

Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise¹

Évaluer une entreprise est un exercice complexe. Certes, depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) et le développement du CAPM par Sharpe, Lintner et Mossin au début des années soixante, les progrès de la théorie financière ont permis l'élaboration de modèles et d'outils qui sont aujourd'hui utilisés quotidiennement par les évaluateurs. Pourtant, malgré des efforts considérables, la mise en œuvre des modèles standards d'évaluation pose toujours de nombreuses questions aux professionnels. Par exemple, l'estimation des paramètres nécessaires au calcul du WACC ou la détermination des valeurs terminales repose sur de nombreuses hypothèses qui limitent les conditions de leur mise en œuvre.

depuis une quinzaine d'années, plusieurs enquêtes se sont intéressées aux décisions financières (Graham et Harvey (2001), Bancel et Mittoo (2004), etc.) mais aucune étude n'a mesuré de manière fine la relation entre le cadre théorique et les pratiques d'évaluation. Afin de combler ce manque, les professeurs Franck Bancel (ESCP Europe) et Usha Mittoo (Université du Manitoba) ont mené une enquête auprès des évaluateurs européens pour mieux appréhender leurs pratiques concernant le choix des méthodes d'évaluation et l'estimation des paramètres. Il s'agit de savoir quels outils et modèles théoriques sont mobilisés par les experts, de comprendre comment sont estimés les paramètres nécessaires à la mise en œuvre des modèles et de mesurer le niveau d'homogénéité/d'hétérogénéité des pratiques selon les pays ou les métiers. Un questionnaire a été élaboré puis testé auprès des évaluateurs professionnels. Plusieurs associations professionnelles

WHAT ARE THE TOOLS AND THEORETICAL MODELS MOBILIZED BY EXPERTS?

During the last 30 years, financial theory has elaborated a robust conceptual framework for firm valuation. However, if finance theory provides tools and models, the implementation of valuation techniques may allow considerable latitude to practitioners. Professors Bancel and Mittoo surveyed European valuation experts to collect data about their practices. The goal of the research is to know what tools and theoretical models are mobilized by experts, to understand how they estimate parameters for the implementation of models and to measure the level of homogeneity / heterogeneity of practices across countries and professional practices (investment banking, portfolio management, etc.). Professors Bancel and Mittoo show that the theoretical framework is widely disseminated and shared but that parameter estimation is not standardized among practitioners.

Franck Bancel
Usha R. Mittoo
www.revueanalysefinanciere.com

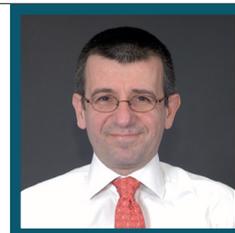
européennes regroupant des experts en évaluation dans différents métiers (banque d'affaires, analyse financière, gestion de portefeuille, etc.) ont accepté de participer à cette étude (sociétés européennes du CFA Institute, SFAF, SFEV et ESCP Europe alumni). Les questionnaires ont été collectés de manière anonyme afin de favoriser des réponses sincères et honnêtes. Par ailleurs, des entretiens ont également été menés auprès de certains évaluateurs européens afin de collecter des données complémentaires et de valider les conclusions. Nous présentons ci-après les premiers résultats de cette enquête sur 396 questionnaires et proposons ensuite des commentaires et une analyse critique.

LES RÉSULTATS DE L'ENQUÊTE

Les résultats de l'enquête sont résumés ci-dessous.

Les modèles utilisés

Sans surprise, les deux principaux modèles utilisés par les profession-



FRANCK BANCEL EST PROFESSEUR DE FINANCE À ESCP EUROPE ET MEMBRE DU LABEX RÉFI.

Il a publié plusieurs ouvrages et articles dans des revues académiques et professionnelles (*Financial Management, European Financial Management Journal, Journal of Applied Corporate Finance*, etc.). Franck Bancel a été doyen associé à la recherche d'ESCP Europe et directeur du programme PhD.



