité de déterminer la politique de l'entreprise, notamment la désignation des dirigeants, la politique de distribution, etc<sup>8</sup>.

L'acquéreur escompte par conséquent tirer un gain de son acquisition à la fois (i) par une gestion meilleure ou différente et (ii) par la naissance de synergies de coûts ou de revenus avec ses activités préexistantes.

---

<sup>8</sup> Voir article de Maurice Nussenbaum et Claire Karsenti sur l'Evaluation d'entreprises - Option Finance (N°704)

Cette analyse rejoint la typologie de travaux d'évaluateurs ayant analysé la prime de contrôle. Les projections de marges de l'acquéreur intègrent à la fois :

- La « valeur de contrôle », différence entre les marges attendues dans une approche « stand alone » ou « statu quo » et celles résultant d'une gestion optimale de la cible par l'acquéreur
- Les « synergies » résultant du rapprochement des deux structures cible/acquéreur.

### *Meilleure gestion*

Une « meilleure gestion » de la cible doit assurer une meilleure rentabilité du capital immobilisé. Elle peut signifier le démantèlement de groupes constitués par des dirigeants qui, dans le souci de recycler des excédents de capitaux, ont abouti à la constitution de groupes diversifiés mais financièrement sous-performants.

Elle nécessite alors un recentrage sur l'activité principale de la cible où l'acquéreur doit disposer d'une parfaite maîtrise des savoir-faire métiers. Certains groupes, à la tête d'une trésorerie abondante, ont d'ailleurs parfois effectué des opérations de croissance externe en dehors de leur métier de base, pour quelques années plus tard opérer une revente vers un opérateur du secteur<sup>9</sup>.

### *Gestion différente*

La « gestion différente » prend parfois une dimension plus polémique lorsque l'on considère qu'un intervenant étranger ou purement financier (donc ne craignant pas de perte de valeur sur son activité préexistante) aura les coudées plus franches pour (i) remettre en cause les avantages acquis ou contrats implicites ou (ii) réorganiser à l'échelle régionale ou mondiale la production.

Certains chercheurs américains évoquent les « transferts de richesses »<sup>10</sup> comme étant à l'origine d'une partie de la prime de contrôle :

- de l'État vers l'acquéreur (l'acquéreur bénéficie d'aides directes ou fiscales ou transfère à la collectivité le coût social de son action)
- des salariés vers l'acquéreur (rupture des avantages acquis ou contrats implicites)
- des consommateurs (dégradation de la qualité du produit et/ou augmentation des prix), des clients (exemple : vente à la découpe d'un parc locatif), des sous-traitants ou des fournisseurs (pression résultant de la création d'une situation dominante) vers l'acquéreur

---

<sup>9</sup> Ce fut le cas notamment de Bouygues acquérant le groupe Drouot pour le revendre à Axa en 1983. Plus récemment le groupe automobile Fiat a vendu en 2003 le groupe d'assurance Toro à l'éditeur d'Agostini, qui l'a lui-même revendu en juin 2006 au groupe d'assurances Generali

<sup>10</sup> Bidder Overpayment in Takeovers - Bernard S Black Stanford Law Review, vol 41 N°3 (Feb 1989) pp 611 – point C Wealth Transfers

Lorsque des abus existent, ils résultent à notre sens d'une réglementation inadaptée en terme de prévention ou de répression (recours à des aides puis délocalisation, destruction ou pillage volontaire des savoir-faire d'un concurrent, constitution de positions dominantes). Lorsque ces restructurations s'effectuent dans un cadre adapté et dans une perspective de long terme, la prime de contrôle a bien pour contrepartie une création et non un simple transfert de valeur.

Le groupe acquéreur peut apporter son savoir-faire pour gérer au mieux les conséquences humaines de la reconversion ou proposer des possibilités de reclassement dans un groupe plus large (aides à la mobilité professionnelle ou géographique). Il apporte dans des groupes exsangues les capacités financières nécessitées par le coût à court terme de l'adaptation. L'acheteur contribue alors de manière positive à faire disparaître des situations de rente injustifiées qui menaçaient à terme la survie de l'entreprise acquise, dans un environnement compétitif.

#### *Synergies de coûts et de revenus*

Ces synergies sont opérationnelles et liées à la mise en commun de ressources (augmentation du chiffre d'affaires, réduction de coûts via des économies d'échelle). Elles sont également financières et managériales par la constitution d'ensembles plus vastes favorisant une meilleure allocation du capital, les brassages d'expertises, et des parcours de carrière motivants pour les cadres du nouvel ensemble constitué.

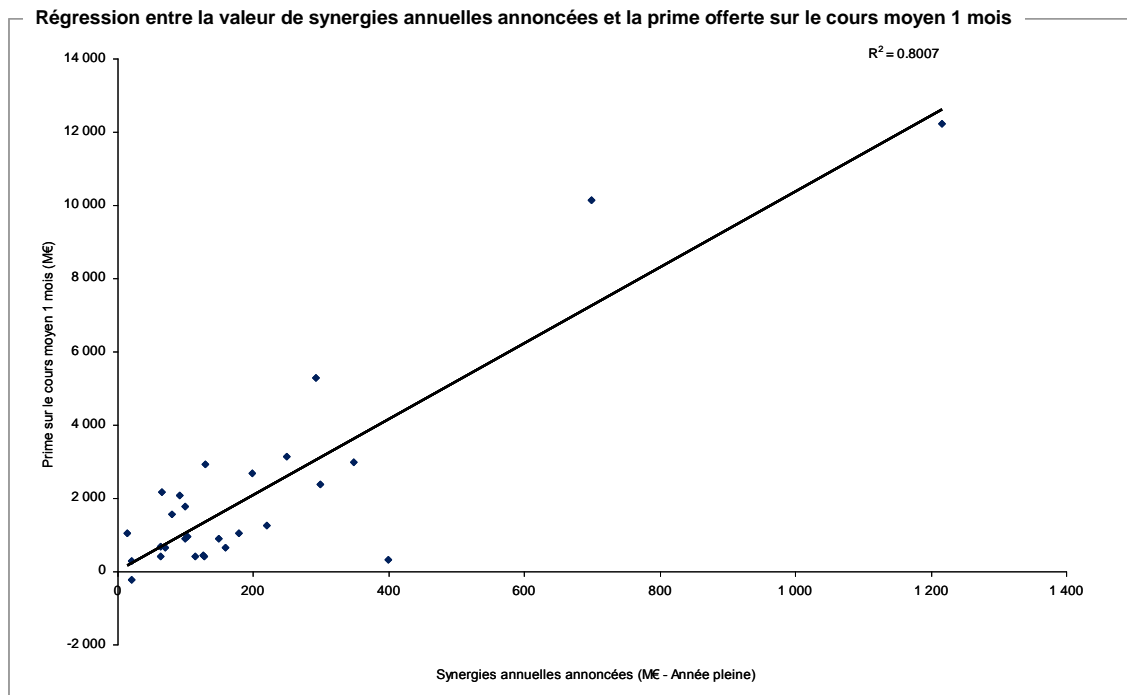
Dans les faits, il est souvent considéré que le fondement théorique de la prime de contrôle se résume à la valeur actuelle des synergies que le rapprochement doit permettre de mettre en œuvre. L'industriel est donc prêt à payer plus parce qu'il va gérer sa cible d'une façon telle qu'il espère que la somme des bénéfices de la cible et de son groupe sera supérieure après le rapprochement à ce qu'elle est aujourd'hui.

Dans la plupart des opérations portant sur des sociétés cotées, il est annoncé un montant de synergies anticipées qui justifient l'opération. Souvent, le montant de ces synergies est donné sur un horizon de trois ans, sans toujours mentionner le montant des coûts de restructuration nécessaires pour les dégager et qui vient normalement minorer leur valeur pour déterminer la prime de contrôle théoriquement maximum.

Le graphique ci-après illustre la corrélation entre le niveau de prime payée d'une part et le niveau de synergies d'autre part, dans le cadre de l'échantillon de transactions analysé plus haut.

Le tableau des données sous-jacentes figure en Annexe 2.





Seules les transactions pour lesquelles une quantification des synergies était disponible ont été prises en compte dans le cadre de cette analyse.

Comme le montre la régression ci-dessus, il existe effectivement une forte corrélation entre le niveau de prime et la valeur des synergies attendues de l'opération, ce qui justifie par conséquent la prise en compte du niveau de synergies attendues comme une bonne mesure pour appréhender le niveau de la prime de contrôle.

### 1.3 Position de l'acheteur : maximiser la prime de contrôle conservée

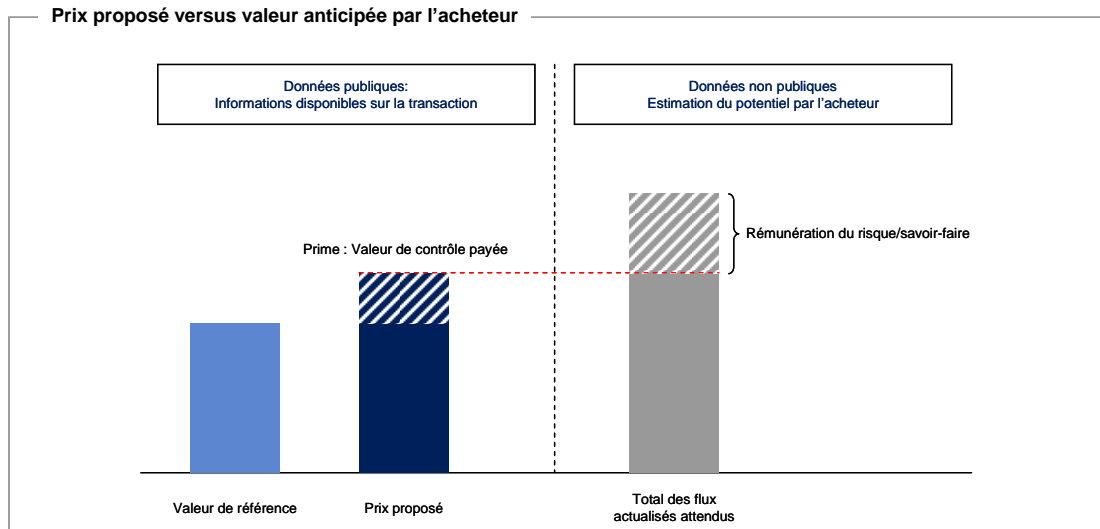
L'objectif de l'acheteur est de maximiser l'écart potentiel entre les espérances de marges qu'il attend de la prise de contrôle de la société (valorisation dérivée de ses projections de marges actualisées) et le prix payé<sup>11</sup>.

L'écart est maximal lorsque l'acheteur identifie une cible qui (i) présente, étant donné ses activités et compétences existantes, un fort potentiel et (ii) subit simultanément une forte décote sur le marché.

En payant une « prime » au vendeur, l'acheteur rétrocède une partie de cette espérance de gain, le solde conservé par l'acheteur correspondant à la rémunération du risque ou des savoir-faire spécifiques devant être déployés dans une meilleure gestion de la cible.

<sup>11</sup> Par définition, la notion d'« overpayment » évoquée en partie I (prix payé supérieur aux projections des marges incluant les synergies) est exclue de cette approche.

Le tableau ci-dessous illustre les objectifs recherchés par l'acheteur :



En théorie, il est possible de concevoir que, dans le cadre d'une transaction publique par exemple, une prime de contrôle nulle ou négative (prix proposé inférieur au prix de marché) puisse être proposée aux actionnaires de la cible. Ce fut notamment le cas en février 2007, lorsque le NASDAQ (bourse américaine), qui détenait déjà 28,75% du London Stock Exchange (LSE), fit une tentative de rachat à 1 243 pence l'action contre un cours de 1 282 pence. Cette prime de contrôle négative fut justifiée par le NASDAQ par la concurrence croissante dont allait être victime la place de Londres, notamment le projet Turquoise associant 7 grands établissements bancaires mondiaux. L'échec de la tentative du NASDAQ, du fait de l'absence de prime de contrôle, n'étonna pas les observateurs.<sup>12</sup>

Un autre exemple, plus ancien, vient de la prise de contrôle par Axa en 1990 aux Etats-Unis de la société d'assurance mutuelle Equitable en pleine déconfiture financière (crise des « obligations pourries »). Il s'agissait d'une opération délicate associant une démutualisation et une acquisition. Pour fixer la valeur de la société, il a été proposé aux autorités de tutelle que le cours de bourse, donnée constatable et objective, détermine la valeur. Dans un contexte de crise pour les valeurs financières, l'acquéreur maximisait ainsi l'écart entre les flux attendus résultant de la gestion d'une entreprise qu'il jugeait à fort potentiel et le prix payé résultant de l'évaluation du marché<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> « Le Nasdaq échoue à nouveau dans son OPA sur la bourse de Londres » Le Monde, mardi 13 février 2007

<sup>13</sup> Voir la relation faite par Claude Bébéar dans l'interview de septembre 2002 de la revue Gérer et comprendre - page 10 – « Axa une croissance exponentielle 1975-1999 »

Ces exemples démontrent que, pour réussir une opération, il convient de choisir une « fenêtre » où le cours du marché permet d'offrir aux actionnaires un prix considéré normal et constaté dans le cadre de transactions récentes de même nature. Si des rumeurs ont fait monter de manière artificielle et spéculative le cours d'une cible dans les mois précédant la transaction, la prime offerte devra être calculée et justifiée sur une base avant rumeurs. Dans les cas extrêmes, l'acheteur potentiel pourra être amené à renoncer ou différer son acquisition, faute d'être en mesure d'offrir une prime acceptable par rapport au cours qui n'obère pas de manière dangereuse sa propre espérance de gain.

### *Le surpaiement et ses sanctions*

La notion de surpaiement (« overpayment ») qui signifie que, d'entrée, un acheteur accepte de payer plus que la valeur des flux futurs de l'entité achetée, est un cas très particulier.

