

Étude sur les méthodes d'évaluation applicables dans le cadre d'offres publiques.

par Olivier Grivillers, HAF Audit & Conseil

Mars 2016

Introduction



Chers lecteurs,

L'évaluation rythme les principales étapes de la vie d'une entreprise (offres publiques, valorisation d'actifs, impairment tests, restructurations, appel public à l'épargne, acquisitions, cessions, fusions...).

De nombreuses techniques et modèles d'évaluation permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations. Cependant, du fait de la volatilité des marchés, on peut aujourd'hui s'interroger sur la pertinence des méthodes d'évaluation utilisées. Il est ainsi indispensable de comprendre les fondements, la portée et les limites de ces méthodes.

L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) exige des sociétés faisant l'objet d'une offre publique de nommer un expert indépendant lorsque l'offre publique est une offre de retrait obligatoire ou lorsque l'offre publique est susceptible de provoquer un conflit d'intérêts pouvant porter atteinte à l'égalité entre actionnaires. L'expert indépendant est chargé d'évaluer l'équité des conditions financières de l'offre publique, y compris le prix offert.

Cette étude tente de répondre à ces questions en analysant les méthodes employées par les évaluateurs et les experts indépendants, dans le cadre d'offres publiques.

Pour ce faire, deux analyses ont été réalisées sur la base d'un premier échantillon de 150 opérations réalisées entre 2001 et 2006 et d'un deuxième échantillon de 40 opérations réalisées entre 2013 et 2014. Les données sont directement extraites du site internet de l'AMF.

Cette étude s'articule en différentes parties :

- une première partie consacrée à l'analyse quantitative des méthodes d'évaluations appliquées.
- une seconde partie dédiée à l'analyse comparative entre les deux échantillons des méthodes d'évaluation appliquées
- une troisième partie relative à l'analyse des primes qui ressortent des offres publiques selon les méthodes d'utilisées
- une dernière partie relative au positionnement du prix d'offre par rapport aux méthodes d'évaluation appliquées

Nous espérons que vous trouverez cette analyse utile et vous souhaitons une bonne lecture !



par Olivier Grivillers

ESCP EUROPE
EXPERT COMPTABLE, COMMISSAIRE AUX COMPTES
CROWE HORWATH HAF Audit & Conseil

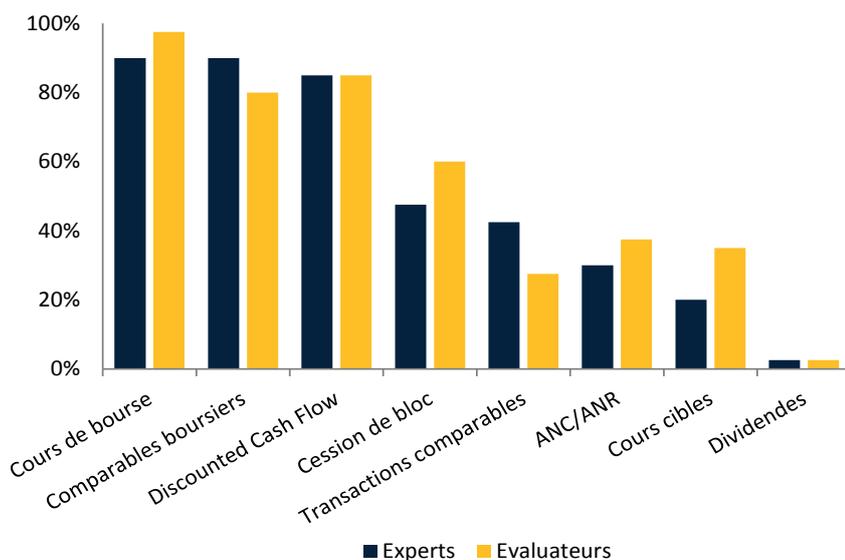


I. Analyse quantitative des méthodes d'évaluation

1.1. Résultats de l'analyse des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants sur les périodes 2001/2006 et 2013/2014

1.1.1. Méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants (40 opérations : 2013/2014)

Méthodes appliquées	Experts		Evalueurs	
	Nombre	En %	Nombre	En %
Cours de bourse	36	90%	39	98%
Comparables boursiers	36	90%	32	80%
Discounted Cash Flow	34	85%	34	85%
Cession de bloc	19	48%	24	60%
Transactions comparables	17	43%	11	28%
ANC/ANR	12	30%	15	38%
Cours cibles	8	20%	14	35%
Dividendes	1	3%	1	3%
Total	163		170	



Sur les 40 opérations sélectionnées, 163 méthodes d'évaluation ont été appliquées par les experts indépendants, soit une moyenne de 4,08 méthodes par opération.

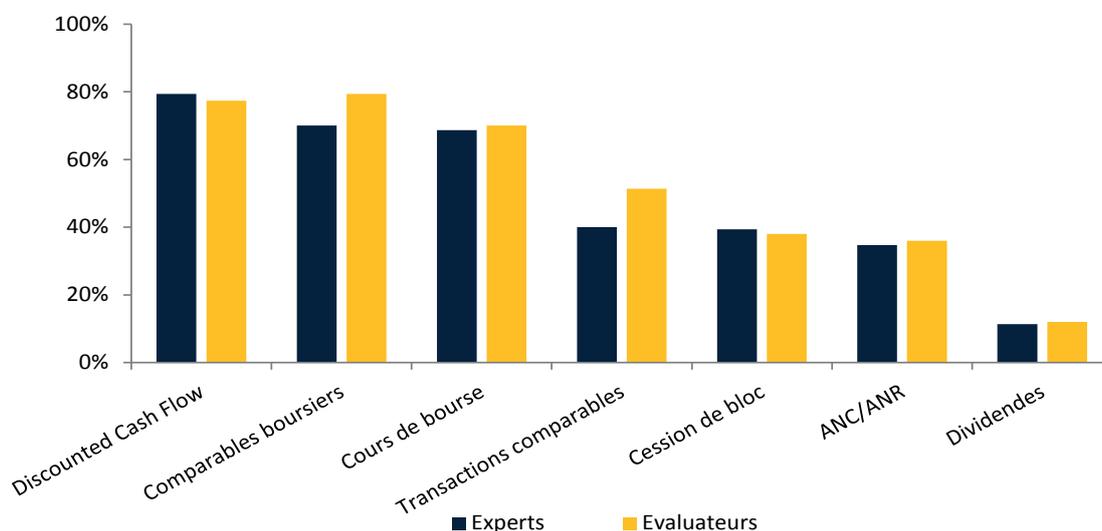
Sur les 40 opérations sélectionnées, 170 méthodes d'évaluation ont été appliquées par les évaluateurs, soit une moyenne de 4,25 méthodes par opération.