USHA R. MITTOO EST PROFESSEUR DE FINANCE À LA ASPER SCHOOL OF BUSINESS (UNIVERSITÉ DU MANITOBA, CANADA).

Spécialisée en finance internationale, Usha R. Mittoo a publié dans de nombreuses revues académiques (*Journal of Finance, Journal of Banking and Finance, Journal of Corporate Finance*) et professionnelles (*Journal of Applied Corporate Finance*). Usha R. Mittoo est membre du comité éditorial de plusieurs revues académiques.

nels sont le DCF et les multiples (80 %) (figure 1). Plus étonnant, la méthode des *Free Cash-Flows to Equity* est citée par 38 % des experts, ce qui s'explique probablement par la présence dans l'échantillon d'un nombre important d'experts issus de l'univers des fonds d'investissements. D'autres méthodes d'évaluation sont citées mais demeurent très marginales (options réelles, etc.).

Le coût du capital (Wacc)

La plupart des experts (87 %) utilisent le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux futurs et considèrent pour 60 % d'entre eux un taux d'actualisation unique sur la période. Il n'y a cependant pas de consensus sur la manière de pondérer dette et fonds propres. 40 % des experts interrogés définissent la pondération dette/fonds propres à partir d'une structure cible exprimée en valeur de marché alors que 29 % utilisent les valeurs comptables. 27 % considèrent la structure financière des entreprises du secteur (figure 2).

Le coût de la dette

Une majorité d'experts (67 %)

considèrent le coût de marché de la dette et privilégient des maturités longues ("5 ans" et "10 ans" pour 80 % des experts). Les autres approches demeurent marginales (figure 3).

Le coût des fonds propres

Une large majorité d'experts utilisent le CAPM pour calculer le coût des fonds propres (80 %). Les autres approches citées reposent le plus souvent sur l'utilisation de bases de données externes ou sur une estimation par l'expert considéré d'un taux fixé *a priori* considérant une prime de risque fondée sur sa propre évaluation. Cela étant, les experts estiment de manière très différente les trois *inputs* nécessaires au calcul du coût des fonds propres : le taux sans risque, le bêta et la prime de risque de marché.

Le taux sans risque

Une majorité (63 %) d'experts considèrent que le taux sans risque est le taux des obligations souveraines du pays dans lequel l'entreprise cible est située. Cela étant, 28 % des experts pensent qu'il convient de prendre en compte le taux des obligations des États AAA. La maturité

FIGURE 2 : DÉFINITION DU LEVIER (PONDÉRATION DETTE ET FONDS PROPRES AU SEIN DU WACC)