Au-delà de la « valeur de nuisance » (élimination d'un concurrent)<sup>14</sup>, le surpaiement réel et non justifié est d'une tout autre nature et est la conséquence, généralement, d'éléments irrationnels et assez subjectifs (exposition médiatique des dirigeants, inexpérience, soutien apporté par le marché aux opérations de croissance externe d'envergure, ...). Ainsi, il existe plusieurs contextes pouvant générer des situations de surpaiement :

2. les contextes de « bulle » financière, avec une forte déconnection entre les prix de marché et une approche raisonnable des flux opérationnels à long terme ;
3. la nécessité, imposée par le marché de distribuer ou de réinvestir rapidement les capitaux issus de cessions d'actifs, cette dernière solution étant clairement privilégiée par le management en place ;
4. le règlement des acquisitions en actions, qui peut inciter les sociétés, dont le titre serait particulièrement bien apprécié par les marchés, à payer au prix fort des acquisitions dont la valeur stratégique apparaîtrait déterminante.

Ces surpaiements peuvent bien évidemment être sanctionnés par des dépréciations a posteriori, dans la mesure où ils correspondent à une espérance de gain payée au vendeur ne se matérialisant pas.

Compte tenu de l'impossibilité de reprendre les dépréciations de goodwill, quelle que soit l'évolution ultérieure de la valeur (IAS 36), les provisionnements se font en général tardivement, et sous la pression des auditeurs qui constatent une dégradation récurrente de la valeur d'utilité (« Value in Use »).

---

<sup>14</sup> Le procédé n'est pas nouveau, puisqu'en 1832 les cristalleries de Saint-Louis et Baccarat s'allièrent pour racheter les cristalleries du Creusot et fermer le site. Dans ce cas le surpaiement n'est qu'apparent : les surprofits résultant de l'acquisition sont réalisés dans une autre structure ou une structure plus large (groupe) que l'entité acquise.

Il convient cependant de souligner le rôle de « garde-fou » joué par les agences de notation, afin d'éviter qu'une acquisition importante puisse remettre en cause la pérennité de l'entreprise, en cas d'échec de la gestion post-acquisition. La menace d'une dégradation de notation peut amener une entreprise à renoncer à une acquisition en refusant de surenchérir face à des concurrents.

## **2. La décote de minorité**

Se fondant sur le principe, intuitif, selon lequel exercer le pouvoir confère plus d'avantages que de le subir, une décote de minorité est parfois pratiquée dans les évaluations.

Souvent considérée comme l'inverse de la notion de prime de contrôle, cette décote traduit un ajustement à la baisse de la valeur des titres d'une société afin de prendre en compte le fait que le détenteur des titres n'est pas majoritaire dans le capital de la société et ne peut donc influencer sur la marche opérationnelle de la société et sur l'utilisation de ses flux financiers. Toutefois, cette position est très largement discutée par les praticiens dans la mesure où l'application de cette décote pourrait traduire l'idée ou bien qu'un actionnaire minoritaire n'a pas le même droit financier que l'actionnaire majoritaire d'une société, idée notamment combattue par les autorités de réglementation des marchés financiers, ou bien que l'actionnaire minoritaire ne fait pas confiance à l'actionnaire majoritaire pour la gestion des flux de trésorerie disponibles. Or, il semble difficile d'imaginer qu'un majoritaire ait des motifs de réinvestir dans des projets procurant une rentabilité inférieure au coût du capital<sup>15</sup>.

### **2.1 Les fondements de la décote de minorité**

La décote de minorité est justifiée dans la littérature financière par les inconvénients inhérents à l'absence de pouvoir, notamment :

- la difficulté (croissante avec la faiblesse de la détention) d'influer sur la politique de distribution de dividendes ;
- l'impossibilité d'agir sur la stratégie de l'entreprise ;
- l'impossibilité de modifier l'équipe dirigeante ;
- la moindre connaissance du fonctionnement et de la situation de l'entreprise (encore accentuée dans une société non cotée pour laquelle l'information publique est plus limitée) dans la mesure où l'actionnaire majoritaire peut, par l'intermédiaire des dirigeants qu'il a nommés, restreindre l'information diffusée aux actionnaires minoritaires.

---

<sup>15</sup> Il convient toutefois de noter que certains auteurs défendent l'idée selon laquelle une décote de minorité peut faire sens dans un contexte de société non cotée : voir sur cette proposition le document de réflexion de Robert F. Bruner et M. Palacios « Valuing Control and Marketability », Working paper Darden University of Virginia, mai 2004 qui met en avant l'existence d'une « discount for lack of control » dans les situations où des bénéficiaires privés seraient appropriés par l'actionnaire contrôlant. Rappelons cependant que si les bénéficiaires privés sont pris en compte dans les flux générés par la société, l'évaluation de la société tient déjà compte de ce « lack of control », avant même toute décote, qui ferait alors double emploi.

Or, il convient de ne pas confondre les deux propositions suivantes :

- a - « une valeur de majoritaire est supérieure à une valeur de minoritaire » (ou son symétrique « une valeur de minoritaire est inférieure à une valeur de majoritaire ») ;
- b - « une valeur de minoritaire génère, dans l'absolu, une décote ».

En d'autres termes, il ne s'agit pas d'opposer prime de contrôle et décote de minorité.

La première de ces deux propositions est indéniable, nous l'avons vu dans le chapitre précédent consacré aux primes de contrôle (sauf, le cas échéant, dans le cas de primes de minorité, que nous analyserons ci-après).

Le bien-fondé de la seconde proposition est beaucoup plus discutable et fait toujours l'objet de nombreux débats (cf note 15 ci-dessus).

## **2.2 Analyse de la décote de minorité**

Le raisonnement souvent entendu pour appuyer l'utilisation d'une décote de minorité est de considérer que l'actionnaire minoritaire n'appréhende pas, de manière concrète, les flux de trésorerie : si une société dégage un flux de trésorerie donné, un actionnaire minoritaire ne percevra pas nécessairement ce flux de trésorerie, à concurrence de sa quote-part de détention. En revanche, s'il le décidait, l'actionnaire majoritaire pourrait, par l'exercice du pouvoir que lui confère la détention de la majorité des droits de vote, percevoir ce flux de trésorerie, à concurrence de sa quote-part de détention.

La méthode des flux de trésorerie actualisés serait donc une méthode destinée à déterminer une valeur « majoritaire » et donc, dans le cadre de la valorisation d'une participation minoritaire, il conviendrait de lui appliquer une décote de minorité.

Or, il n'y a pas de raison de penser *a priori* que la valeur des flux de trésorerie devant être appréhendés par un actionnaire minoritaire puisse (après prise en compte de leur quote-part de détention) être différente de la valeur de ces mêmes flux pour un actionnaire majoritaire.

Il est certain que l'actionnaire minoritaire n'est effectivement pas en mesure de décider d'appréhender la totalité des flux de trésorerie qui fondent la valorisation. Mais il n'en est pas moins certain que, lorsque l'actionnaire majoritaire décide d'user de son pouvoir de contrôle pour appréhender ces flux (en tout ou partie - sous forme de dividendes ou de *boni* de liquidation de la société), l'actionnaire minoritaire se trouve servi à due proportion de sa détention dans le capital.

De surcroît, la valeur déterminée selon la méthode des flux de trésorerie actualisés est établie sur la base d'un certain nombre d'hypothèses de marché dont, notamment, la prime de risque du marché actions. Cette prime est déterminée par différence entre la performance du marché actions et le rendement d'un actif sans risque. Or, le premier terme de cette différence – la performance du marché actions – se fonde sur des observations boursières qui constituent une approche d'actionnaire minoritaire (les cours de bourse et leur évolution sont généralement fondés sur des échanges entre actionnaires minoritaires).

En conséquence, la méthode des flux de trésorerie actualisés se fondant sur le risque estimé pour un actionnaire minoritaire, il n'est pas justifié de réitérer les effets de ce caractère minoritaire par l'utilisation d'une décote.

Cette analyse est également valable en cas d'application de la méthode des dividendes actualisés (dans la mesure où, à leur quote-part de détention près, un actionnaire minoritaire et un actionnaire majoritaire perçoivent un dividende équivalent) et de la méthode des multiples de cotations boursières (dans la mesure où les observations boursières sont déjà représentatives de la valorisation du point de vue d'un actionnaire minoritaire).

En revanche, comme nous l'avons vu précédemment, la prise de contrôle peut conduire l'acheteur d'une participation majoritaire, pour des raisons stratégiques et en raison des synergies attendues, à payer une prime au vendeur.

Dès lors, deux situations doivent être distinguées :

- Si la transaction de référence est une transaction portant sur une participation majoritaire, il est probable (mais non systématique) qu'une prime de contrôle ait été payée par l'acheteur ; dans ce contexte, une décote de minorité doit être prise en compte.

Mais, en réalité, il s'agit moins d'une décote de minorité que de l'annulation de la prime de contrôle payée lors de la transaction.

Dans la logique de la présentation d'une évaluation minoritaire, nous pensons que, plutôt que d'appliquer une décote de minorité *in fine*, il est préférable, dans la mesure de la disponibilité des informations, d'annuler *in limine* la prime de contrôle :

Valeur de transaction observée  
- prime de contrôle payée  
= valeur de la société avant prime de contrôle  
/ Agrégat financier  
= multiple à appliquer

- Si la transaction de référence est une transaction minoritaire, aucune décote de minorité ne doit être considérée puisque aucune prime de contrôle n'a été payée.

**Ainsi, dans les situations que nous avons analysées, la décote de minorité ne se justifie pas.**

### **2.3 Impact du corpus juridique**

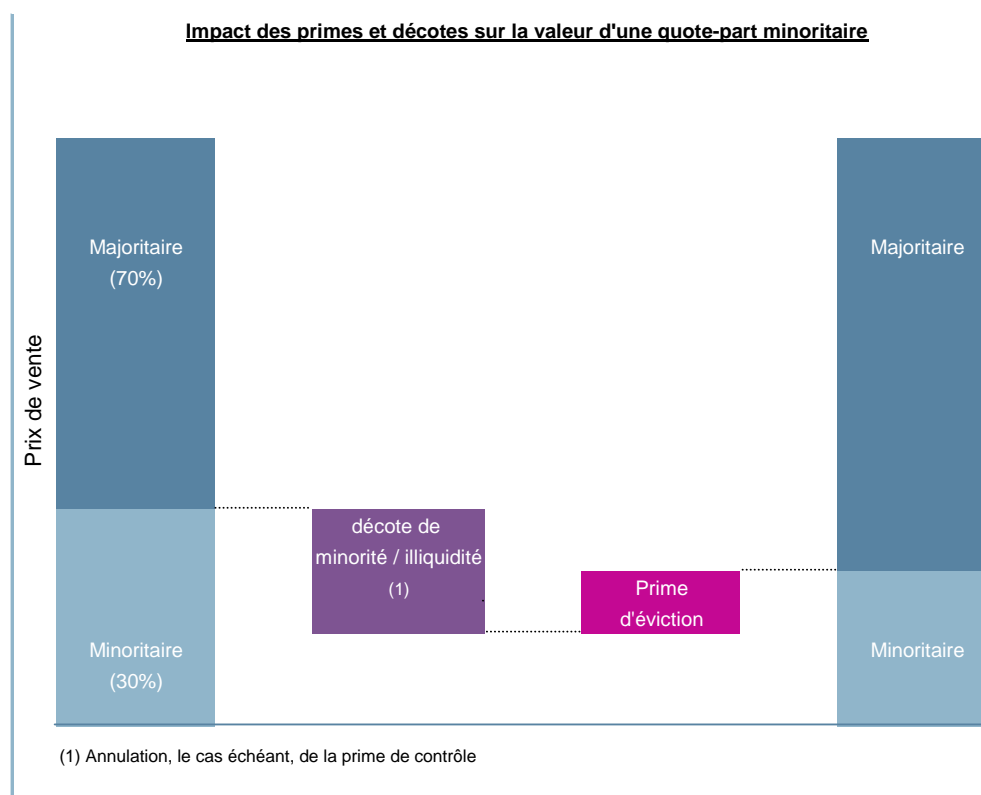
Le corpus juridique en vigueur assure, en théorie, l'égalité de traitement entre actionnaires minoritaires et majoritaires (principe d'égalité entre associés posé par les articles 1843-2 et 1844-1 du Code civil, expertises de minorité, contrôle des autorités réglementaires pour les sociétés cotées, expertise en cas de refus d'agrément en vertu de l'article 1843-4 du Code civil).

La décote de minorité se justifierait alors si ce principe d'égalité des actionnaires était rompu. Cette situation peut se présenter dans certaines situations particulières, acceptées ou subies par les actionnaires minoritaires :

- en cas d'existence de plusieurs catégories d'actions, dont les droits financiers objectifs seraient différents (situation acceptée par les actionnaires lors de l'achat de leurs actions) ; il en est ainsi, par exemple, de l'émission d'actions de préférence, lorsque des dividendes prioritaires ou des *boni* de liquidation prioritaires sont attachés à des actions particulières, situation fréquente dans des opérations de *private equity* ;
- dans le cas où il peut être supposé que les actionnaires majoritaires, ou les dirigeants qu'ils auront désignés, s'approprient, en dépit des mécanismes légaux de protection, des avantages (occultes ou excessifs) de manière indue et appauvrissent d'autant les actionnaires minoritaires.

Ceci impose donc d'analyser le système de gouvernance propre à la société évaluée afin de déterminer dans quelle mesure il est susceptible de générer des conflits d'intérêts et des bénéfices privés, qui justifieraient alors l'emploi d'une décote de minorité<sup>16</sup>.

Ainsi, en dehors de ces situations particulières, acceptées par les actionnaires minoritaires ou conséquences d'une imperfection juridique, la décote de minorité ne semble pas, selon nous, se justifier.



<sup>16</sup> La décote de minorité ne pourrait se justifier que dans la mesure où lesdits bénéfices privés ne sont pas déjà déduits des résultats de la société à évaluer (cf note 15 ci-dessus).