Les méthodes employées par les experts indépendants sur l'échantillon sélectionné sont, par ordre décroissant :

1. la référence au cours de bourse qui est appliqué dans 90 % des opérations;
2. les comparables boursiers (90 %);
3. les Discounted Cash Flow (85 %);
4. la « cession de bloc » qui correspond aux transactions sur le titre (48 %);
5. les transactions comparables (43 %);
6. l'actif net comptable et l'actif net réévalué (30 %);
7. la référence au cours cibles des analystes (20 %) ;
8. les dividendes (3 %).

1.1.2. Méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants (150 opérations : 2001/2006)

Méthodes appliquées	Experts		Evalueurs	
	Nombre	En %	Nombre	En %
Discounted Cash Flow	119	79%	116	77%
Comparables boursiers	105	70%	119	79%
Cours de bourse	103	69%	105	70%
Transactions comparables	60	40%	77	51%
Cession de bloc	59	39%	57	38%
ANC/ANR	52	35%	54	36%
Dividendes	17	11%	18	12%
Total	515		546	



Sur les 150 opérations sélectionnées, 515 méthodes d'évaluation ont été appliquées par les experts indépendants, soit une moyenne de 3,43 méthodes par opération.

Sur les 150 opérations sélectionnées, 546 méthodes d'évaluation ont été appliquées par les évaluateurs, soit une moyenne de 3,64 méthodes par opération.

Les méthodes employées par les experts indépendants sur l'échantillon sélectionné sont, par ordre décroissant :

1. les Discounted Cash Flow qui sont appliqués dans 79 % des opérations ;
2. les comparables boursiers (70 %) ;
3. la référence au cours de bourse (69 %) ;
4. les transactions comparables (40 %) ;
5. la « cession de bloc » qui correspond aux transactions sur le titre (39 %) ;
6. l'actif net comptable, l'actif net réévalué et la rente de goodwill (35 %) ;
7. les dividendes (11 %).

1.2. Description des méthodes utilisées

1.2.1. La méthode des Discounted cash flow

Dans l'échantillon analysé, la méthode usuelle consiste à actualiser :

- les flux de trésorerie de l'horizon explicite (quatre à sept ans généralement),
- et un flux normatif à l'infini (valeur terminale).

Analyse du Coût Moyen Pondéré du capital (CMPC ou WACC)

Le taux moyen d'actualisation retenu sur l'échantillon étudié ressort à 10,4 %, avec des extrêmes variant entre 5,6 % et 25,0 %. Ce taux dépend de la structure financière de l'entreprise ainsi que de son secteur d'activité.

Les CMPC retenus sur les opérations analysées ont été réparties en fonction de la classification sectorielle des sociétés cibles. Les CMPC sectoriels moyens issus de cette répartition sont présentés dans le tableau ci-dessous :

◆ CMPC (OU WACC) MOYENS APPLIQUES SUR L'ECHANTILLON ANALYSE

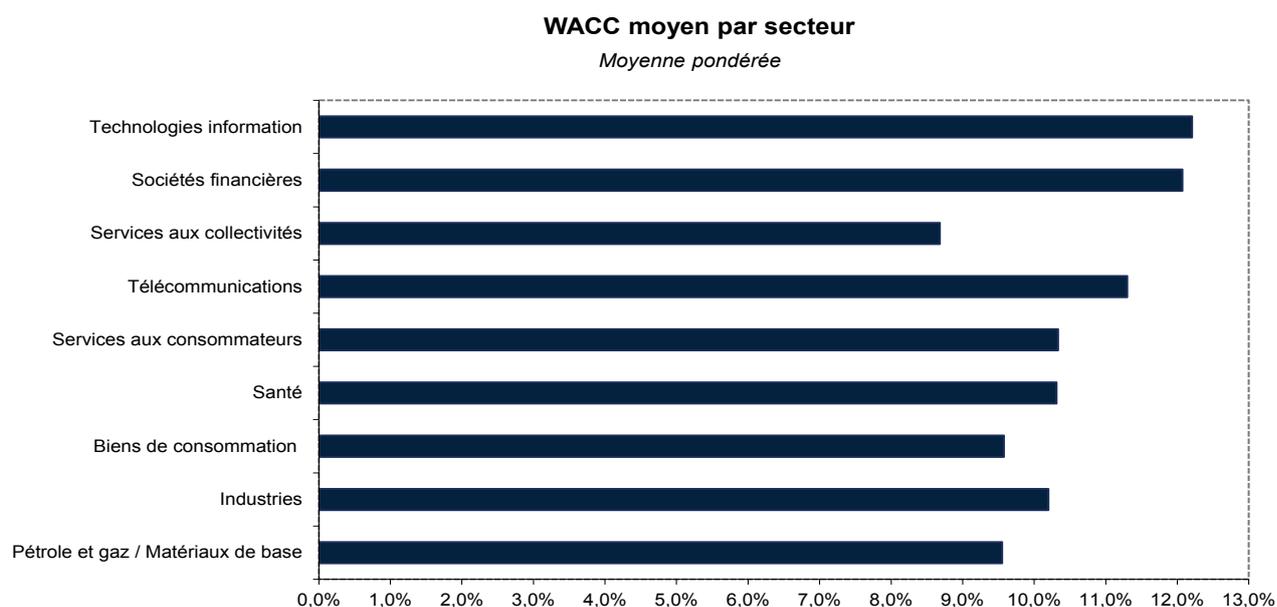
	1 Pétrole et gaz / Matériaux de base	2 Industries	3 Biens de consommation	4 Santé	5 Services aux consommateurs	6 Télécommuni- cations	7 Services aux collectivités	8 Sociétés financières	9 Technologies information	Total
CMPC	9,6%	10,2%	9,6%	10,3%	10,3%	11,3%	8,7%	12,1%	12,2%	10,4%
Nombre d'occurrences	8	35	38	9	36	2	4	8	22	162

190 offres publiques, 162 CPMC (ou WACC) ont été renseignés dans l'application de la méthode des DCF par les évaluateurs ou par les experts indépendants.