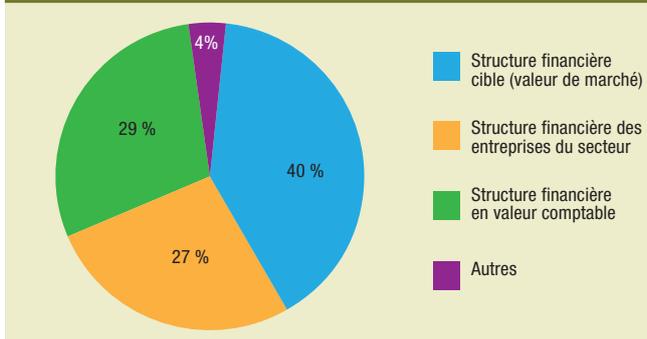


FIGURE 3 : ESTIMATION DU COÛT DE LA DETTE

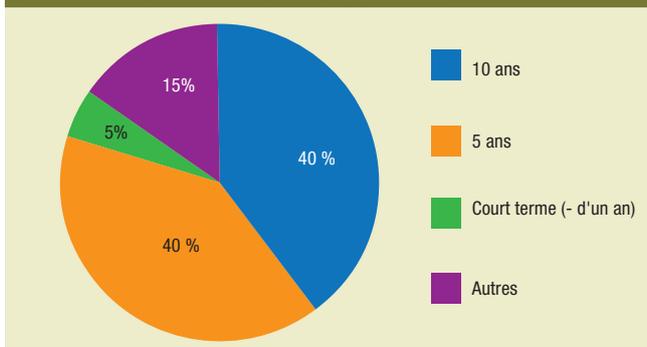
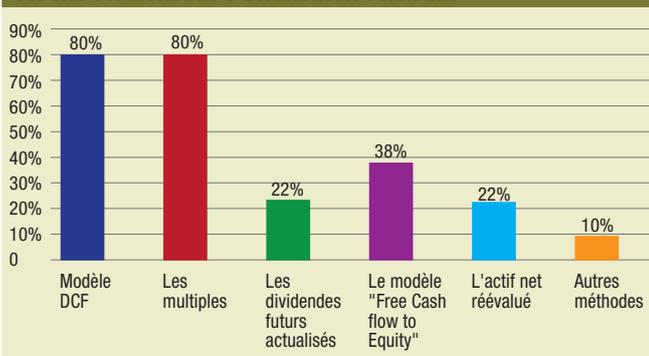


FIGURE 1 : MÉTHODES D'ÉVALUATION UTILISÉES



à 10 ans est choisie par 79 % des experts (figure 4).

L'estimation du bêta

Une large majorité de répondants (82 %) estiment les bêtas à partir de mesures historiques. Mais le calcul varie fortement d'un expert à l'autre. Respectivement, 10 %, 54 % et 36 % des experts interrogés considèrent des périodes de "moins d'un an", de "un an à trois ans" et de "plus de trois ans" (figure 6). Les rentabilités sont définies en recourant à des fréquences "journalières", "hebdomadaires/mensuelles" ou "annuelles" par respectivement 23 %, 57 % et 20 % (figure 5). Une large majorité d'experts (72 %) sélectionnent l'indice

de marché pour le calcul du bêta en fonction de la firme cible. 56 % des experts n'ajustent pas le bêta historique (méthode de Blume ou autre).

La prime de risque de marché

58 % des experts utilisent une prime de risque de marché *ex-post* et 42 % une prime de marché *ex-ante*. La prime de risque moyenne a augmenté significativement entre 2006 et 2012, passant de 4,8 % à 5,8 %.

Risque taille/liquidité et risque politique

Il est intéressant de noter que seulement 50 % des experts considèrent que le bêta est une "bonne" méthode de mesure du risque, pro-

- bablement parce que le CAPM ne prend en compte que le risque de marché.

Depuis une vingtaine d'années, de nombreux travaux de recherche ont montré que d'autres facteurs comme la taille, le *price to book ratio* ou la liquidité avaient également de l'importance. 58 % des experts interrogés considèrent une prime de risque additionnelle pour tenir compte de la liquidité/taille et du risque politique en ajustant le bêta ou en majorant le coût des fonds propres (de l'ordre de 20 % à 30 % selon leur jugement). Dans la plupart des cas, le risque politique est intégré en considérant le *rating*

pays (écart de taux avec les pays AAA ou le CDS).

Mise en œuvre du DCF

Les experts valident les *business plans* à partir des données du secteur (46 %) et des performances passées de la firme cible (43 %). La détermination de la valeur terminale ne fait pas non plus l'objet d'un consensus. Elle se définit pour une majorité d'experts (51 %) comme la valeur actuelle d'un *cash flow* normatif croissant à l'infini. Pour seulement 18 % des experts, la méthode du *cash flow fade* est retenue (figure 7).