## 2.4 Existence d'une prime de minorité

**Au contraire, on peut parfois observer une prime de minorité attachée aux actions qui permettent à l'acheteur, à la marge, de franchir un seuil de contrôle et d'exercer ainsi un supplément de pouvoir<sup>17</sup>.**

Rappelons ci-après les avantages conférés par différents seuils de détention d'une société (outre les nombreuses garanties, déclinaisons du principe général d'égalité entre actionnaires, offertes par la détention d'une action unique) :

<u>Seuil</u>	<u>Droit</u>	<u>Source légale (pour une SA)</u>
5%	Droit de demander en justice la désignation d'un expert chargé de présenter un rapport sur une opération de gestion ("expertise de minorité")	L 225-231 C.Com
5%	Droit d'interroger par écrit les dirigeants sur tout fait de nature à compromettre la continuité de l'exploitation	L 225-232 C.Com
5% dégressif	Droit de déposer des projets de résolution	L 225-105 C.Com
5% dégressif	Droit d'agir en justice collectivement	L 225-252 C.Com
33.33%	Droit de s'opposer à toute résolution de type extraordinaire	L 225-96 C.Com
50.00%	Droit de s'opposer à toute résolution de type ordinaire	L 225-98 C. Com
95.00%	Intégration fiscale des sociétés et seuil de retrait obligatoire	

Le droit de s'opposer à une résolution de type extraordinaire (par exemple) présente un avantage financier intrinsèque pour le bénéficiaire de ce droit. Analysons le cas d'une augmentation de capital qui financerait un investissement. En s'opposant à cette opération, qui impacte les flux de trésorerie futurs de la société, l'actionnaire contestataire modifie la valeur de l'entreprise et donc celle de ses propres actions. On suppose en effet que s'il s'oppose à cette opération, c'est qu'il considère que l'opération proposée détruit de la valeur<sup>18</sup> : sa vision du futur de la société est donc différente de celle des dirigeants. En empêchant cette opération l'actionnaire minoritaire, selon sa vision, empêche une destruction de la valeur de ses actions. Ce pouvoir d'influer sur la valeur peut donc être valorisé par le biais d'une prime de minorité, de manière analogue à la valorisation du contrôle de la société au-delà de la majorité simple (cf. prime de contrôle ci-avant).

Les autres droits des minoritaires mentionnés ci-dessus n'ont qu'une faible incidence sur la valeur de la société : la société supporte seulement les coûts attachés à l'exercice de ces droits (le coût de l'expertise de minorité peut, par exemple, être à la charge de la société).

<sup>17</sup> Ainsi, la notion de prime de minorité se rattache au rôle pivot que peut remplir l'actionnaire minoritaire dans une bataille pour le contrôle : plus celui-ci est important (et il dépend de la géographie du capital), plus cette prime est susceptible d'exister.

<sup>18</sup> Une obstruction sans fondement pourrait être qualifiée d'abus de minorité et, à ce titre, sanctionnée par les tribunaux.



A l'opposé, pour un actionnaire majoritaire :

- faire disparaître tout risque qu'un actionnaire minoritaire s'oppose à une résolution extraordinaire a une valeur car, ce faisant, il s'assure de ce que sa vision stratégique de l'entreprise prédominera et optimisera la valeur de ses actions (dans le cas de l'exemple ci-dessus, l'actionnaire majoritaire propose une augmentation de capital pour financer un investissement car il l'estime créatrice de valeur) ;
- faire disparaître les « petits » actionnaires minoritaires a également une valeur en écartant tout risque de contestation dans la conduite de sa stratégie et, dans les sociétés cotées, génère un possible retrait de la cote et les économies qui l'accompagnent ;
- enfin, réduire la part des minoritaires à moins de 5% du capital permet d'obtenir le bénéfice, non négligeable, de l'intégration fiscale, qui est un élément clef dans certains montages financiers, notamment, mais pas seulement, ceux impliquant les fonds d'investissement.

C'est dans ces conditions que l'on peut observer des primes non négligeables payées aux actionnaires minoritaires dans le cadre du rachat de leur participation, que ces rachats constituent des transactions de gré à gré ou des expropriations dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire prévue par la législation française.

Rappelons en effet que, dans le cadre d'opérations portant sur des sociétés cotées, la réglementation boursière des principales places financières a prévu une protection de l'actionnaire minoritaire. Ainsi, on observe que les groupes détenant la majorité du capital de sociétés cotées sont obligés, dans les faits, de payer une prime aux minoritaires dans le cadre d'offres publiques.

Nous présentons ci-après, à titre d'illustration, les niveaux de primes constatées lors des opérations de rachat de titres d'actionnaires minoritaires en Europe les plus importantes (taille supérieure à 1 000 M€) depuis 1999. Il apparaît une prime substantielle de 19% par rapport aux derniers cours de bourse (moyenne 1 mois) relevés avant annonce ou rumeurs.

**Rachats de minoritaires en Europe - Taille supérieure à €1000m (1999-2007)**

*(Hors offres obligatoires et fusions légales)*

Annonce	Initiateur	Cible	Taille (M€)	Règlement	Prime <sup>1</sup>
10/04/2007	Hisusa (Suez & Criteria Caixacorp.)	Agbar	2 082	Cash	12%
18/01/2007	Allianz	AGF	10 300	Cash / Titres	28%
03/03/2006	Generali	AMB	1 529	Cash	43%
09/09/2005	Allianz	RAS	5 662	Cash	12%
09/08/2005	Suez	Electrabel	11 287	Cash / Titres	14%
04/12/2004	Telecom Italia	TIM	13 754	Cash	14%
23/02/2004	France Telecom	Wanadoo	3 892	Cash / Titres	22%
01/09/2003	France Telecom	Orange	6 571	Titres	23%
28/05/2003	Telefonica	Terra Networks	1 726	Cash	13%
08/03/2002	Kingfisher	Castorama	4 994	Cash	18%
10/09/2001	PPR	Gucci Group NV	5 009	Cash	19%
02/07/2001	Italenergia	Montedison	2 186	Cash	10%
13/06/2000	BNP Paribas	CoBePa	1 397	Cash	22%
07/06/2000	San Paolo-IMI	Banco di Napoli	1 142	Cash	21%
01/04/2000	Lagardère	Hachette Filipacchi Media	1 027	Stock	17%
28/01/2000	Fortis	Banque Generale du Luxembourg	1 629	Cash / Titres	10%
14/10/1999	Heidelberger Zement	Cimenteries CBR	1 221	Cash / Titres	26%
19/08/1999	Suez Lyonnaise des Eaux	Tractebel	8 178	Cash / Titres	24%
16/06/1999	Cap Gemini SA	Cap Gemini NV	1 035	Titres	25%
14/04/1999	Dexia	Banque Internationale Luxembourg	1 074	Cash / Titres	14%
08/02/1999	RWE	Lahmeyer	1 518	Cash	18%
<b>Moyenne</b>					<b>19%</b>
<b>Médiane</b>					<b>18%</b>

*(1) Prime calculée sur une moyenne 1 mois du cours avant annonce ou avant rumeurs*

Nous présentons également les niveaux de primes constatées lors des opérations d'offres publiques de retrait / retrait obligatoire constatées en France depuis la fin de l'année 2006. On constate un niveau de prime moyen d'environ 10%, à la fois par rapport au dernier cours de bourse (avant rumeurs relatives à l'opération) et par rapport à la valeur intrinsèque déterminée par l'expert indépendant (par la méthode des DCF) qui s'est prononcé sur l'opération.

Date	Cible	Initiatrice	Prix	Moy DCF	Prime Prix / DCF	Cours Bourse Spot	Prime Prix / Cours spot
31/10/2007	Prosodie	Camelia Partii	25,25	24,25	4,1%	24,3	3,9%
18/09/2007	Floreane Medi	Tyco Healthca	31,5	29,55	6,6%	29,79	5,7%
26/06/2007	SHCD	Groupe Lucier	441,16	417,8	5,6%	490,36	-10,0%
12/06/2007	Deveaux SA	RFD Participa	92	65	41,5%	90,5	1,7%
20/03/2007	Sofinnova SA	Sofinnova Par	8,42	na	na	na	na
20/02/2007	MB Electroniq	Polly SA	66	61,15	7,9%	55	20,0%
07/02/2007	Jacques Boga	HELIOS	120	105,64	13,6%	105	14,3%
06/12/2006	Averys	Syreva	62	64,45	-3,8%	57,1	8,6%
05/12/2006	Nissan France	Nissan europ	203	199,15	1,9%	95,25	113,1%
05/12/2006	Elior	Holding Bercy	15	12,2	23,0%	12,95	15,8%
05/12/2006	Sodice Expan:	Conforama H	150	150	0,0%	134,7	11,4%
21/11/2006	Chemetall SA	Knight Chimiq	400	354,51	12,8%	na	na
<b>Moyenne (hors extrêmes)</b>					<b>8,4%</b>		<b>10,2%</b>

## 2.5 Décote de minorité ou d'illiquidité ?

Ainsi, le concept de décote de minorité - sauf cas particuliers (actions de préférence, enrichissement indu des actionnaires majoritaires) - ne se justifie généralement pas. Au contraire, dans des situations où un seuil de détention minoritaire permet d'obtenir des droits supplémentaires, c'est même une *prime* de minorité qu'il conviendrait d'appliquer, de manière analogue à la valorisation du contrôle de la société au-delà de la majorité simple.

Pourtant, il est souvent délicat de céder des actions minoritaires de sociétés dont le marché des titres est étroit. Ces actions subissent donc, de manière justifiée, une décote d'illiquidité (cf. analyse ci-après). Ainsi, s'il est justifié d'appliquer une décote lors de l'évaluation d'actions minoritaires, c'est du fait de leur caractère illiquide et non pas de leur caractère minoritaire. On prendra donc garde de bien distinguer ces deux types de décote.

## 3. La décote de taille et d'illiquidité

La plupart des décotes appliquées en évaluation sont issues, comme les primes, de niveaux constatés sur le marché boursier ou lors de transactions, mais elles peuvent perdre au fil du temps ce lien à une référence opposable ou être sujettes à critiques lorsqu'elles sont utilisées dans des contextes inappropriés.

Pour faire le point sur les décotes d'illiquidité et de taille, nous avons examiné les exemples pratiques les plus souvent rencontrés et nous nous sommes interrogés sur les contextes dans lesquels ces décotes sont appliquées.

Leurs fondements théoriques ont fait l'objet de discussions au sein du groupe de travail dont il ressort un consensus sur l'existence de décotes d'illiquidité ou de moindre liquidité alors que la décote de taille ne fait pas l'unanimité.

S'agissant d'évaluation d'une société cotée, on peut alors se demander si les décotes d'illiquidité et de taille ne sont pas le reflet d'une seule et même décote, dont le niveau ne devrait pas en conséquence résulter de l'addition de pourcentages non justifiés conduisant parfois à des rabais excessifs.

### **3.1 La décote de taille**

La décote de taille exprime une variable d'ajustement à la baisse de la valeur d'une société lorsque celle-ci est évaluée soit au travers de la méthode des comparables boursiers, si l'échantillon est constitué de sociétés comparables en termes d'activité mais de taille beaucoup plus importante que celle de la société évaluée, soit au travers d'une actualisation des cash-flows futurs intégrant une prime de risque de marché fondée sur un sous-jacent nettement plus important (CAC 40, SBF 120, ...).

Cette décote a fait l'objet d'études, aujourd'hui un peu anciennes (cf Eric Grena, revue Analyse Financière, 4<sup>e</sup> trimestre 2002), qui partent du postulat qu'un risque accru est attaché aux entreprises de petite taille, les principales raisons en étant la concentration du management sur une ou quelques personnes, l'accès limité au financement, ainsi qu'une structure de coûts moins favorable et une plus grande sensibilité à la conjoncture.

Il ressort des discussions au sein du groupe de travail que ce risque et les coûts associés existent bien pour les toutes petites entreprises, ainsi que dans certains secteurs spécifiques où la taille est un facteur déterminant (cas par exemple de la Distribution du fait du caractère stratégique du poids des achats).

Il ressort également des discussions qu'au contraire, une entreprise de taille moyenne peut bénéficier, en étant il est vrai souvent positionnée sur une « niche » de marché mais pas toujours, d'une dynamique et de perspectives de développement au moins aussi fortes que les plus grandes entreprises de son secteur sans que les risques cités ci-dessus soient déterminants et il ne paraît pas alors justifié de lui appliquer une décote.

Sur les marchés boursiers l'écart de valeur qui peut exister entre petites et grandes valeurs est généralement lié à une tendance à privilégier au début d'un mouvement haussier les valeurs les plus liquides, c'est-à-dire les grandes valeurs pour se reporter avec retard sur les plus petites capitalisations, phénomène qui a pu être observé sur le dernier cycle ayant commencé en mars 2003.

Finalement, c'est sur cette décote de « petite valeur », plutôt liée à une moindre liquidité, souvent associée ou assimilée à la taille, qu'un consensus semble se dessiner.

Il nous a donc paru intéressant de faire le point sur le coût et donc la décote induits par l'illiquidité ou la moindre liquidité.

### 3.2 La décote d'illiquidité

Le risque financier : « *c'est le risque de ne pouvoir vendre à son prix un titre financier. Il peut se traduire, soit par une impossibilité effective de le vendre, soit par une décote dite d'illiquidité* » (lexique financier du manuel de Finance d'Entreprise Pierre Vernimmen)<sup>19</sup>.

La décote la plus couramment admise est celle qui consiste à appliquer à la valeur obtenue par référence au marché boursier (multiples de comparables et, plus marginalement, prime de risque) une décote pour tenir compte du fait que la cible à évaluer (ou les titres de la société) n'est pas cotée.

Il convient cependant de noter que pour les professionnels de l'investissement, la notion d'illiquidité, qui constitue un risque significatif, est traitée de manière approfondie par le biais de la négociation de conditions très strictes dans les pactes d'actionnaires quant à la liquidité de leurs placements au terme de la période d'investissement (clause de sortie, objectif d'introduction en bourse, ...). En outre, il convient d'observer qu'il est parfois possible de reconstituer, grâce aux innovations des marchés financiers, une liquidité synthétique sur un produit à l'origine illiquide. Dans ce cas de figure, la décote d'illiquidité doit sans doute être retenue avec davantage de prudence.

L'utilisation de la décote d'illiquidité, dont le principe est assez généralement accepté, se heurte à une difficulté de quantification et d'évaluation. Si on laisse de côté le cas où il n'existe aucune possibilité de vendre, l'illiquidité ou la moindre liquidité se traduit par un coût qui en théorie pourrait correspondre au prix d'acquisition d'une option et qui en pratique fait l'objet d'une estimation plus ou moins forfaitaire (coût et horizon d'une sortie probable par transaction majoritaire ou de cession en bourse, nombre de jours de bourse nécessaires pour vendre un bloc d'actions sur le marché...).