Le WACC moyen de l'échantillon, se situe à 10,4 % avec des moyennes sectorielles variant entre 8,7 % (secteur des services aux collectivités) et 12,2 % (secteur des technologies de l'information).

On constate que les secteurs plus risqués (technologie, télécom, sociétés financières...) se voient appliqués des taux d'actualisation plus élevés.

◆ WACC MOYEN PAR SECTEUR



1.2.2. Les méthodes par analogie

a. Comparables boursiers

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de l'entreprise les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

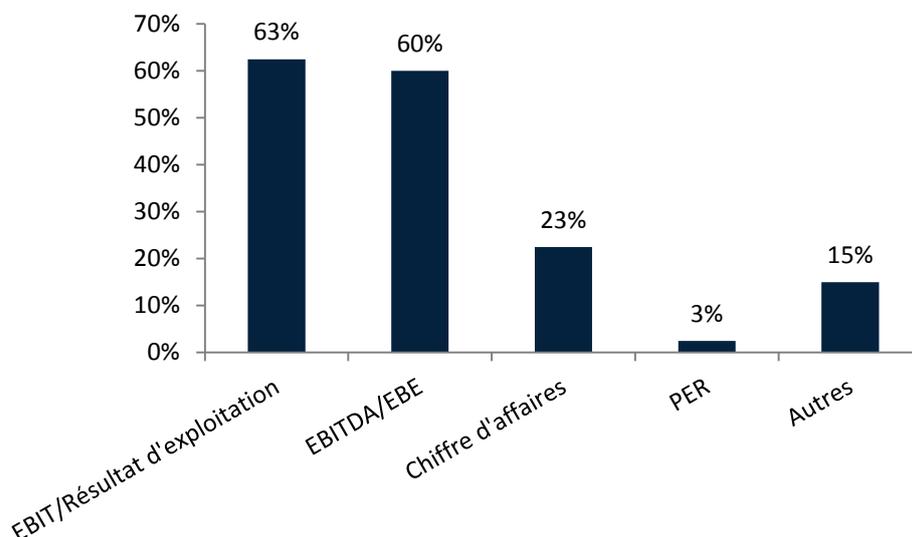
◆ MULTIPLES UTILISES DANS LA METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS (36 OPERATIONS 2013-2014 VS 105 OPERATIONS : 2001-2006)

Multiple utilisé	Comparables boursiers			
	2013-2014 ¹		2001-2006 ²	
	En nombre d'utilisation	Fréquence d'utilisation	En nombre d'utilisation	Fréquence d'utilisation
EBIT/Résultat d'exploitation	25	63%	71	68%
EBITDA/EBE	24	60%	73	70%
Chiffre d'affaires	9	23%	35	33%
PER	1	3%	48	46%
Autres	6	15%	25	24%
Total	65		252	
Occurrence de la méthode	36		105	
Nombre de multiples moyens	1,8		2,4	

¹ Sur 40 opérations

² Sur 150 opérations

◆ POIDS DES MULTIPLES UTILISES DANS LA METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS (36 OPERATIONS 2013-2014)



Sur les 40 offres publiques étudiées en 2013 et 2014, la méthode des comparables boursiers a été retenue 36 fois soit un taux d'utilisation de 90%.

A titre de comparaison, sur 150 offres publiques entre 2001 et 2006, la méthode des comparables boursiers a été retenue 105 fois soit un taux d'utilisation de 70%.

*1 Le Ratio « Price to Book » est calculé en divisant la capitalisation boursière de la société par l'actif net comptable.

*2 Le Ratio « Price to Tangible Book » est calculé en divisant la capitalisation boursière de la société par l'actif net comptable retraité des actifs incorporels.

Sur les 36 opérations en 2013-2014 pour lesquelles la méthode des comparables boursiers ont été utilisées, 65 multiples ont été appliqués ce qui met en exergue une utilisation moyenne de 1,8 multiples par opération.

Sur les 105 opérations entre 2001 et 2006, 252 multiples ont été appliqués, ce qui fait une moyenne de 2,4 multiples par opération.

L'échantillon analysé nous permet de constater que les multiples communément employés dans le cadre de la méthode des comparables boursiers sont les multiples d'EBITDA, d'EBIT, de CA et accessoirement de PER.

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont fréquemment employés (63 % des cas pour le multiple d'EBIT et 60 % des cas pour le multiple d'EBITDA sur la période 2013-2014). Viennent ensuite les multiples de chiffre d'affaires (23 % des cas) et de PER (3 % des cas). On constate notamment actuellement une diminution dans l'utilisation du multiple de PER qui est affecté par la structure financière des sociétés. Ce multiple était encore fréquemment employé sur la période 2001-2006 mais l'est très peu aujourd'hui.

Les autres multiples concernent essentiellement les multiples de l'actif net réévalué (ANR) et du cash flow et sont employés dans 15 % des cas et concernent généralement des secteurs d'activités spécifiques. (Sociétés foncières notamment et banques)

Ainsi le cadre d'une évaluation par les comparables dans le secteur de la banque/assurance, des multiples comme le P/B (Price to Book) ou le P/TB (Price to Tangible Book) sont notamment couramment utilisés.

Dans le secteur immobilier, les multiples d'Actif net réévalué (ANR) et de Résultat net récurrent (RNR) sont couramment utilisés et font référence.

b. Transactions comparables

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise étudiée correspond au prix payé sur le marché dans d'autres transactions.

Il en résulte une valeur par action de la société à évaluer.

Cette méthode analogique est applicable dans la mesure où il est possible d'avoir connaissance du prix de cette (ou ces) cession(s), ce qui est loin d'être toujours le cas. En effet, le prix de vente d'une entreprise est très souvent confidentiel.