FIGURE 4 : ESTIMATION DU TAUX SANS RISQUE

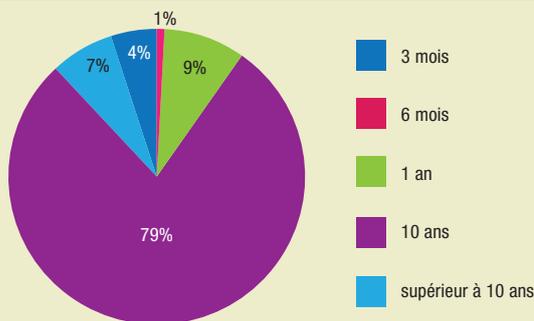
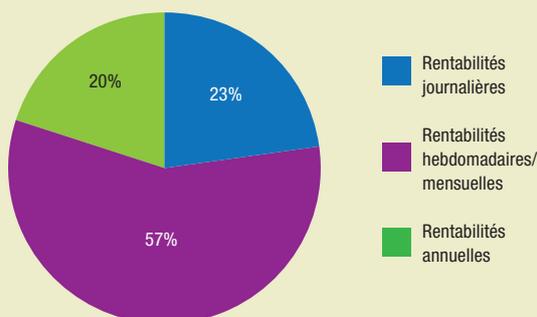


FIGURE 5 : ESTIMATION DU BÊTA – FRÉQUENCE DES RENTABILITÉS



La crise pose également des questions nouvelles. Certes, les méthodes n'ont pas fondamentalement changé mais les professionnels ont revisité leurs pratiques sur des sujets essentiels comme le risque pays ou la détermination de l'échantillon de sociétés comparables.

Mise en œuvre des multiples

Les experts utilisent les multiples financiers usuels (FV/EBITDA, etc.) mais également d'autres multiples fondés sur des logiques sectorielles. Le PER reste très utilisé (figure 8). Les experts procèdent à des ajustements fréquents pour tenir compte de la taille, de la croissance ou de la liquidité de la firme cible.

Avantages et limites des méthodes d'évaluation

Les experts considèrent que les méthodes d'évaluation sont faciles à expliquer et respectent le cadre théorique. Leur standardisation permet de les comparer et de créer un langage commun entre les parties prenantes. En revanche, certains experts soulignent que les méthodes standards donnent l'illusion de la précision alors qu'elles reposent

sur des hypothèses contestables. Un évaluateur rappelle également que la valeur est fondamentalement fonction de la conjoncture.

i) Impacts de la crise financière

Une majorité d'experts (55 %) expliquent que la crise n'a pas changé fondamentalement leurs pratiques d'évaluation. En revanche, certains paramètres font désormais l'objet d'une attention particulière et notamment la détermination de l'échantillon de sociétés comparables, la valeur de la liquidité et le risque pays.

DES COMMENTAIRES SUR LES RÉSULTATS

Notre échantillon d'experts interrogés dispose d'une bonne connaissance du cadre théorique et partagent un langage commun. Les experts soulignent les avantages liés