Certains acteurs, comme Associés en Finance, proposent un modèle financier permettant d'évaluer une illiquidité de marché. En revanche, d'autres praticiens privilégient un référentiel de marché fondé sur l'observation d'opérations comparables (décote constatée lors de cession de bloc, positions AMF sur certaines opérations publiques, ...).

---

<sup>19</sup> Selon certains auteurs, la liquidité correspond à la possibilité de négocier un actif rapidement en trouvant à la fois un prix et une contrepartie. Elle se distingue de la « marketabilité » qui correspond au droit de vendre cet actif. Un actif peut être à la fois marketable et non liquide et inversement : un titre faisant l'objet d'une restriction à la vente (lock up) ne sera pas marketable même s'il est liquide.

La liquidité peut être analysée comme une option de vente dont la valeur dépend de l'incertitude et de la durée nécessaire pour vendre (ALLI & THOMPSON 1991 – Valuation n° 36, pp 22-34).

Par ailleurs, la plupart du temps dans les évaluations, il n'est pas tenu compte d'une décote d'illiquidité mais d'une prime de taille dans le taux d'actualisation, laquelle est principalement sourcée par les études Ibbotson sur le marché américain.

Dans un article publié en 2001<sup>20</sup>, des praticiens de l'évaluation et des professeurs d'universités américaines, avaient analysé la décote d'illiquidité en rappelant les travaux précédemment menés pour estimer cette décote (comparaison du prix fixé lors d'une introduction en bourse avec les transactions préalables, comparaison des multiples d'acquisition d'échantillon de sociétés non cotées par rapport à un échantillon de sociétés cotées du même secteur, décotes pratiquées lors de placements privés sur des actions présentant des restrictions de négociation), en soulignant les multiples biais pouvant affecter les résultats de ces études, en mettant à jour les données concernant cette décote d'illiquidité et en affinant les autres facteurs de décotes afin d'aboutir à une quantification plus précise de la seule décote d'illiquidité, moins critiquable notamment dans un contexte judiciaire.

### **Les cas d'utilisation d'une décote d'illiquidité**

Cette décote est généralement utilisée dans un contexte d'évaluation fiscale ou réglementaire (application de décotes forfaitaires recommandées) ainsi que dans le non coté « private equity » et lors d'introductions en bourse « private to public », ce dernier cas recouvrant une notion plus large que le seul défaut de liquidité.

#### ***3.21 La décote d'illiquidité appliquée aux titres non cotés***

Cette décote s'applique le plus souvent à la valeur obtenue par comparaison boursière, c'est-à-dire la Valeur de marché, en partant de l'idée que la référence à des sociétés comparables cotées donne une valeur élevée, les multiples de ces sociétés cotées intégrant le facteur positif de liquidité dont ne bénéficient pas les titres de la société à évaluer.

- **L'administration fiscale** (cf chapitre 4 ci-après) admet l'application de décotes pour non liquidité en distinguant une décote générale pour non liquidité et une décote liée aux contraintes juridiques ou contractuelles.

L'abattement pour non liquidité s'impose dans deux cas : lorsque la société est évaluée en fonction de la seule approche de l'actif net réévalué et lorsque les titres non cotés sont valorisés par comparaison avec des titres cotés. Il est précisé que « *lorsque le paquet d'actions non cotées à valoriser emporte pouvoir de contrôle, la décote pour non liquidité peut se compenser par l'application d'une prime de contrôle* ».

Concrètement le guide de l'évaluation de l'administration fiscale prévoit que « *les coefficients boursiers retenus pour valoriser des titres minoritaires ou la valeur obtenue par application de coefficients doivent être diminués d'une décote pour non liquidité. En effet un titre coté est parfaitement liquide, alors qu'un titre non coté ne peut être rendu liquide aussi rapidement. La comparaison pour être pertinente doit donc retenir une décote de l'ordre de 20% à 30%. Cette décote est minorée lorsque la comparaison boursière sert à valoriser des titres non cotés majoritaires, car, s'ils sont moins liquides que des titres cotés, ils emportent pouvoir de contrôle.* ».

---

<sup>20</sup> « Firm Value and Marketability Discounts » Mukesh Bajaj, David J. Denis, Stephen P. Ferris and Atulya Sarin, *Journal of Corporation Law*, 27 (Fall, 2001): 89-115

Ce niveau est notamment repris pour les comptes nationaux, la dernière note de la Banque de France (16 mai 2007) sur les principes de comptabilisation rappelant que « *Les titres cotés sont comptabilisés à leur valeur de marché. Les actions des sociétés non cotées sont valorisées en leur appliquant le ratio capitalisation boursière/fonds propres observés pour des sociétés du même secteur sous réserve de l'application d'une décote d'illiquidité fixée forfaitairement à 25%* ».

- **Pour le capital investissement**, le guide de l'AFIC prévoit clairement une décote de « *Négociabilité* » (« *la Négociabilité représente la facilité et la rapidité avec lesquelles un instrument peut être cédé au moment voulu* » « *La Négociabilité implique l'existence simultanée d'une offre et d'une demande* ») qui s'applique à la valeur de l'investissement du fonds dans l'entreprise (plutôt qu'à l'Entreprise) et se situe selon les circonstances (« *la décote de Négociabilité diminue à mesure que la Réalisation de l'Investissement est proche et plus certaine* ») dans une fourchette de 10% à 30% (par tranche de 5%).
- **Les banques d'affaires et les professionnels du marché** n'appliquent généralement pas de décote pour illiquidité/non cotation lorsqu'ils réalisent une évaluation en vue d'une transaction puisque la perspective même de cet achat/cession suppose une liquidité prochaine ; en théorie cette décote pourrait être prise en compte, si un projet existe, au travers des coûts d'introduction en bourse ou d'accès à la liquidité via l'achat de « coquilles » cotées, opérations qui sont devenues fréquentes dans le domaine immobilier du fait de l'obligation de cotation induite par le régime des SIIC, les dernières transactions ayant été réalisées avec des primes sur l'actif net/trésorerie comprises entre 1 M€ et 5 M€.

En revanche, cette décote d'illiquidité est assez usuellement appliquée pour évaluer certains titres de participation et elle est parfois explicitement prévue dans les accords signés entre actionnaires (Cf. valorisation de la participation de la Caisse des Dépôts dans la Caisse Nationale des Caisses d'Epargne : décote de 20% appliquée aux certificats coopératifs d'investissement (CCI), cette décote pouvant également être liée à la nature du titre.

### ***3.22 La décote d'illiquidité appliquée à des titres faisant l'objet d'un blocage/impossibilité de vendre temporaire***

Cette décote est appliquée à tous les types de valeurs, de marché, intrinsèque ou économique, et tient compte de clauses spécifiques de blocages qui résultent de contraintes juridiques (pactes...) ou fiscales.

Les plus couramment rencontrées concernent :

- des titres cotés bloqués pendant une certaine période, le plus souvent supérieure à 1 an pouvant aller jusqu'à 5 voire 10 ans, notamment lorsque cette impossibilité de céder est liée à l'introduction en bourse de la société ;
- des titres optionnels dont le sous-jacent est coté mais qui, pour des motifs essentiellement fiscaux, ne peuvent faire l'objet d'une cession ou d'un exercice pendant une période déterminée ;
- on rencontre également en private equity, sur le marché secondaire des fonds de fonds, une pratique récurrente de « décotes d'illiquidité » afin de prendre en compte la liquidité immédiate offerte par l'acheteur au vendeur qui souhaite céder sa participation avant l'horizon prévu.

Le niveau de la décote appliquée est variable et fait l'objet de débats car il n'existe par définition pas de référentiel de marché (prix de cession de ces titres non liquides par rapport aux prix de cession des mêmes titres bénéficiant de la liquidité) et l'impact de l'illiquidité sur la valeur de ces titres dépend également de leur nature (actions, options, parts de fonds).

Une des méthodes rencontrées consiste à actualiser la valeur sur la période de blocage, le débat étant alors reporté sur le niveau du taux d'actualisation retenu.

Rappelons également la méthode envisagée par le Conseil national de la comptabilité pour chiffrer la décote d'incessibilité dans le cadre d'un Plan d'Epargne Entreprises : la solution évoquée consiste à chiffrer le coût d'une stratégie couplant une vente à terme des instruments incessibles et d'un achat immédiat à crédit des mêmes instruments cessibles sur le marché<sup>21</sup>.

### ***3.23 La décote d'illiquidité appliquée à des titres cotés ou en voie de l'être pour tenir compte de leur moindre liquidité***

Il s'agit de tenir compte d'une moindre liquidité pour des titres certes cotés ou devant faire l'objet d'une cotation, mais dans des échanges réduits ou pour le placement d'un bloc de titres qui représente un multiple significatif du nombre de titres échangés chaque jour sur le marché boursier pour la valeur considérée. Cette décote est généralement appliquée aux résultats obtenus par comparaisons boursières (Valeur de Marché) mais également à la méthode des flux de trésorerie d'exploitation (Valeur Intrinsèque) via l'ajout d'une « prime spécifique » qui augmente le taux d'actualisation et diminue donc le résultat obtenu. Cette décote peut également se rencontrer dans l'hypothèse de placement de blocs de titres, auquel cas elle s'applique aux cours de bourse (Valeur de Marché) des titres à évaluer.

- **La pratique des professionnels du marché primaire** (introduction en bourse, augmentations de capital) repose sur un abattement appliqué à la valeur de l'entreprise ou des titres composant son capital pour tenir compte d'un rabais devant permettre de faciliter la souscription par les investisseurs institutionnels ou particuliers. Il ne s'agit ainsi pas à proprement parler d'une décote d'illiquidité, s'agissant ou bien de sociétés non cotées mais qui vont l'être, ou bien de titres de sociétés cotées faisant l'objet d'une augmentation de capital. Ces décotes sur le marché primaire sont plus proches, dans leur nature et leur montant, d'une décote de moindre liquidité dans la mesure où elles concernent des sociétés qui vont être prochainement cotées ou le sont déjà, et sont justifiées par l'objectif de placement des titres dans des conditions d'équilibre optimal.

Dans le cas d'une introduction en bourse, la décote vise clairement à assurer un potentiel de hausse à court terme des actions de la société dont les titres/actions sont mis sur le marché.

---

<sup>21</sup> La solution envisagée par le CNC revient à une stratégie d'arbitrage sur l'instrument considéré.

Pour une augmentation de capital d'une société cotée, il s'agit d'arriver à un équilibre entre les chances de placement et la dilution induite, ce qui implique, selon la réglementation française, une décote par rapport aux cours récents limitée à 5% s'il n'y a pas de droit préférentiel de souscription (DPS) alors que pour les augmentations de capital avec DPS, le niveau de décote faciale pourrait en théorie être illimité mais se situe de fait entre 20% et 25% (échantillon d'opérations janvier 2001 - janvier 2007).

- S'agissant des sociétés cotées, les travaux de Fama et French ont débouché sur la mise au point d'un modèle prenant en compte le risque de liquidité. Associés en Finance a développé un modèle de « Plan de Marché » qui identifie clairement la « prime de liquidité »<sup>22</sup> : celle-ci est intégrée à la rentabilité espérée sur le marché [E(Rm)] déterminée sur l'échantillon de sociétés et est suivie à l'aide d'un bêta spécifique correspondant au facteur liquidité identifié. Elle recouvre de fait, comme nous le soulignons plus haut, la même notion que celle de décote de taille, la liquidité des actions cotées étant aujourd'hui encore très liée à la taille de la société cotée. On peut souligner que, s'agissant de sociétés qui sont cotées, l'impact de cette moindre liquidité peut effectivement être chiffré, les résultats obtenus, et donc le niveau de décote, étant assez variable dans le temps dans une sorte de mouvement de balancier faisant que, dans les périodes de crises boursières, la valeur attribuée à une plus grande liquidité augmente très nettement (ce qui a encore été constaté récemment), alors qu'à d'autres moments, l'afflux de liquidités sur le marché boursier fait plus qu'effacer cette décote des « petites valeurs moins liquides », dont les multiples sont alors plus élevés que ceux de sociétés de taille plus importante offrant une plus grande liquidité.

C'est pourquoi certains intervenants préfèrent s'appuyer, plutôt que sur des modèles de marché chiffrant cette décote à un instant t, sur des travaux plus académiques qui permettent de lisser ce phénomène et d'extérioriser une décote qui reste en adéquation avec le contexte spécifique de l'évaluation d'une société cotée.

- Pour les blocs minoritaires représentant une part significative des volumes traités, les décotes constatées sur le marché sont variables et corrélées à la taille du bloc (Cf. lettre Vernimmen de septembre 2001). Le guide de l'Afic/Evca prévoit cette situation et donne une grille faisant ressortir le niveau de décote applicable en fonction du multiple du volume d'échange quotidien (0 lorsque le multiple représente jusqu'à 20 fois le volume d'échange quotidien, 10% quand il représente de 20 à 49 fois ...). Il convient de souligner une évolution des pratiques du « private equity » vers une moindre décote puisque auparavant une décote était systématiquement appliquée, y compris sur les titres de sociétés cotées.

---

<sup>22</sup> Cette prime mesure l'écart de rentabilité attendue par un investisseur entre deux sociétés de risque comparable (c'est-à-dire appartenant au même secteur, affichant la même structure financière, ainsi que des perspectives de développement et de rentabilité parallèles). Cette prime évolue dans le temps comme la prime de risque puisqu'elle est en partie liée à l'aversion au risque. Dans un marché haussier -« buying panic »- les gérants souhaitent être investis, avec plus ou moins d'indifférence au risque et à la liquidité. Dans un marché baissier -« fly to quality »- les investisseurs privilégient le risque faible et la liquidité forte. La décote de liquidité s'élève en moyenne à environ 20 % entre une valeur donnée et une autre dix fois plus petite.



La liquidité a clairement un prix qui doit être pris en compte et justifié, dans certains cas, l'application de décotes ou l'utilisation de primes spécifiques.

Toute application de décote doit tenir compte d'une analyse fine du contexte, des droits des actionnaires (pacte, minoritaire/majoritaire).