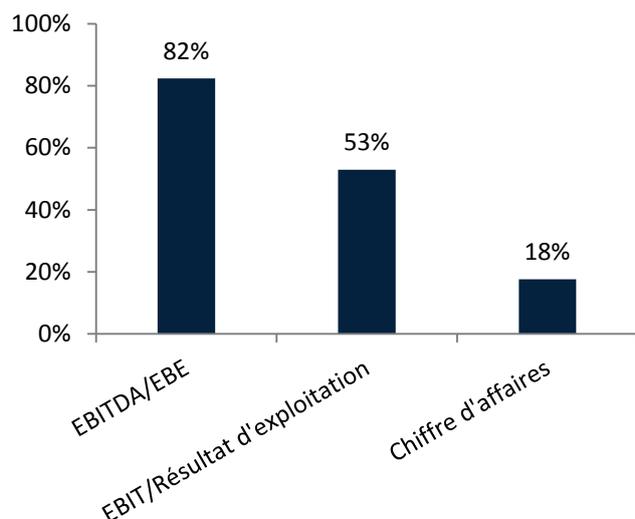
C'est pourquoi, sur l'échantillon analysé, cette méthode est moins utilisée que celle des comparables boursiers.

◆ MULTIPLES UTILISES DANS LA METHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES (17 OPERATIONS 2013-2014 VS 60 OPERATIONS : 2001-2006)

Transactions comparables				
Multiple utilisé	2013-2014 ¹		2001-2006 ²	
	En nombre d'utilisation	Fréquence d'utilisation	En nombre d'utilisation	Fréquence d'utilisation
EBITDA/EBE	14	82%	42	70%
EBIT/Résultat d'exploitation	9	53%	25	42%
Chiffre d'affaires	3	18%	21	35%
PER			12	20%
Autres			9	15%
Total	26		109	
Occurrence de la méthode	17		60	
Nombre de multiples moyens	1,5		1,8	

¹ Sur 40 opérations

² Sur 150 opérations



◆ **POIDS DES MULTIPLES UTILISES DANS LA METHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES (17 OPERATIONS 2013-2014)**

La méthode des transactions comparables utilise en moyenne 1,5 multiple en 2013 et 2014 alors qu'elle utilisait 1,8 multiple entre 2001 et 2006.

L'échantillon analysé nous permet de constater que les multiples communément employés dans le cadre de la méthode des transactions comparables (multiples d'EBITDA, d'EBIT, de CA et de PER) sont les mêmes que ceux employés dans la méthode des comparables boursiers.

Dans la méthode des transactions comparables, on note cependant une prédominance du multiple d'EBITDA qui est appliqué dans 82% des cas. Viennent ensuite les multiples d'EBIT (53 % des cas) et de CA (18 % des cas). Comme pour les comparables boursiers, le multiple de PER n'est plus considéré aujourd'hui comme un multiple pertinent par de nombreux experts.

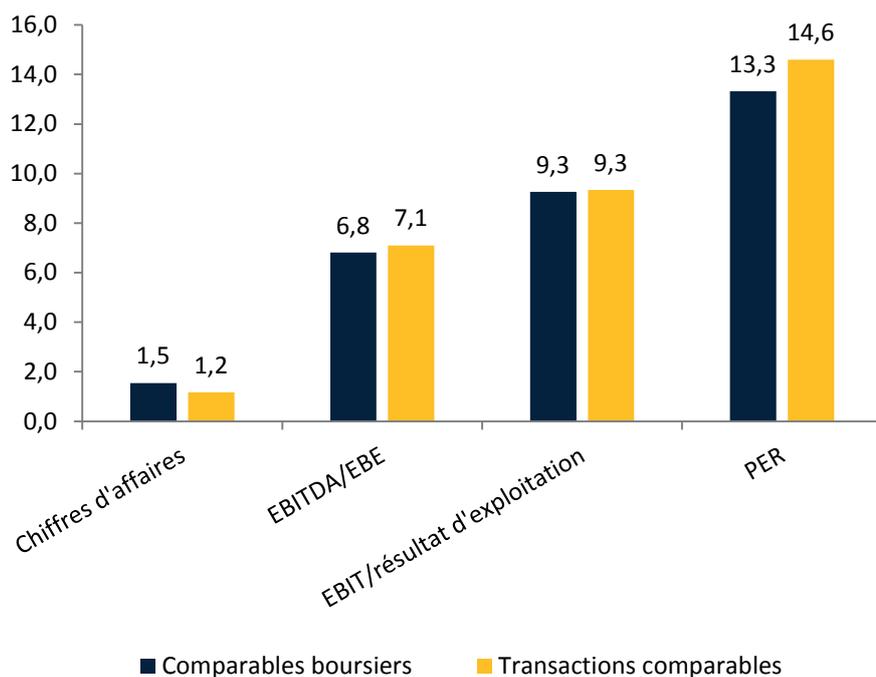
La prédominance du multiple d'EBITDA s'explique par une pratique des acteurs financiers (fonds d'investissement notamment), que l'on retrouve au niveau des bases de données (Zephyr, epsilon, bloomberg...), qui est de renseigner une transaction en termes de multiple d'EBITDA alors que pour les sociétés cotées (méthodes des comparables boursiers), l'approche par différents multiples reste répandue.

c. Analyse des multiples appliqués sur l'échantillon concerné

Les multiples moyens de CA, d'EBITDA, d'EBIT et de PER obtenus par les méthodes analogiques sur l'échantillon observés sont les suivants :

◆ **MULTIPLES MOYENS APPLIQUES DANS LES METHODES DES COMPARABLES BOURSIERS ET DES TRANSACTIONS COMPARABLES (CUMUL DES PERIODES 2013-2014 ET 2001-2006)**

Multiples moyens	Comparables boursiers			Transactions comparables		
	Multiples moyens	Occurrences		Multiples moyens	Occurrences	
Nombre		Pourcentage	Nombre		Pourcentage	
Chiffres d'affaires	1,5	44	23%	1,2	23	12%
EBITDA/EBE	6,8	95	50%	7,1	64	34%
EBIT/résultat d'exploitation	9,3	98	52%	9,3	47	25%
PER	13,3	49	26%	14,6	12	6%



- Les multiples de chiffre d'affaire s'élèvent à 1,5 pour la méthode des comparables boursiers et 1,2 pour la méthode des transactions comparables.
- Les multiples d'EBITDA s'élèvent à 6,8 pour la méthode des comparables boursiers et 7,1 pour la méthode des transactions comparables.
- Les multiples d'EBIT s'élèvent à 9,3 pour la méthode des comparables boursiers et 9,3 pour la méthode des transactions comparables.
- Les multiples de PER s'élèvent à 13,3 pour la méthode des comparables boursiers et 14,6 pour la méthode des transactions comparables.