FIGURE 6 : ESTIMATION DU BÊTA – PÉRIODE D'ESTIMATION

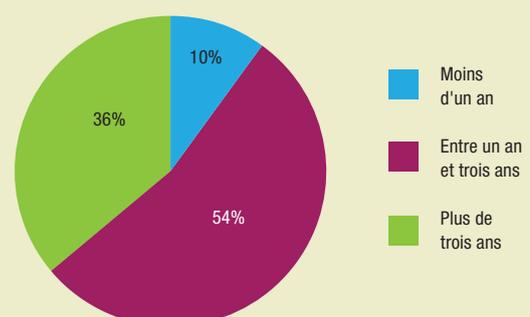


FIGURE 7 : CHOIX DE LA VALEUR TERMINALE

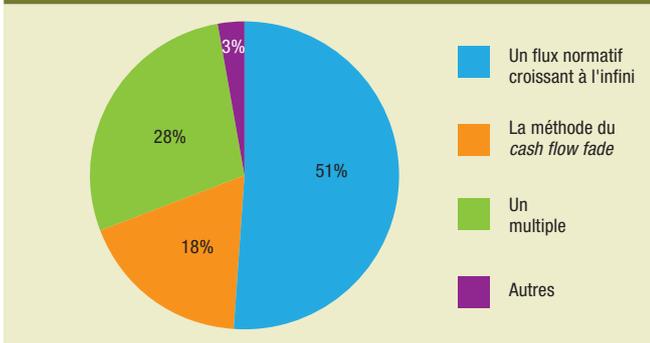
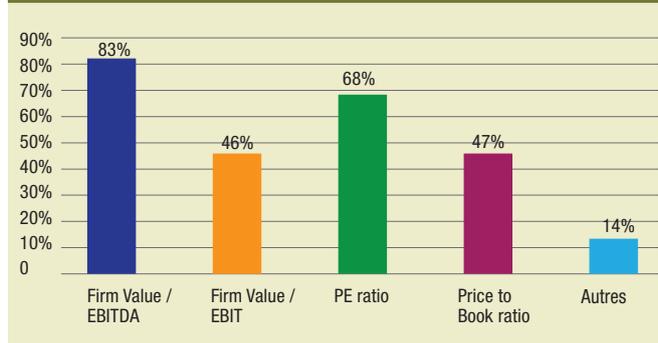


FIGURE 8 : CHOIX DES MULTIPLES



à la standardisation des modèles. Depuis plus de trois décennies, les techniques d'évaluation sont enseignées dans les universités, les écoles et les organismes professionnels, ce qui a évidemment contribué à cette évolution. Lors d'un entretien, un expert disposant d'une expérience professionnelle importante a souligné que les manuels de finance d'entreprises n'enseignaient aujourd'hui qu'un nombre réduit de méthodes comparé à ce qui pouvait se pratiquer il y a une vingtaine d'années.

Si le cadre conceptuel est largement diffusé et partagé, l'estimation

des paramètres est en revanche relativement peu standardisée. Le CAPM est largement diffusé mais sa mise en œuvre demeure encore dépendante de l'expert considéré. Le calcul du bêta, du levier financier ou encore de la prime de risque de marché renvoie à des pratiques très hétérogènes. Cette absence de consensus ouvre à l'évidence la voie à des valeurs très différentes pour la même entreprise.

Les experts soulignent également certaines faiblesses des méthodes. Un certain nombre de sujets importants sont difficiles à prendre en compte dans le cadre standard de l'évaluation. Par exemple, la flexibilité financière, pourtant essentielle pour appréhender la mobilité stratégique d'une entreprise et in fine sa valeur, est par exemple très difficile à modéliser. La crise pose également des questions nouvelles. Certes, les méthodes n'ont pas fondamentalement changé mais les professionnels ont revisité leurs pratiques sur des sujets essentiels comme le risque pays ou la détermination de l'échantillon de sociétés comparables.

POUR CONCLURE

Force est de constater qu'après 40 ans de développement continu, la finance a progressé et propose désormais un cadre théorique largement mis en œuvre par les professionnels. Cela étant, ce cadre présente des limites en ce qui concerne l'estimation des paramètres nécessaires au déploiement des modèles et ne permet pas de prendre en compte des questions majeures. C'est désormais l'enjeu de la décennie à venir pour la finance académique de proposer des solutions acceptables pour les professionnels. ■

1) Les auteurs remercient les associations professionnelles qui ont accepté de participer à cette étude (sociétés européennes du CFA Institute, SFAF, SFEV et ESCP Europe alumni) et les experts qui ont répondu aux questionnaires. Les auteurs remercient également le Labex Réfi pour son soutien.

BIBLIOGRAPHIE

- Bancel, F. et U.R. Mittoo, 2004, Cross-country determinants of capital structure choice: A Survey of European Firms, *Financial Management* 33(4), 103-132.
- Graham, J. R. et C. R. Harvey, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From the Field, *Journal of Financial Economics* 60(2/3), 187-243.
- Modigliani F. et M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review* 48, 261-297