Dans certains contextes (fiscal, comptable/reporting, private equity), les décotes de taille et/ou de liquidité peuvent atteindre des niveaux assez significatifs, l'évaluateur devant cependant s'interroger sur le fondement des méthodes et des références lorsque ce niveau conduit par exemple à ne prendre que la moitié des valeurs obtenues. Certains cas spécifiques de décotes liées à des blocages sont complexes, notamment lorsqu'il s'agit d'instruments optionnels, sujet qui fait l'objet d'un autre groupe de travail de la SFEV. Pour une évaluation s'appliquant à des titres cotés, la moindre liquidité des petites valeurs est une réalité qui a un impact certain sur l'évaluation, mais qui doit rester raisonnable et tenir compte du contexte spécifique dans lequel intervient l'évaluateur. Enfin, lorsque l'évaluation est réalisée dans un contexte de cession, la notion de décote d'illiquidité n'a pas nécessairement de sens.

Pour illustrer ces propos, on fera référence à l'étude publiée en 2001 précédemment citée (cf note<sup>18</sup>), dans laquelle les auteurs, partant du constat que les décotes d'illiquidité quantifiées pour les besoins d'évaluations dans un cadre judiciaire américain présentaient des écarts tels qu'ils étaient susceptibles de remettre en cause le principe même de cette décote, ont notamment démontré qu'en prenant en compte le seul facteur d'illiquidité, à l'exclusion des nombreux autres facteurs susceptibles d'affecter la valeur d'un titre ou d'une société dans les études précédemment menées, son niveau pouvait aisément passer de 45% (décote extériorisée selon la méthode de « l'IPO ») à moins de 10%.

#### **4. La décote de holding**

##### **Rappels sémantiques**

Selon le Vernimmen : « Une société holding est une société sans objet industriel dont l'actif est composé de titres de participation. Par une organisation en cascade, un holding permet de conserver le contrôle d'une entreprise en multipliant le nombre d'actionnaires minoritaires à chaque étage. En outre, il permet la remontée de dividendes à faible coût fiscal (à cause du régime fiscal dit mère/fille) et le rachat de titres de la société industrielle au moyen du revenu ainsi perçu. Le holding peut être indifféremment une société civile ou une société de capitaux.

*Les holdings financiers, autrefois liés à des groupes bancaires, ont joué un rôle majeur auprès des entreprises en les finançant, en les aidant à constituer de grands groupes industriels. Ils étaient en quelque sorte un substitut aux marchés de capitaux, alors embryonnaires. Même s'ils restaient fondamentalement financiers, avec un objectif de rendement, la durée de détention de leurs participations pouvait être longue. Leur disparition progressive s'est traduite par l'éclatement des noyaux durs et le décroissement des participations. ».*

D'anciens holdings se sont ainsi progressivement transformés en sociétés d'investissement fondées sur une vision plus dynamique de la gestion des actifs.

On distingue en outre deux types de sociétés holding :

- les holdings « pures » : sociétés de portefeuille, dont la fonction essentielle réside dans la détention et la gestion de participations,
- les holdings « mixtes » : elles adjoignent, à la fonction de détention de titres sociaux, des activités industrielles ou commerciales.

La décote de holding se définit comme la constatation d'une différence entre la capitalisation boursière d'une société holding et sa valeur après revalorisation des diverses participations et actifs financiers et non financiers à leur valeur de marché. En d'autres termes, c'est la constatation d'une différence entre la valeur du holding mesurée à partir de son cours de bourse et de son Actif Net Réévalué (ANR)<sup>23</sup>.

### **Facteurs explicatifs des décotes de holding**

Les principaux facteurs explicatifs des décotes de holding sont les suivants :

- l'opacité et une création de valeur disparate : les actifs des holdings, outre les participations stratégiques, sont constitués d'actifs divers dont la valeur d'utilité n'est pas toujours très facilement déterminable ou dont la rentabilité n'est souvent pas en rapport avec celle des participations stratégiques ;
- l'illiquidité : la liquidité des actions (possibilité de négocier leur cession sur les marchés dans des conditions normales) diminue au fur et à mesure que l'on « monte » dans l'organigramme des groupes en cascade ;
- le risque et le coût de la dette : la valeur de la dette placée dans les holdings est très différente de la même dette placée dans le sous-jacent du fait d'une surface d'actifs d'une valeur très inférieure et du risque attaché à une brutale et durable baisse des cours du sous-jacent ; à ce titre, il est intéressant de relever que dans les cas de groupes constitués d'une cascade de holding, la dette financière se trouve généralement soumise au respect de « covenants » (ratios exigés par les banques prêteuses, au risque de la déchéance du terme des emprunts) de plus en plus exigeants au fur et à mesure que l'on monte dans l'organigramme du groupe ;
- le nombre important d'actifs stratégiques, aucun n'étant réellement significatif au regard de l'actif net, voire parfois un « éparpillement » des actifs brouillant la compréhension ou la connaissance par les observateurs du contenu et de la réelle valeur de chacun d'entre eux ;
- la complexité de certaines structures actionnariales qui se caractérisent par des participations croisées ou par l'existence de holdings intermédiaires au rôle souvent peu explicite ;

---

<sup>23</sup> Une distinction complémentaire pourrait être faite entre les holdings financiers, dont les décotes ont significativement diminué ces dernières années (Eurazeo par exemple), et les holdings familiaux, qui affichent toujours des décotes plus significatives.

- la faible rotation des actifs stratégiques : les actifs des sociétés holding (au moins les participations stratégiques) sont souvent caractérisés par une très faible rotation, voire une quasi absence de rotation ; ceci est surtout vrai dans les holdings familiaux ou apparentés et peut justifier de privilégier une valeur déterminée par le rendement, généralement faible en raison de l'utilisation du cash (essentiellement constitué des dividendes reçus des participations) au remboursement de la dette d'acquisition ;
- les frais de fonctionnement : les sociétés holding doivent se doter des moyens (humains et techniques) nécessaires à la réalisation de leur activité ; ces moyens, générateurs de coûts, viennent amoindrir le revenu net et, de fait, réduire la valeur ;
- les frottements fiscaux (double taxation, au sein du holding puis entre les mains de l'actionnaire, délai de remontée des dividendes...).

Les marchés reconnaissent ces décotes de holding qui n'apparaissent pas devoir être évaluées instantanément mais sur une période suffisamment longue permettant de capturer l'ensemble des facteurs déterminants, pour partie d'ordre structurel et pour partie conjoncturels.

### **Quantification des décotes de holding**

Pour quantifier les décotes de holding, il est nécessaire de mesurer l'écart de valeur entre la capitalisation boursière du holding et l'Actif Net Réévalué – ANR - (participations et actifs financiers et non financiers valorisés à leur valeur de marché diminués de la dette).

Toutefois, le calcul de l'ANR est complexe, surtout dans le cas d'actifs non cotés. De plus, le holding peut avoir une stratégie de communication spécifique, l'amenant à retenir une grande prudence ou, au contraire, une certaine « agressivité » dans le niveau de l'ANR qu'elle communiquera.

Ainsi, il existe fréquemment des écarts entre l'ANR communiqué par les holdings et celui retenu par les analystes financiers.

Les analyses réalisées jusqu'en 2003 - 2004 sur des panels de sociétés holding cotées concluaient à des décotes de holding variant entre 20% et 50%, avec des moyennes entre 30% et 35%.

Du fait de l'évolution des facteurs déterminants indiqués plus haut, notamment le recentrage des holdings sur des activités de sociétés d'investissement et l'évolution des législations fiscales, particulièrement en France avec la réforme de la taxation des plus-values sur les titres de participation, le niveau des décotes n'a cessé de diminuer pour se situer en 2007, selon différentes études d'analystes financiers, entre 10% et 30%, avec une moyenne située entre 15% et 20%.

**Tableau 1 : évolution de la décote de holding selon différents bureaux d'études**

	Décote
<b>CA Cheuvreux (20 valeurs européennes)</b>	
mi-juin 2007	20%
mi-septembre 2007	16%
moyenne 20 ans (1987-2007)	30%
<b>HSBC (7 valeurs européennes)</b>	
fin 2002	38%
mai-juin 2006	> 20%
fin 2006	18%
<b>UBS (44 valeurs européennes)<sup>1)</sup></b>	
juin 2006	23%
mai 2007	10%

<sup>1)</sup> y compris les conglomérats, véhicules d'investissements et private equity  
 Source : Les Echos - 24 septembre 2007 : Analyse Financière, Holdings

**Tableau 2 : décotes de holding observées au premier semestre 2007**

	Décote
<u>Euronext Paris</u>	
Eurazeo	9,6%
Fimalac	15,7%
FFP – Holding Peugeot	25,9%
Wendel	6,4%
<u>Euronext Bruxelles</u>	
KBC Ancora [ex Almancora]	11,2%
CNP – Compagnie Nationale de Participation	17,8%
GBL	22,8%
Sofina	19,3%
<u>Bourse de Zurich</u>	
Pargesa	24,1%

Source : CA Cheuvreux

Ainsi, bien que réduites, les décotes de holding continuent néanmoins d'exister en Europe et les groupes européens subissent toujours une pression forte pour se recentrer sur un nombre restreint d'activités.

### **Le cas des cascades de holding**

Pour quantifier les décotes de holding en cascade, il est nécessaire de mesurer l'écart de valeur entre la capitalisation boursière et l'actif net réévalué des holdings superposés, cet actif net réévalué étant lui-même principalement déterminé en fonction du cours de bourse du holding inférieur ou du sous-jacent.

A titre illustratif, des études réalisées sur des valeurs cotées conduisant en cascade au contrôle d'un même sous-jacent lui-même coté a montré qu'une décote doit être reconnue à chaque palier.

Ainsi, la décote moyenne relevée sur les valeurs d'un échantillon analysé (CGIP, Taittinger, Christian Dior, Dynaction, Fimalac, Isis, FFP – Holding Peugeot, Bolloré, Nord-Est, Azéo, Electrafina) entre octobre 2000 et février 2002 est la suivante :

- décote moyenne de premier holding (11 valeurs) : 33/44 %
- décote moyenne de second holding (5 valeurs) : 31/35 %
- décote moyenne de troisième holding (2 valeurs) : 32/35 %
- décote moyenne de quatrième holding (2 valeurs) : 27/39 %

Ce phénomène a pu être de la même manière observé en 2005, notamment au sein des groupes Bolloré (Financière de l'Odet / Bolloré Investissement / Bolloré Sa), Euris (Finatis / Foncière Euris / Rallye Sa / Casino), Ifil (famille Agnelli / Ifi / Ifil / Fiat), Frère-Bourgeois (CNP / Pargesa / GBL), Christian Dior (Christian Dior/LVMH) ou dans les opérations de restructuration du capital du groupe Lazard (Azéo / Eurafrance / Immobilière Marseillaise / Rue Impériale) intervenues en 2001, avec des décotes en diminution par rapport aux années 2000 / 2002, de même qu'en 2007 ainsi qu'il apparaît ci-dessus s'agissant du groupe Frère (CNP / Pargesa / GBL).

## **5. La décote de conglomérat**

Un « conglomérat » est défini comme un groupe d'entreprises composé de domaines d'activités stratégiques ou DAS (« métiers-marchés ») n'exploitant en commun que des ressources financières, et donc pas (ou peu) de ressources matérielles (infrastructures, plates-formes...) et immatérielles (compétences, marques...) communes. La décote est justifiée par l'excès de charges de structure du conglomérat et par l'absence de gains de synergie<sup>24</sup> entre les DAS.

La décote de conglomérat est égale à la différence entre la valeur fondamentale ou intrinsèque « déconsolidée » du groupe (somme des valeurs des DAS calculées par les méthodes du DCF, des comparables et/ou des multiples) et la valeur boursière de la société holding du groupe<sup>25</sup>.

Le marché financier étant considéré comme relativement efficient, la valeur boursière consolidée du groupe inclut en principe la décote conglomérale. Selon le cas, cette décote varie entre 10 et 20% (comme l'illustre l'exemple ci-dessous de Time Warner-AOL).

---

<sup>24</sup> **Synergie** (effet « 1+1=3 » ou « 2+2=5 ») : « création de valeur supplémentaire obtenue grâce au regroupement de deux ou plusieurs entreprises et qui n'aurait pas été obtenue sans la mise en œuvre effective de la fusion » (Strategor, 2002).

<sup>25</sup> Ou la valeur consolidée des capitalisations boursières des sociétés cotées du groupe.

Cette décote peut être effacée par une scission (démantèlement ou déconglomération) du groupe (grâce à une technique de *spin-off*, *split-off*, *tracking-stock*, *spin-merge-transaction*...). L'opération vise principalement à :

- alléger les charges de structure du conglomérat,
- définir des stratégies industrielles et commerciales (notamment d'alliances), mieux adaptées aux opportunités et aux menaces de chaque secteur d'activité,
- atteindre une meilleure efficacité opérationnelle et être plus réactive face aux attaques de la concurrence,
- pratiquer une communication financière plus transparente (dite de « *pure player* ») avec son actionariat naturel et mieux répondre aux attentes de ses actionnaires en fonction de leurs profils respectifs de rendement-risque et de leurs stratégies de levier financier,
- mieux adapter l'organisation et la politique de gestion des ressources humaines (notamment de rétribution) aux structures et aux pratiques de chaque métier.

Bien que sa définition soit proche de la décote de holding, l'origine de la décote de conglomérat est différente, à savoir :

5. une dispersion de l'allocation des ressources financières entre des activités présentant des rentabilités disparates ;
6. les frais de gestion propres au conglomérat.

La décote de conglomérat est cumulable avec une décote de holding dans le cas où des activités sont logées dans une société holding cotée.

Ainsi, selon le rapport de la banque Lazard (2006) tel que rendu public, la stratégie conglomérale du groupe Time Warner-AOL (TWX) entraînerait une sous-évaluation récurrente du groupe, mesurable par l'écart entre la valeur intrinsèque totale de ses actifs (nets de dettes) et sa capitalisation boursière.

Les experts s'efforcent de démontrer que la scission du groupe en quatre *pure players* spécialisés permettrait de porter la valeur de chaque action de 17,29 \$<sup>26</sup> à un montant compris entre 22,52 \$ et 25,68 \$ (soit 9,7 à 10,3 fois l'EBE prévisionnel par action de 2006). Ce montant permettrait à chaque métier de recouvrer une valeur comparable à celles des firmes leaders du secteur. Les analyses de Lazard sont dans l'ensemble partagées par les autres banques d'affaires anglo-saxonnes, qui appliquent pour la plupart une décote d'au moins 10% à la valeur intrinsèque du groupe TWX en raison de sa structure conglomérale.