Même si ces multiples sont relativement peu éloignés de ceux consultables sur différentes bases de données, ils proviennent d'un échantillon qui reste relativement restreint.

Ils permettent cependant de donner des ordres de grandeur pertinents.

On constate, par ailleurs, une cohérence entre les multiples moyens issus de la méthode des comparables boursiers et ceux issus de la méthode des transactions comparables sur les deux périodes étudiées.

1.2.3. Moyenne des cours de bourse

La valeur d'une entreprise cotée étant censée être reflétée par son cours de bourse, cette méthode est reprise dans de nombreuses évaluations d'entreprises dans le cadre d'OPAS ou d'OPRO.

Sur l'échantillon analysé, les experts et évaluateurs font généralement ressortir les moyennes suivantes :

- Cours moyen un mois ;
- Cours moyen deux mois ;
- Cours moyen trois mois ;
- Cours moyen six mois ;
- Cours moyen un an.

Par ailleurs, il est aussi fréquent d'indiquer dans le rapport d'expertise le dernier jour de cours de bourse ainsi que le plus haut et le plus bas de l'année.

Les règles propres aux Offres Publiques d'Achat (OPA) précisent que le prix de l'offre ne saurait être inférieur à la moyenne des 60 derniers jours de bourse.

.....

Cette méthode ne sera pas pertinente si le flottant (part du capital sur le marché) et les échanges (pourcentage du flottant échangé sur une période donnée) sont faibles ; ces conditions étant souvent réunies dans le cadre d'OPRO.

En première approche, la liquidité d'une valeur peut être analysée à travers son taux de cotation. Elle peut aussi s'analyser au travers du taux de rotation des titres.

La faible liquidité peut refléter un désintérêt des investisseurs et donc l'inadaptation du marché à la valeur. Elle peut également être la simple conséquence d'un faible niveau de flottant.

Ainsi, il est possible d'exclure la méthode du cours de bourse, ou de retenir un prix d'offre inférieur à ce cours, en démontrant l'absence d'échanges sur le titre même si ce dernier cas est très rare.

Sur les 40 opérations analysées en 2013-2014, la méthode du cours de bourse a été retenue par l'expert indépendant dans 36 opérations (90% des opérations).

Les opérations pour lesquelles la méthode du cours de bourse n'a pas été retenue concernaient des titres dont la liquidité était jugée insuffisante.

1.2.4. La cession de bloc

Les valeurs de transaction sont essentiellement des prix de cession de bloc et des prix d'OPA récents ayant porté sur la société à évaluer. Ils ne constituent pas des méthodes d'évaluation mais des références qui ont un poids très important pour fixer le prix de l'OPA ou de l'OPRO.

Ce critère de prix de référence a une signification très forte : il est retenu pour fixer le prix de nombreuses opérations lorsqu'il est applicable.

L'article 234-6 du nouveau règlement général de l'AMF a transposé en droit français la directive européenne no 2004/25/CE :

« Lorsqu'un projet d'offre est déposé en application des articles 234-2, 234-3 et 234-5, le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre ».

Une modification du prix proposé semble cependant légitime lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie.

Il en va notamment ainsi dans les cas suivants :

1. Lorsque des évènements susceptibles d'influer de manière significative sur la valeur des titres concernés sont intervenus au cours des douze derniers mois précédant le dépôt de l'offre ;
2. Lorsque la société visée est en situation de difficulté financière avérée ;
3. Lorsque le prix mentionné résulte d'une transaction assortie d'éléments connexes entre l'initiateur, agissant seul ou de concert, et le vendeur des titres acquis par l'initiateur au cours des douze derniers mois.

Dans ces cas, le prix est déterminé en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus, des caractéristiques de la société visée et du marché de ses titres.

Si ce prix de transaction constitue un prix de référence, une offre publique de retrait concomitante à une cession de bloc ou à une offre publique peut s'effectuer à un prix supérieur.

Cependant, dans la grande majorité des opérations (analyse dans la dernière partie), les prix d'offres proposés lors d'offres publiques correspondent aux prix des cessions des blocs de contrôle.

Ces accords sont généralement relatifs à l'entrée au capital de nouveaux investisseurs qui prennent le contrôle de la société, ce qui déclenche l'obligation de lancer une offre publique.

1.2.5. La méthode de l'actif net réévalué (ANR)

Cette méthode part du principe que la valeur patrimoniale se calcule à partir du prix que l'entreprise pourrait tirer de la vente de ses actifs.

L'ANR est obtenu en substituant, en tant que besoin, les valeurs réelles aux valeurs comptables afin de passer d'une vision historique à une vision plus économique de l'entreprise. Des retraitements sont alors nécessaires sur certains postes du bilan.

$$\text{ANR} = \text{Actif Net Comptable (ANC)} \\ + \text{plus-values latentes} - \text{moins-values latentes}$$

On constate, sur l'échantillon analysé, que cette méthode s'applique essentiellement dans les cas suivants :

- sociétés foncières ou immobilières pour lesquelles on comprend que la notion de patrimoine est essentielle sans être le seul critère de valorisation utilisé puisque l'usage qui est fait du patrimoine et la rentabilité qui en découle sont certainement des critères du même ordre d'importance ;
- sociétés de portefeuille dont le métier est de gérer des participations industrielles et financières ;
- les holdings industrielles dont le patrimoine est constitué d'actifs cotés ou non et dont il convient d'analyser une à une les composantes plutôt que de se livrer à une approche consolidée généralement trop globale.
- pour de nombreux experts indépendants, l'Actif Net Réévalué est une méthode limitée qui ne tient pas compte des perspectives futures de la société.