---

<sup>26</sup> Cours boursier de l'action Time Warner du 27 janvier 2006 (soit 8,3 fois l'EBE prévisionnel de 2006), correspondant à une capitalisation boursière de 80,7 milliards \$ pour une valeur intrinsèque consolidée de 105,2 milliards \$.

Les experts ont évalué les différentes entités du groupe par croisement de quatre méthodes classiques :

- l'application de « multiples »<sup>27</sup> de l'EBE prévisible pour 2006,
- la référence à des entreprises « comparables » valorisées lors de transactions récentes,
- la projection à l'horizon 2010 des cash flows disponibles<sup>28</sup> prévisionnels de chaque compagnie évaluée,
- la comparaison des évaluations publiées récemment par les analystes financiers.

La confrontation de ces approches a conduit à la fourchette suivante de valeurs financières pour les quatre principales entités de TWX :

**Valeurs intrinsèques des quatre principales entités de TWX (début 2006)**

<b>Métiers de TWX</b>	<b>Multiples de l'EBE 2006</b>	<b>Valeurs en milliards \$ Basse-médiane-haute</b>
Services internet (AOL)	8,5x-10,5x	13,5- <b>17,8</b> -21,5
Fourniture de contenus	8,5x-18,5x	26,0- <b>40,2</b> -53,5
-réseaux TV	8,3x-15,4x	11,4- <b>15,4</b> -19,5
-production de films		
Edition (magazines & livres)	6,4x-13,0x	8,0- <b>11,9</b> -15,8
Cablo-opérations	7,5x-11,5x	38,5- <b>48,0</b> -59,5
<b>Ensemble TWX</b>		98,3- <b>133,3</b> -169,8

Source : rapport Lazard, 2006

La valeur intrinsèque du groupe déconsolidé s'établit ainsi à un niveau médian de 133 milliards \$, supérieur d'environ 53 milliards à sa capitalisation boursière et de 28 milliards à sa valeur intrinsèque consolidée<sup>29</sup>. Toutefois, la large fourchette d'évaluation traduit la disparité des méthodes d'évaluation appliquées.

<sup>27</sup> Coefficient multiplicateur d'un indicateur de performances (EBE, cash flow...), appliqué dans un secteur d'activité pour valoriser ses entreprises.

<sup>28</sup> Cash flows après déduction des investissements de maintien.

<sup>29</sup> Selon Lazard, la décote « conglomérale » serait donc supérieure à 20%.

## CHAPITRE 3

### PANORAMA DES PRINCIPAUX AUTRES TYPES DE PRIMES ET DECOTES

---

Ce chapitre a pour objectif d'élargir la notion de prime et décote à de nouveaux domaines (environnement, contexte social, ...) souvent évoqués dans la littérature anglo-saxonne et pour le moment peu rencontrés dans la pratique.

#### 1. La prime d'encastrement

Plusieurs travaux récents, en particulier ceux de Thalmann<sup>30</sup>, reconnaissent l'importance de l'effet de levier permis par les « compétences enracinées » (« cluster-level competencies ») sur la création de valeur d'une entreprise « encadrée » dans un pôle de compétitivité. Ainsi, le développement des capacités d'une entreprise est d'autant plus robuste que l'entreprise est ancrée dans un ou plusieurs réseaux socioprofessionnels favorisant ses effets d'expérience, renforçant ses facultés d'assimilation de nouvelles compétences et lui permettant ainsi de « croiser » ses compétences avec d'autres acteurs du réseau (partenaires, fournisseurs, clients, sous-traitants, ...).

Le partage des connaissances entre firmes d'un même « cluster » permet d'optimiser les processus organisationnels au travers d'accords de coopération, d'essaimage, de mobilité des salariés, ....

La définition des indicateurs pertinents de mesure du degré d'encastrement fait à l'heure actuelle l'objet de débat entre experts, ainsi :

7. certains proposent de calculer la prime ou décote en fonction du coefficient de corrélation (entre le métier de la société et le *core business* du *cluster*), de parts de marché, de quote-parts de production, ... ;
8. d'autres experts proposent d'ajuster la valeur terminale par la prise en compte dans le coût du capital de la corrélation entre risque et encastrement : minoration de la prime de risque des investisseurs en cas d'encastrement supérieur à la moyenne des entreprises d'un secteur d'activité.

Cette nouvelle notion de prime, encore à l'état exploratoire, soulève principalement la question du paramétrage du coefficient d'encastrement de la société, ce dernier devant faire l'objet à moyen terme de recherches complémentaires suivant des méthodologies appliquées à des entreprises comparables localisées dans et hors des clusters.

---

<sup>30</sup> Source : THALMAN S, JENKINS M, HENRY N & PINCH S, « Knowledge, clusters and competitive advantage », *American Management Review*, 2004



## 2. La prime sociétale ou prime de valeur durable

La notion de prime sociétale repose principalement sur l'idée qu'une entreprise crée de la valeur en mettant en œuvre un programme d'actions de développement durable et de responsabilité sociétale. Introduite officiellement à la Conférence de Stockholm en 1972, cette notion est portée par plusieurs courants de pensée : l'écologie naturelle, l'écologie sociale, le gouvernement d'entreprise. Elle a donné lieu à la définition de référentiels multiples par l'Etat, certains organismes paritaires (comme l'Observatoire de la Responsabilité Sociale), cabinets de conseil spécialisés dans le développement durable (Ecodurable, ...) et agences de notation sociale (comme Aresse devenue Vigéo).

La valeur durable est appréciée à partir de critères à la fois variés et évolutifs de mesure : action sociale individuelle et collective, gestion environnementale, gouvernement d'entreprise, relations contractuelles extérieures à l'entreprise (clients et fournisseurs), action d'insertion, déontologie, action de type humanitaire et engagement pour les droits de l'homme,... autant de programmes et d'actions engagés par l'entreprise à évaluer.

Les Entreprises Socialement Responsables (ESR) font l'objet d'évaluations :

9. en fonction des normes et recommandations de plusieurs institutions (ONU, OIT, OCDE...)
10. par des agences de notation et des cabinets d'audit social, sociétal et/ou environnemental.

Ainsi, l'agence française Vigéo assure la notation des sociétés du DJ Stoxx 600 :

1. à partir de **six critères généraux** :

critères	Contenus
1/ Gestion des ressources humaines	Valorisation globale des salariés (rétribution, formation, carrière, employabilité, hygiène et sécurité, conditions de travail, climat social)
2/ Respect de l'environnement	Respect des réglementations, gestion des risques, économie de ressources, recyclage et élimination des déchets, gestion des transports
3/ Relations avec les clients et fournisseurs	Culture et orientation client, capacité d'innovation, maîtrise des processus
4/ Relations avec les actionnaires	Indépendance et représentativité des administrateurs, comités de contrôle, transparence des rétributions des administrateurs et des dirigeants, outils d'information
5/ Engagement sociétal	Mécénats humanitaire, social, environnemental, culturel et/ou sportif Respect des valeurs citoyennes
6/ Droits humains	Respect des droits de l'homme et des droits des travailleurs

2. en fonction des secteurs d'activité : sur- ou sous-pondération de certains critères (notamment environnementaux) selon les secteurs ;
3. en fonction de deux logiques : structurelle (régularité et antériorité de la notation) et managériale (dite du cycle PDCA de Deming), selon 4 degrés d'engagement de l'entreprise (pionnière, suiveuse dans la moyenne, en devenir, peu concernée) ;
4. en fonction de trois axes : leadership (intentions, objectifs), déploiement (moyens mis en œuvre) et résultats obtenus ;
5. en fonction de deux analyses « opposables » par deux experts indépendants.

### **3. La prime ou décote sectorielle**

La décote sectorielle traduit un ajustement de la valeur intrinsèque d'une entreprise afin de prendre en compte les caractéristiques d'un secteur d'activité. Les facteurs impliquant des décotes sectorielles peuvent revêtir différents éléments :

- une difficulté, voire une impossibilité de réaliser une transaction compte tenu du caractère « sensible » de l'activité (nucléaire, défense nationale, ...). Au cas particulier, la décote sectorielle rejoint ici la notion de décote d'illiquidité
- le fait que le secteur d'activité ne réponde pas à des critères « éthiques » d'investissement (tabac, alcool, ...)
- le fait au contraire que le secteur se situe dans un environnement prisé : bulle verte, dépollution, éthique ...

### **4. La décote climatique**

La décote climatique est une déclinaison de la décote sectorielle. Elle permet de capturer dans la valeur d'entreprise d'une société l'exposition de son activité aux risques climatiques. Cette décote, peu utilisée à l'heure actuelle, devrait être prise en compte de plus en plus fréquemment par les marchés boursiers à moyen terme.

Ainsi, la création récente d'une structure commune entre Météo France et Euronext (*Metnext*) chargée de fournir des indices aux entreprises afin de mesurer leur sensibilité aux phénomènes météorologiques confirme cette prise de conscience. De même, plusieurs indices climatiques (*ex : le « Global Warming Index » lancé par UBS*) sont apparus ces dernières années afin de prendre en considération ce type de risque.

Les secteurs d'activité comme l'industrie textile, les producteurs de boissons, les producteurs d'énergie ou l'agriculture devraient être parmi les premiers secteurs concernés par cette nouvelle notion de décote.

**5. La décote d'absence de droit politique**

Cette décote exprime l'absence de droit de vote attaché à certains types d'actions. La valeur d'une action, privée de ses droits de vote (actions à dividende prioritaire, actions traçantes, ...), peut en effet être impactée par l'impossibilité pour son propriétaire d'exercer une influence sur les décisions du management.

Les entreprises, en particulier les fonds d'investissement, recourent de plus en plus fréquemment à l'émission d'actions complexes, de type actions de préférence qui se développent en France depuis 2005. Les évaluateurs doivent prendre en compte dans leurs travaux les caractéristiques financières et juridiques (absence de droit de vote, blocage des droits financiers sur une période donnée, ...), au travers notamment de décote.

## CHAPITRE 4

### APPROCHE TRANSVERSALE DES PRIMES / DECOTES SOUS L'ANGLE JURIDIQUE ET FISCAL

---

Dans le préambule de son nouveau guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés paru en 2006, la direction générale des impôts rappelle que les évaluations sont faites (par l'administration) « *sous le contrôle du juge* » et qu'elle « *veille à respecter les jurisprudences de la cour de cassation et du conseil d'Etat* ».

Nous procéderons tout d'abord à une présentation rapide de la doctrine administrative sur l'utilisation de primes et décotes (1.) et ensuite à l'examen de la jurisprudence en essayant d'en dégager les principales tendances (2.).

#### **1. La position de l'administration fiscale sur l'utilisation de primes et décotes**

Les circonstances dans lesquelles l'administration fiscale peut être amenée à contester la valeur déclarée d'un titre de société sont nombreuses : cession à titre gratuit ou onéreux, fusion, apport, déclaration d'ISF , .....

La sous-évaluation se traduisant dans la plupart des cas par une perte de rentrée fiscale, l'administration procède à un redressement, n'hésitant pas, quand elle en a la possibilité, à pratiquer la double peine.

C'est ainsi qu'une cession de titres par une personne morale à un prix manifestement sous-estimé, se traduira pour le cédant par le paiement d'un impôt sur les plus-values complémentaire et chez le cessionnaire par la qualification de l'avantage indu en revenu distribué, taxable au régime des dividendes.

Il revient à l'administration de prouver qu'il y a eu une mauvaise évaluation des titres concernés, au terme d'une procédure contradictoire, pouvant déboucher, en l'absence d'accord amiable, sur un contentieux devant les juridictions civiles ou administratives selon le type d'impôt concerné.

Concernant les primes et décotes, saluons d'entrée l'avancée accomplie par la direction générale des impôts qui en accepte désormais le principe de façon « officielle », le guide susvisé lui étant opposable.

En effet, alors qu'en 1982, lors de la parution de son premier guide de l'évaluation des biens, elle n'en disait mot, elle les intègre aujourd'hui comme une réalité incontournable des problématiques d'évaluation, leur consacrant notamment une annexe complète (fiche 8 du guide 2006).

Il est vrai qu'elle y a été poussée par les enseignements d'un quart de siècle de jurisprudence sur cette question.

Nous commenterons dans un premier temps l'approche privilégiée par l'administration (1.1) et dans un second temps les primes et décotes qu'elle commente (1.2).

## 1.1 Une approche du calcul des primes et décotes par la pondération des méthodes

Le guide 2006 énonce que la détermination de la valeur vénale des titres est déterminée par rapport à la valeur globale de la société, en faisant immédiatement remarquer que « *la valeur de tous les titres d'une société n'est pas obligatoirement égale à la valeur globale de celle-ci* » (p 23).

Il est donc accepté le principe même d'un retraitement à opérer pour « *affiner la valeur unitaire de titres induite de la valeur globale de l'entreprise* ».

Mais plutôt que de s'en tenir à l'application de pourcentages à appliquer à tel ou tel cas de figure, l'administration, visiblement réticente à se laisser enfermer dans des formules mathématiques trop rigides, entend privilégier une approche par la pondération des méthodes, affirmant que « *d'une façon générale, la valeur mathématique est prédominante lorsque les titres représentent le pouvoir de décision dans la société* » tandis que la valeur de rendement serait privilégiée pour les associés minoritaires (page 23)<sup>31</sup>.

C'est ainsi que le calcul d'une éventuelle décote pour intérêt minoritaire serait opéré par la surpondération accordée à la valeur de rendement par rapport à la valeur mathématique. A titre d'illustration, le guide propose d'évaluer un paquet d'actions majoritaire pour une PME en prenant : (deux valeurs patrimoniales plus une valeur de rentabilité) / 3 et (une valeur patrimoniale plus deux valeurs de rentabilité) / 3 pour un paquet d'actions minoritaire (p 83).

Il n'en demeure pas moins qu'enseignée par la jurisprudence, la direction générale des impôts ne peut se soustraire complètement à une approche par pourcentage appliqué à chaque type de décote.

## 1.2 L'indication de quelques pourcentages appliqués à certaines décotes

Constatons tout d'abord que les primes et décotes évoquées par l'administration sont beaucoup moins nombreuses que celles que nous avons décrites ci-avant.

En ce qui concerne les primes, la direction générale des impôts ne retient que la notion de prime de contrôle qualifiée de surcote, en faisant explicitement référence à ce qui « *est observé sur le marché boursier lors des prises de contrôle* » et en indiquant que celle-ci est d'ailleurs « *reconnue par les experts privés* » (p 109) appelés à la rescousse d'une argumentation qui va jusqu'à en proposer le mode de calcul.

C'est ainsi qu'à titre « *purement indicatif* » la DGI mentionne une fourchette de 10 à 20% tout en soulignant que ces primes « *observées sur les marchés financiers lors d'OPE/OPA, calculées par rapport au cours de l'action un mois avant l'offre, ont varié entre 19 et 20% au cours des années 2000 à 2004* » (p 97).

---

<sup>31</sup> La **valeur mathématique ou patrimoniale** correspond à l'actif net réévalué. La **valeur de rentabilité** est déterminée par capitalisation d'un résultat net normatif et la **valeur de rendement** par celle d'un dividende normatif (calculé sur une moyenne historique) ou application d'un multiple de marché à un résultat d'exploitation ou à la MBA. S'intercale entre ces deux approches, la **méthode de la survaleur** (valorisation de l'incorporel par capitalisation d'un superprofit).

La littérature administrative est heureusement beaucoup plus riche en ce qui concerne les décotes.

Elle en évoque trois types : les décotes de holding, les décotes pour absence de liquidité et les décotes de minorité.

Concernant les holdings, le nouveau guide affirme « *qu'il est communément admis que la valeur de ces sociétés correspond à leur valeur patrimoniale diminuée d'une décote (...) destinée à prendre en compte la non liquidité des actifs immobilisés, la fiscalité latente sur ces actifs et éventuellement l'absence de contrôle de la holding sur les participations* » (p. 94).

La fourchette mentionnée par l'administration est ici extrêmement large puisqu'elle va de 20 à 50% (p. 107).

Pour l'affiner, il convient de distinguer entre les blocs de titres majoritaires ou minoritaires. Pour les titres majoritaires, le curseur proposé va de 20 à 30%, selon l'âge des actifs en portefeuille, le secteur d'activité et la conjoncture économique. Pour les titres minoritaires, une décote supplémentaire de 10 à 20% est acceptable.

Notons de plus qu'en cas de holdings superposés cette décote peut aller jusqu'à 40% de la valeur patrimoniale.

Les décotes pour non liquidité sont également mentionnées lorsque la société est évaluée par la seule méthode de l'actif net corrigé ou par la méthode des comparables boursiers.

A cette décote générale, l'administration accepte de rajouter une décote liée à l'existence de clauses d'agrément statutaires ou extra-statutaires, pouvant aller de 20 à 30% (p. 23).

Quant au fait minoritaire, elle considère comme acquis que la valeur d'un bloc majoritaire est au prorata toujours supérieure à celle d'un bloc minoritaire alors que nous avons vu que cela n'était pas toujours vrai, notamment dans le cadre d'offres publiques de retrait obligatoire.

Les pourcentages admissibles mentionnés dans le guide vont dans ces cas de 15 à 30% (p. 83) : 30% (p. 79) de la valeur de rendement pour un bloc minoritaire, 25% (p. 81) en l'absence de distribution.

On perçoit donc une certaine réticence de l'administration à arrêter un mode de calcul trop précis et uniforme encourageant les évaluateurs à se référer à une doxa qui s'imposerait à elle, la privant du coup de toute possibilité de contestation de la valeur retenue par le contribuable.

C'est pourquoi la connaissance de la jurisprudence en matière de primes et décotes est irremplaçable pour sécuriser le travail de l'évaluateur.

## **2. La position de la jurisprudence en matière de primes et décotes**

Rappelons tout d'abord que cette jurisprudence est élaborée tant par les tribunaux civils qui jugent le contentieux des droits d'enregistrement que par les tribunaux administratifs qui interviennent pour les autres types d'imposition.

Mais la jurisprudence, en quelque sorte fondatrice, a été élaborée par le Conseil constitutionnel en 1986, à l'occasion du contentieux des privatisations.

La haute juridiction a rappelé à cette occasion « *que le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique* ».

Bien que soit ici visée explicitement la notion de prime de contrôle, était confirmé un principe affirmé depuis longtemps tant par la cour de cassation que par le Conseil d'Etat en matière de primes et décotes.

Les situations dans lesquelles les tribunaux ont eu à juger de la validité d'une prime ou d'une décote sont nombreuses et les pourcentages parfois très élevés.

On citera par exemple une prime de 66% justifiée par la possibilité d'intégrer verticalement une fabrication, de 60% dans le cadre d'un reclassement avant introduction en bourse, de 51% pour l'acquisition d'un process industriel, de 33% pour faciliter l'éviction d'un dirigeant, etc...

Nous évoquerons, dans un souci de parallélisme avec la doctrine de Bercy, quelques jurisprudences remarquables en matière de primes puis de décotes.

### **2.1 Les conditions de reconnaissance de la validité de primes**

Le Conseil d'Etat dans un arrêt du 16 mai 1975 a reconnu la validité d'une **prime accordée à un bloc majoritaire**, avec les attendus suivants « *considérant qu'il résulte de l'instruction et qu'il n'est d'ailleurs pas contesté que le prix payé en octobre et en novembre 1963 aux précédents détenteurs des actions de la société B et de la société C correspondait à une évaluation des actifs nets de ces sociétés très supérieure au montant des actifs nets ressortant des bilans de celles-ci et que la différence était justifiée par la convenance de la société X à transformer en filiales deux sociétés dont les activités et les implantations étaient complémentaires des siennes de manière à maîtriser ces activités et à les orienter éventuellement à son propre avantage ; que le prix payé à cette fin, bien qu'il ait pu sans irrégularité être inscrit, comme il l'a été, en tant que prix de revient d'actions de sociétés filiales, au poste « titres de participation » du bilan de la société mère, correspondait donc en réalité non seulement à la valeur intrinsèque de la participation acquise dans chacune des deux sociétés, mais également à l'augmentation de valeur que la société X procurait à son propre fonds de commerce en s'assurant un contrôle total sur l'activité d'entreprises jusque-là indépendantes* »

La Cour d'Appel de Paris, dans un arrêt du 2 juillet. 2002, a validé une prime accordée au bloc constituant une **minorité de blocage** par rapport à un simple bloc minoritaire en « *considérant que la valeur de chaque action à l'intérieur des 1 713 actions indivises qui constituent ensemble une minorité de blocage sur la totalité des actions composant l'actif social de 4 502 actions de la SA Gérard Mang, dont 2 778 possédées par le Cabinet Audit Conseil présidé par M. Baranes, est supérieure à celle de chaque action à l'intérieur d'un lot en nature de 571 actions revenant à chacun des fils qui ne posséderaient plus qu'une minorité non qualifiée à la différence de celles de leur sœur par alliance avec celles du Groupe Baranes.* ».

## **2.2 Les conditions de reconnaissance de la validité de décotes**

Le Conseil d'Etat dans un arrêt du 28 février 2001, portant sur la cession par M. Théron de sa **participation minoritaire** de 1,1% dans la société Cogédipresse, filiale du Groupe Filipacchi, a *accepté* une décote de 23,5%, étant toutefois précisé qu'en l'espèce les deux parties n'étaient pas liées par une relation d'intérêt.

*De la même façon, la Cour de cassation, dans un arrêt du 2 décembre 1997, a jugé qu'une décote de 25% était justifiée par le fait que la détention de ces titres ne conférait aucune position de contrôle de la société en soulignant que les titres minoritaires après la prise de contrôle par la majoritaire « avaient nécessairement une valeur moindre puisqu'ils ne pouvaient plus permettre par quiconque l'acquisition d'une position majoritaire ».*

*Indiquons cependant, pour écarter l'idée que la position de minoritaire suffirait à elle seule à justifier d'une décote, que le commissaire du gouvernement suite à un arrêt du Conseil d'Etat du 14 novembre 2003 rappelait de façon convaincante que « le fait que la valeur des titres dont l'acquisition permet d'acquérir le contrôle de la société est supérieur à celles de titres sans effet sur ce contrôle ne signifie nullement qu'il faille automatiquement appliquer une décote aux titres détenus par un associé minoritaire. ».*

Dans le domaine des décotes pour **absence de liquidité**, le Tribunal de Grande Instance de Paris a reconnu le 4 juin 1997, que la valeur de titres détenus collectivement à travers une société, ne présentait pas la liquidité qu'impliquerait leur détention directe et a accepté une décote de 30%. Mais le 14 novembre 2003, le Conseil d'Etat refusait une décote de seulement 8% invoquée par « *des délais de négociation des titres* ».



### 3. Grille de synthèse des primes et décotes acceptées par l'administration fiscale

Nature	Cas d'application	Société concernée			Estimation fournie par l'administration fiscale
		société d'exploitation	société holding	SCI	
<b>Décote pour non liquidité</b>	<u>2 cas</u> - décote générale pour non liquidité des titres détenus : valorisation unique par l'ANR, valorisation de titres non cotés par comparaison - décote liée aux contraintes juridiques et contractuelles : clause d'agrément, ....	√	non <i>(se confond avec la décote de holding)</i>	√	20 - 30 %
<b>Décote pour fiscalité latente</b>	Utilisation de la valeur mathématique (ANR) après revalorisation des actifs immobiliers. 2 situations possibles : - titres d'une société opérationnelle : si actif nécessaire à l'exploitation : pas de fiscalité latente. Si actif non nécessaire à l'exploitation : fiscalité latente à prendre en compte (frais et droits) - titres d'une société holding : pas de fiscalité latente (inclus dans la décote de holding)	√	non <i>(se confond avec la décote de holding)</i>	non	non
<b>Décote de holding</b>	<u>2 cas</u> - décote de minorité liée à l'absence de contrôle de la société holding sur les participations - illiquidité des actifs détenus par la société holding  Base : valeur mathématique (VM) lorsque seule cette approche est retenue (les PV latentes doivent être prises en compte)	non	√ <i>(si seule la VM a pu être utilisée)</i>	non	≈ 30 %
<b>Prime de contrôle (ou surcote)</b>	Elle traduit le principe que la valeur moyenne des titres obtenue à partir de la valeur globale de la société peut varier en fonction du degré de contrôle que confère le paquet de titres détenu.  Selon l'administration, la valeur mathématique doit être privilégiée s'agissant des titres représentant le pouvoir de décision dans la société. En revanche, la valeur de rentabilité est privilégiée pour les actionnaires minoritaires.  <u>2 cas d'application</u> - si la société ne distribue pas de dividendes, elle est évaluée uniquement à partir de la valeur mathématique et de la valeur de productivité sur laquelle une prime/décote peut être appliquée - si la valeur mathématique est inférieure à la valeur de productivité et à la valeur de rendement.	√	√	√	non
<b>Décote de minorité</b>	Même cas d'application que la prime de contrôle	√ <i>(sous réserve que la pondération retenue ne fasse pas ressortir le caractère minoritaire)</i>	√ <i>(sous réserve que la pondération retenue ne fasse pas ressortir le caractère minoritaire)</i>	√ <i>(sous réserve que la pondération retenue ne fasse pas ressortir le caractère minoritaire)</i>	non

Source : Guide fiscal - L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés - Direction Générale des Impôts - Novembre 2006

Ainsi les sources administratives et jurisprudentielles acceptent sans difficulté la justification de primes et décotes ; il n'en demeure pas moins qu'il reste particulièrement délicat d'en fixer les niveaux, même si des tendances se dégagent.

Nous y voyons là une occasion de plus de rappeler qu'il revient à l'évaluateur le soin de particulièrement bien motiver ses options.