Une jurisprudence a fait naître le débat sur la nécessité d'appliquer l'ANC en cas d'offre publique de retrait. Un arrêt de la cour d'appel de Paris du 9 avril 2002, confirmant la décision de l'AMF du 23 novembre 2001, rendu dans l'affaire Louis Dreyfus Citrus donne obligation de proposer dans le cadre d'une offre publique de retrait un prix minimum au moins égal à l'actif net comptable « retraité ».

Le rapport Naulot dans ses recommandations a considéré que l'ANC devrait constituer une référence forte sans pour autant retenir la notion de prix minimum. Il en est de même pour le calcul dérivé de l'ANC qu'est l'ANR pour une holding.

Le nouveau règlement général de l'AMF n'a pas, non plus, retenu cette notion de prix minimum.

La référence à l'ANC ou à l'ANR pour une holding sera d'autant plus forte dans le cas où l'offre s'impose à des actionnaires minoritaires.

Sur la base d'un échantillon d'offres publiques réalisées en 2009, nous constatons ainsi que sur certaines offres volontaires, le prix d'offre proposé par l'initiateur présentait des décotes par rapport à l'ANC/ANR de la société cible (ex. : OPAS visant Cofidur, OPRA de Vet'affaires, OPAS visant Foncière Développements Logements) ce qui semble démontrer que la référence à l'ANC ou l'ANR pour une holding ne s'impose pas nécessairement dans le cadre d'une offre publique volontaire. En revanche, nous n'avons pas identifié d'offres publiques imposées dont le prix d'offre est inférieur à l'ANC. Ce qui démontre que la référence à l'ANC ou l'ANR pour une holding est forte dans le cadre d'une offre de retrait qui s'impose aux actionnaires minoritaires.

Les opérations de marché effectué sur le titre Groupe Diffusion Plus illustre ceci.

Dans le cadre de l'OPRA initiée par Groupe Diffusion Plus sur ses propres actions en mars 2010, l'offre publique d'achat a été proposé avec un prix d'offre de 26 €/action. Cette offre volontaire faisant apparaître une décote par rapport à l'actif net comptable qui s'établissait à 36,4 €. En novembre 2011, une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire a été initiée par MF FINANCE. Le prix proposé alors s'établissait à 40,52 euros et correspondait au dernier actif net comptable publié en avril 2011.

1.2.5. La méthode de l'actif net réévalué (ANR)

Il existe différents modèles fondés sur l'actualisation du dividende, le plus rencontré dans l'échantillon analysé étant le modèle de Bates.

*3 Paris, 1re ch. H, 9 avr. 2002, Louis Dreyfus Citrus.

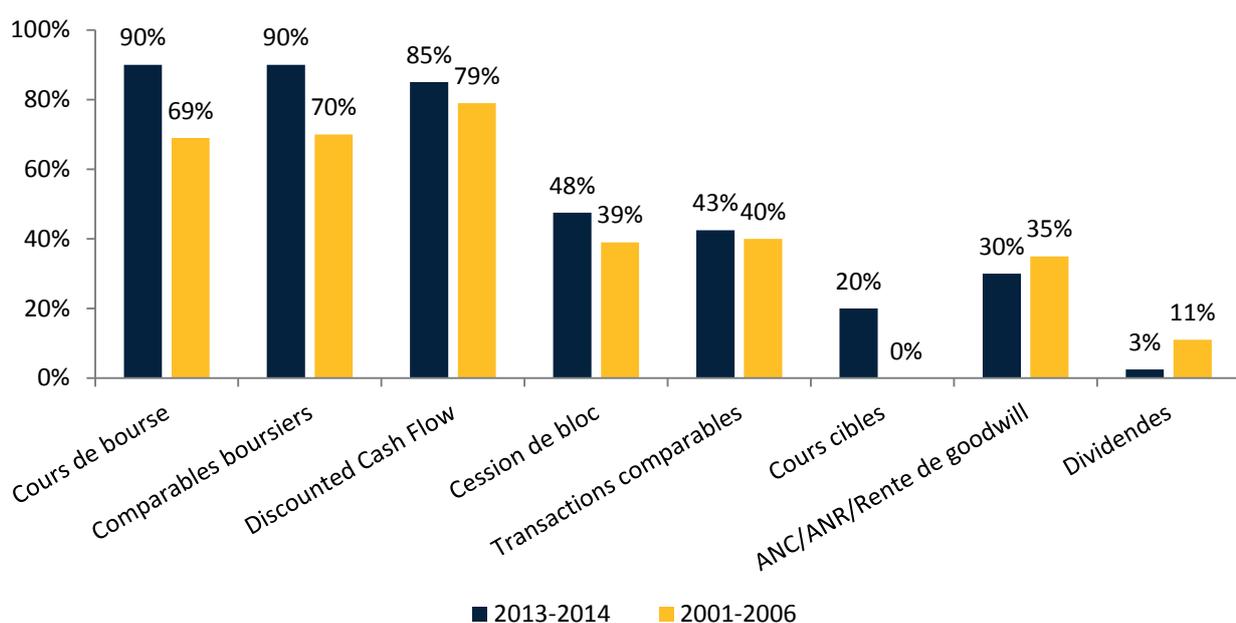
II. Analyse comparative entre les méthodes d'évaluation appliquées sur l'échantillon analysé (2013-2014) et un premier référentiel d'offres publiques (2001-2006)

2.1. Analyse de référence

L'étude sur la période 2013-2014 a été rapprochée d'une première analyse effectuée sur un premier référentiel d'offres publiques. Le tableau ci-dessous fait le rapprochement entre les fréquences d'utilisations des méthodes en 2013/2014 issues de l'échantillon étudié, et celles issues de l'analyse couvrant les opérations de la période 2001-2006, l'objectif consistant à appréhender l'évolution des méthodes appliquées par les experts indépendants.