CHAPITRE 5

GRILLE DE DETERMINATION SYNTHETIQUE DES PRIMES ET DECOTES

Tableau de synthèse des principales primes et décotes

	Prime de contrôle	Décote de minorité	Prime de minorité	Décote d'illiquidité	Décote de holding
<b>1- PRINCIPES GENERAUX</b>					
Référence Etude SFEV	Partie II - Paragraphe 1	Partie II - Paragraphe 2	Partie II - Paragraphe 2.4	Partie II - Paragraphe 3	Partie II - Paragraphe 4
Définition	La prime de contrôle représente le prix supplémentaire par rapport à la valeur économique d'une société qu'un investisseur paie pour détenir le contrôle du capital de cette société	La décote de minorité correspond théoriquement à un ajustement à la baisse de la valeur des titres d'une société afin de prendre en compte le fait que le détenteur des titres n'est pas majoritaire dans le capital de la société et à ce titre ne peut influencer sur la marche opérationnelle de la société et sur l'utilisation des flux financiers	la prime de minorité se définit comme le prix supplémentaire attachée aux actions qui permettent à l'acheteur, à la marge, de franchir un seuil de contrôle et d'exercer ainsi un supplément de pouvoir	La décote d'illiquidité correspond à un ajustement à la baisse de la valeur des titres d'une société afin de prendre en compte l'absence de liquidité de ces titres.	La décote de holding correspond à la différence entre la valeur après revalorisation des divers actifs (participations, actifs financiers et non financiers) à leur valeur de marché et la capitalisation boursière d'une société holding.
Facteurs explicatifs	- la prime de contrôle traduit la valeur actuelle des synergies que le rapprochement doit permettre de mettre en œuvre - en payant une prime de contrôle, l'acheteur rétrocède une partie de l'espérance de gain engendré par les synergies	- difficulté d'influer sur la politique de distribution des dividendes - impossibilité d'agir sur la stratégie de la société et d'en modifier le management - moindre connaissance du fonctionnement et de la situation de l'entreprise - en pratique, justification essentiellement fiscale	- permet d'obtenir certains avantages conférés par l'atteinte de seuil de détention dans une société (ex : 5%, 34%) - Bénéfice de l'intégration fiscale (seuil de 95 %) - Elimination des intérêts minoritaires - retrait de cote - protection de "l'actionnaire minoritaire" par la réglementation boursière des principales places financières	- impossibilité de vendre des titres à leur prix à un instant donné - absence de cotation - existence de contraintes juridiques et contractuelles (clause d'agrément, "lock-up" imposé par les banques, ...)	- création de valeur disparate - illiquidité des actions en fonction de la "position" dans l'organigramme du groupe - frais de fonctionnement propres à la holding - frottements fiscaux - faible rotation des actifs stratégiques - risque et coût de la dette
Base	Application de la prime sur : - valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché par multiples de comparables boursiers	Application de la décote sur : - valeur de marché par multiples de transactions comparables (annulation de la prime de contrôle observée)	Application de la prime sur : - valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché déterminée par comparables boursiers et transactions comparables	Application de la prime sur : - valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché déterminée par comparables boursiers et transactions comparables	Application de la décote sur : - valeur intrinsèque par ANR ou "Somme des Parties" (SOTP)
Cas d'exclusion	Exclusion de la prime sur : - multiples de transactions comparables (prime de contrôle déjà prise en compte)	Exclusion de la décote sur : - valeur intrinsèque (DCF, ANR) - valeur de marché par multiple de comparables boursiers (position minoritaire)	Néant	Néant	Néant
Société concernée	toutes sociétés	toutes sociétés	toutes sociétés	toutes sociétés sauf holding	société holding
Fourchette d'estimation	Offres Publiques 2005 - M1 2007 25,8 % / cours spot 31% / cours moyen pondéré 1 mois	peu pratiquée (Sauf pour annuler une prime de contrôle)	Echantillon opérations > 1 Md€ (1999 - 2007) 19 % Echantillon opérations < 0,5 Md€ (2006 - 2007) 8,4 % sur valeur intrinsèque (DCF) 10 % sur cours spot avant rumeur	Augmentation de capital : DPS) 5% (sans 20 à 25% (avec DPS) IPO (dépollué des autres impacts) : < 10%	fourchette de décote comprise entre 10% - 25% moyenne de 15% à 20% (juillet 2007)
<b>2- POSITION FISCALE</b>					
Reconnaissance par l'Administration fiscale	oui	oui <i>(application sous réserve que la pondération retenue pour chaque méthode ne fasse pas déjà ressortir le caractère minoritaire de la participation détenue)</i>	nc	oui <i>(à l'exclusion des sociétés holding)</i>	oui <i>(application sous réserve de l'utilisation exclusive de la "valeur patrimoniale")</i>
Estimation fournie par l'administration fiscale (Guide fiscal - 12/2006)	nc	non	nc	20 % - 30 %	≈ 30 %
<b>3- AUTRES POINTS</b>					
Points spécifiques				Remarques - Cette nature de décote est utilisée de manière régulière par les professionnels du "Private Equity". - Par ailleurs, des dispositions insérées dans le pacte d'actionnaires (clauses de sortie, objectif d'IPO, ...) peuvent réduire significativement la pertinence de cette décote.  - Règles de prise en compte de l'illiquidité des actions : > Banque de France : 25% (valorisation des actions non cotées dans les comptes nationaux - note Bdf du 17 mai 2007) > AFIC : fourchette de 10% à 30%	Cas particulier des "cascades de holding".  Pour quantifier les décotes de holding en cascade, il est nécessaire de mesurer l'écart de valeur entre la capitalisation boursière et l'ANR des holdings superposés, cet ANR étant lui-même déterminé en fonction du cours de bourse du holding inférieur ou du sous-jacent.

## ANNEXE 1

### Les notions de valeur financière d'une entreprise

---

- **Valeur de référence (ou valeur fondamentale) :** somme des valeurs que prendrait l'entreprise dans chacun des scénarii d'avenir possibles, pondérées par leurs probabilités respectives d'occurrence.
- **Valeur de marché :** valeur de marché de l'outil industriel et commercial de l'entreprise minorée de la valeur de marché de son endettement financier net. Capitalisation boursière ou valeur analogique (calculée par application de la méthode des comparables boursiers).
- **Valeur intrinsèque (valeur d'usage ou d'utilité) :** selon le cas,
  - **Valeur substantielle :** actif net réévalué et corrigé de l'entreprise (incluant le fonds de commerce ou *goodwill*)<sup>32</sup>,
  - **Discounted cash flow (DCF) :** valeur cumulée des profits (*cash flows*) futurs actualisés (flux probabilisés projetés dans le plan d'affaires) attendus de l'activité de l'entreprise.
- **Valeur économique (« juste valeur » ou « stand alone ») :** synthèse des valeurs de marché et intrinsèque.

#### Autres notions :

- **Valeur stratégique :** valeur qu'un acheteur est prêt à payer pour une entreprise. Somme de la valeur, obtenue au travers d'une projection des flux de trésorerie disponibles, et de celle des gains dus aux synergies résultant du rapprochement de l'entreprise-cible avec celle du cessionnaire. Valeur « stand alone » majorée des synergies d'acquisition. Selon le cas,
  - **Valeur interne potentielle :** valeur après reconfiguration des processus (rationalisation de l'exploitation) de l'entreprise (éventuellement prévue par le plan d'affaires).
  - **Valeur interne après cessions potentielles :** valeur précédente majorée des plus-values de cessions éventuelles.
  - **Valeur externe potentielle :** valeur précédente majorée de gains éventuels de restructuration du portefeuille d'activités (métiers-marchés).
- **Valeur liquidative :** valeur « stand alone » minorée d'une décote pour tenir compte de l'impératif d'une réalisation rapide.
- **Valeur globale :** valeur incluant une valorisation des externalités positives ou négatives des investissements de l'entreprise.
- **Valeur durable :** valeur économique corrigée en fonction de la notation sociale de l'entreprise.

---

<sup>32</sup> **Goodwill :** « survaleur » (ou « superprofit ») créée par l'entreprise après rémunération des capitaux investis au coût du capital, sur la durée du plan d'affaires.

## ANNEXE 2

### Analyse de régression entre la valeur de synergies annuelles annoncées et la prime offerte sur le cours moyen 1 mois

(Tableau des données sous jacentes)

Informations sur l'Offre								
Date annonce	Cible	Acquéreur	% acquis	Nature de l'offre	Prix de l'Offre €	Taille de l'Offre M€	Prime <sup>(1)</sup> M€	Synergies <sup>(2)</sup> M€
20/01/2005	Aggregate Industries	Holcim	100%	Numéraire	1.99	2 612	659	65
09/03/2005	RAC	Aviva	99%	Numéraire/Actions	13.47	1 602	393	115
21/04/2005	Allied Domecq	Pernod Ricard	100%	Numéraire/Actions	9.79	10 963	2 368	300
10/05/2005	P&O Nedlloyd	AP Moeller-Maersk	100%	Numéraire	57.00	2 317	622	159
13/05/2005	Foersaekrings AB Skandia	Old Mutual PLC	100%	Numéraire/Actions	4.74	4 852	948	104
03/08/2005	BPB	Saint Gobain	100%	Numéraire	11.34	5 750	1 762	100
19/09/2005	Exel	Deutsche Post	100%	Numéraire/Actions	18.44	5 399	1 249	220
31/10/2005	O2	Telefonica SA	100%	Numéraire	2.94	26 225	5 267	293
14/12/2005	ASF	Vinci SA	50%	Numéraire	51.00	5 937	631	70
27/01/2006	Arcelor	Mittal Steel	94%	Numéraire/Actions	39.98	25 772	12 227	1 218
03/02/2006	Banca Nazionale del Lavoro SpA	BNP Paribas SA	51%	Numéraire	2.98	4 667	290	400
06/03/2006	BOC	Linde	100%	Numéraire	23.30	11 689	3 122	250
15/03/2006	Euronext NV	NYSE Group Inc	100%	Numéraire/Actions	70.43	7 927	2 141	65
24/03/2006	Schering	Bayer	92%	Numéraire	89.00	16 316	10 116	700
28/04/2006	Telefonica Publicidad	Yell Group PLC	94%	Numéraire	8.50	2 892	(245)	22
29/05/2006	PLIVA dd	Barr Pharmaceuticals Inc	92%	Numéraire	112.76	1 924	396	128
25/06/2006	Toro Assicurazioni SpA	Assicurazioni Generali SpA	56%	Numéraire	21.20	2 140	1 016	180
21/08/2006	WM-data AB	LogicaCMG PLC	100%	Numéraire/Actions	3.01	1 265	260	22
21/09/2006	Serono International SA	Merck KGaA	66%	Numéraire	692.58	6 696	1 532	80
25/09/2006	Schwarz Pharma AG	UCB SA	88%	Numéraire/Actions	91.09	3 742	866	100
02/10/2006	Corus Group PLC	Tata Steel UK Ltd	100%	Numéraire	8.97	11 078	2 974	350
28/11/2006	Scottish Power PLC	Iberdrola SA	100%	Numéraire/Actions	11.29	16 910	2 917	130
04/12/2006	RHM PLC	Premier Foods PLC	100%	Numéraire/Actions	5.23	1 824	433	126
15/12/2006	Gallaher Group PLC	Japan Tobacco Inc	100%	Numéraire	17.00	11 165	2 067	92
19/02/2007	Converium Holding AG	SCOR	96%	Numéraire/Actions	13.94	1 972	383	65
10/04/2007	PUMA AG	PPR SA	73%	Numéraire	330.00	3 302	1 039	15
03/05/2007	Hanson PLC	Spohn Cement	100%	Numéraire	16.11	11 541	2 677	200
23/07/2007	DEPFA Bk PLC	Hypo Real Estate Holding AC	100%	Numéraire/Actions	16.09	5 681	872	150

(1) Calculée sur la base du cours moyen un mois avant annonce/rumeurs

(2) Année pleine

## Bibliographie

---

### 1- OUVRAGES

- D. Barbusiaux - « *Décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise* » - Economica - 1995
- R. Brealey & S. Myers - « *Principe de gestion financière* » - Pearson Education - 7ème édition
- J. Caby, G. Hirigoyen - « *La création de valeur de l'entreprise* » - Economica - 1998
- P. de la Chapelle - « *L'évaluation des entreprises* » - Economica - 2002
- T.E. Copeland, T. Koller & J. Murin - « *La stratégie de la valeur* » - Ed d'Organisation - 2002
- A. Douhane, JM. Rocchi, SEFI Finance - « *Techniques d'ingénierie financière* » - 1997
- G. Ferone & Alii - « *Le développement durable* » - Ed. d'organisation - 2001
- G. Hirigoyen & J.C. Degos - « *Evaluation des sociétés et de leurs titres* » - Vuibert - 1988
- B. Husson - « *La prise de contrôle d'entreprises* » - Puf – 1990 (pages 29 et 30)
- J.J. Pluchart - « *L'ingénierie financière de projet* » - Ed. d'Organisation - 2000
- G.B. Stewart - « *The Quest for value* » - Harper Collins - 1991
- E. Tchemeni - « *l'évaluation des entreprises* » - Economica - 1993
- J.C.&J.B. Tournier - « *Evaluation d'entreprise* » - Ed. d'Organisation - 2002
- P. Vernimmen - « *Finance d'entreprise* » - Dalloz — 6ème édition
- Ch. Walter, E. Brian - « *Critique de la valeur fondamentale* » - Springer - 2007
- « *International Valuation Standards Committee* » (IVSC) – 8ème édition – Juillet 2007
- « *Valuation Edition – 2006 Yearbook* » - SBBI – i.b.botson

### 2- ARTICLES

- M. Bajaj, D.J. Denis; S.P. Ferris and A. Sarin, « *Firm Value and Marketability Discounts* », *Journal of Corporation Law*, 27 (Fall, 2001): 89-115
- D. Beaumont - « *Réflexions sur la prise en compte de la liquidité dans l'évaluation des actions* » - Associés en Finance
- B.S. Black - « *Bidder Overpayment in Takeovers* » - (*Stanford Law Review*) – 2002 (p 606 à 614)
- A. Black, P. Wright, J. Bachman - « *Search of Shareholder Value* » - *Financial Time management-PWC* – 1997
- R.F. Bruner et M. Palacios “*Valuing Control and Marketability*”, Working paper Darden University of Virginia - Mai 2004

- A. Damodaran - « *The value of control : implications for control premium, minority discounts and voting share differentials* » - Stern School of Business – Juin 2005
- A. Damodaran - « *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount* » - Stern School of Business – Juin 2005
- D. Hagge - « *Evaluation de participations minoritaires* » - Revue « Echanges » - juin 2004
- C. Kaye & J.Yuwono - « *Conglomerate : Discount or Premium ?* » - Marakon Associates
- F.A. Longstaff - « *Asset pricing in markets with illiquid assets* » - Janvier 2005
- C. Mercer - « *Leveling with you about the "levels of value"* » - Novembre 2001
- F. Meunier « *Les synergies financières. Où et comment ?* » – Revue Echanges n°249 – Décembre 2007
- M. Nussembaum et C. Karsenti - « *Comment calculer les primes et décotes* » - Option Finance – Septembre 2002 – N° 704
- M. Pelé & J.J. Pluchart - « *La mise en perspective stratégique de l'évaluation des actifs immatériels des entreprises* » - Management International - janvier-février 2007
- S. Thalman, M. Jenkins, N. Henry & S. Pinch - « *Knowledge, clusters and competitive advantage* » - American Management Review – 2004
- « *Bruxelles demande à Paris de revoir les secteurs protégés* » - L'Agefi – Octobre 2006
- « *Dossier : la création de valeur* » - Echanges, Revue n°150 des Directeurs Financiers, 1998.
- « *Valeur et liquidité* » - Lettre Vernimmen – Septembre 2001
- « *Holdings, une lente renaissance à l'épreuve* » – Les Echos – 25 Septembre 2007
- « *Le Nasdaq échoue à nouveau dans son OPA sur la Bourse de Londres* » - Le Monde – 13 février 2007
- « *Axa, une croissance exponentielle 1975-1999* » – Entretiens avec Claude Bébéar menés par Michel Villette – Revue Gérer et Comprendre - Octobre 2002

### **3- AUTRES SOURCES**

- « *L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés* » - Direction Générale des Impôts (DGI) – Novembre 2006
- *Guide de l'évaluation* - AFIC
- A. Bervas - « *La liquidité de marché et sa prise en compte dans la gestion des risques* » - Banque de France - Revue de la stabilité financière - Mai 2006 – N°8
- M. Nussembaum - « *La prise de contrôle d'une société* » - Revue de Jurisprudence Commerciale – Novembre 1998
- Site internet La Lettre Vernimmen : <http://www.vernimmen.net/>
- Site internet Damodaran : <http://www.stern.nyu.edu>