◆ ANALYSE COMPARATIVE DES METHODES D'EVALUATION EMPLOYEES PAR LES EVALUATEURS ET EXPERTS INDEPENDANTS (2013-2014 VS 2001-2006)

Méthodes appliquées	% utilisé par l'expert	
	2013-2014	2001-2006
Cours de bourse	90%	69%
Comparables boursiers	90%	70%
Discounted Cash Flow	85%	79%
Cession de bloc	48%	39%
Transactions comparables	43%	40%
Cours cibles	20%	0%
ANC/ANR/Rente de goodwill	30%	35%
Dividendes	3%	11%



2.2. Cours de bourse

La méthode des cours de bourse est utilisée aujourd'hui dans 90 % des opérations, contre seulement 69 % sur la période 2001-2006. Cette évolution s'explique notamment par la jurisprudence « Remy Cointreau/Piper Heidsieck » où l'AMF a rappelé le caractère incontournable de ce critère pour les sociétés cotées, ce qui a conduit à étendre aux Offres Publiques de Retrait (OPR) les règles propres aux Offres Publiques d'Achat (OPA) qui précisent que le prix de l'offre ne saurait être inférieur à la moyenne des 60 derniers jours de bourse.

Le rapport Naulot va dans ce sens en proposant l'application de cette règle aux OPR. Cependant, cette disposition n'a pas été reprise dans le nouveau règlement général de l'AMF.

Par ailleurs, quand bien même des titres ont une liquidité réduite, il apparaît difficile pour les experts de faire abstraction du cours de bourse dans l'analyse, celui-ci représentant une valeur observable par l'ensemble du marché.

2.3. Comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers a été retenue dans 90 % des cas contre 70 % sur la période 2001-2006. Globalement, les méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables) sont donc plus fortement appliquées aujourd'hui qu'auparavant. Ceci s'explique notamment par le développement des moyens d'information et par l'internationalisation des marchés qui rendent les recherches de comparables plus faciles. Le développement d'internet et des bases de données permettent notamment aujourd'hui d'accéder plus aisément à des informations financières fiables.

2.4. DCF

La méthode des Discounted cash flow est retenue dans 85 % des cas aujourd'hui contre 79 % sur la période 2001-2006. Cette augmentation s'explique par l'importance prise par cette méthode ; seule méthode intrinsèque à prendre en compte les perspectives d'activité de l'entreprise, elle est aujourd'hui incontournable, l'apparition des normes IFRS et le développement de l'equity research n'ayant fait que renforcer son application.

2.5. Cession de bloc

La référence à une cession de bloc est utilisée dans 48 % des opérations de l'échantillon actuel contre 39 % sur la période 2001-2006. On ne peut cependant pas parler de choix méthodologique dans la mesure où ce critère dépend de l'opération et non d'un choix de l'évaluateur ou de l'expert indépendant.

L'article 234-6 du nouveau règlement général de l'AMF qui a transposé en droit français la directive européenne no 2004/25/CE et qui précise que « Lorsqu'un projet d'offre est déposé [...], le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur [...], sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre » a rendu incontournable cette référence.

2.6. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables a été retenue dans 43 % des cas contre 40 % sur la période 2001-2006. Etant une méthode analogique comme la méthode des comparables boursiers, elle est plus fortement appliquée aujourd'hui qu'auparavant en raison du développement des moyens d'information et par l'internationalisation des marchés qui rendent les recherches de transactions comparables plus faciles. Toutefois, l'augmentation de son utilisation est moins importante que pour les comparables boursiers, les transactions comparables pouvant servir de référence (transaction récente et cible comparable en termes d'activité) étant plus difficiles à trouver que les comparables boursiers.

2.7. Cours cibles

La méthode des cours cibles est utilisée aujourd'hui dans 20 % des opérations. Elle n'était auparavant pas considérée comme une méthode à proprement parler, les objectifs de cours pouvant être indiqués dans le cadre de la référence au cours de bourse. Cette évolution s'explique notamment par l'importance donnée par les investisseurs aux notes d'analystes suivant la valeur des sociétés objet de la valorisation.

Néanmoins, il convient de noter que cette méthode est souvent présentée à titre indicatif.

2.8. ANC/ANR

Les méthodes de l'actif net comptable (ANC), actif net réévalué (ANR) ont été utilisées, dans notre échantillon, dans 30% des cas contre 35% sur la période 2001-2006. Cette légère baisse s'explique essentiellement par la nature des sociétés à évaluer (la méthode de l'actif net réévalué convient particulièrement aux sociétés holdings qui ont donné lieu à de nombreuses OPRO en 1996).

2.9. Dividendes

La méthode des dividendes reste peu appliquée (3 % dans l'étude statistique actuelle contre 11 % dans l'échantillon couvrant la période 2001-2006) et semble tomber en désuétude.

Ceci s'explique par le fait que cette méthode est redondante avec l'utilisation des DCF. Par ailleurs, elle est fondée sur l'analyse d'une donnée exclusivement dépendante de la volonté de l'actionnaire majoritaire et ne répond pas aux critères d'objectivité exigés par la loi (décision de la cour d'appel dans l'affaire Geniteau/Elyo en 1998) et l'arrêt Tissot/Genefim du 5 mai 1998 dans lequel la cour d'appel a statué « qu'il ne saurait être reproché à l'expert indépendant de ne pas avoir retenu la méthode dite d'actualisation des dividendes dès lors que cette méthode aurait conduit à prendre en compte un événement aléatoire [...] ».

III. Analyse des primes moyennes des méthodes d'évaluation utilisées par l'expert indépendant et l'évaluateur

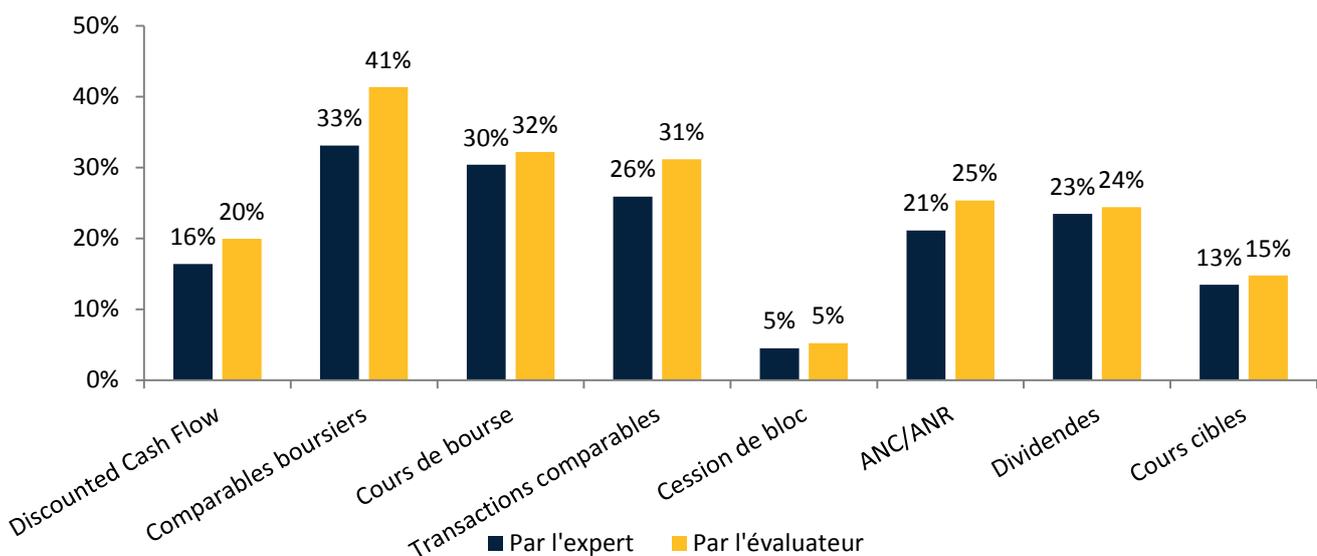
3.1. Résultats

Sur les 190 opérations étudiées, 678 méthodes ont été appliquées par les experts indépendants et 716 méthodes ont été appliquées par les évaluateurs. Parmi celles-ci, 627 méthodes ont été appliquées communément. Le tableau ci-après récapitule, méthode par méthode, les primes moyennes dégagées sur chaque opération par rapport au prix d'offre.

◆ PRIMES MOYENNES CALCULEES PAR LES EVALUATEURS ET EXPERTS INDEPENDANTS
(190 OPERATIONS : CUMUL DES PERIODES 2013-2014 ET 2001-2006)

Méthodes appliquées ¹	Par l'expert		Par l'évaluateur	
	En nombre	En %	En nombre	En %
Discounted Cash Flow	150	16%	150	20%
Comparables boursiers	133	33%	133	41%
Cours de bourse	135	30%	135	32%
Transactions comparables	65	26%	65	31%
Cession de bloc	73	5%	73	5%
ANC/ANR	53	21%	53	25%
Dividendes	13	23%	13	24%
Cours cibles	5	13%	5	15%
Total	627	21,0%	627	24,3%

¹ Sur 190 opérations sur les périodes 2013/2014 et 2001/2006



La prime moyenne dégagée sur les 627 méthodes mises en œuvre ressort à 22,1 % pour les experts indépendants et 25,7 % pour les évaluateurs.

Les primes calculées par les experts indépendants sont légèrement inférieures à celles calculées par les évaluateurs pour toutes les méthodes d'évaluation. Ceci peut s'expliquer par le rôle joué par l'expert indépendant en tant que défenseur des actionnaires minoritaires.

Les primes les plus importantes, calculées par les experts indépendants, concernent les méthodes analogiques (33% pour les comparables boursiers et 26 % pour les transactions comparables) et la méthode du cours de bourse (30 %).

Elles sont plus faibles pour les méthodes d'évaluation intrinsèques (16 % pour les DCF, 23 % pour les dividendes et 21 % pour l'ANR) et sur les références à une cession de bloc. Elles ne s'élèvent dans ce dernier cas qu'à 5 % du prix d'offre, de nombreuses opérations ayant un prix d'offre égal à celui retenu pour la cession de bloc.

3.2. Taux de référence

La prime moyenne calculée dans cette étude sur la méthode du cours de bourse (30 % pour les experts indépendants, 32 % pour les évaluateurs) est un élément important de l'étude qui pourrait venir enrichir les recherches académiques sur les primes de transactions.

Elle peut constituer, en effet, une référence pour le marché Français sur le niveau des primes dégagées lors d'offres publiques. Sur les 190 offres publiques qui se sont déroulées sur la période analysée (2013- 2014 et 2001-2006), le chiffre de 30 % constitue ainsi la prime moyenne calculée par les experts indépendants sur le cours de bourse dégagée par les prix d'offres.

Ce chiffre s'apparente à une prime de contrôle pour les OPA et à une prime d'éviction pour les OPR.

IV. Analyse du positionnement du prix d'offre par rapport aux méthodes appliquées

4.1. Analyse des méthodes les plus proches du prix d'offre (méthode de référence)

Méthodes de détermination et de contrôle du prix d'offre

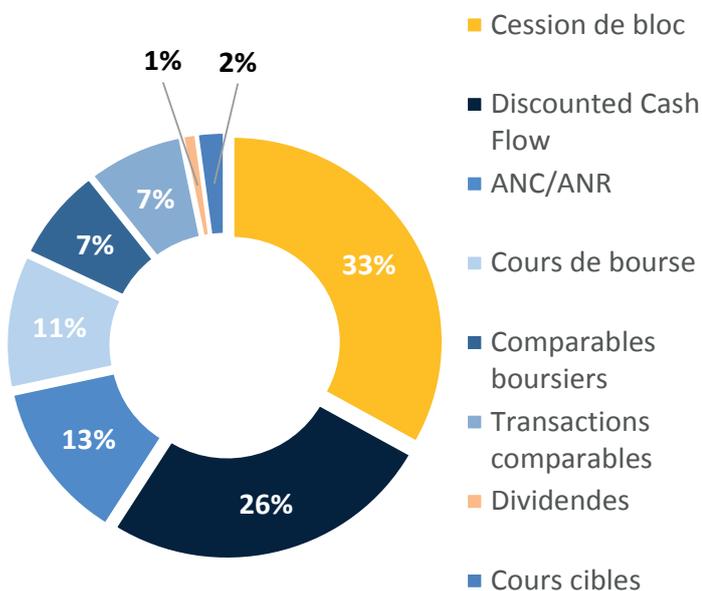
Cette analyse a pour objectif de mettre en exergue les méthodes qui permettent de fixer le prix de l'offre et celles qui sont plus utilisées à titre de contrôle ou de recoupement.

Le tableau ci-dessous synthétise, sur l'ensemble des opérations analysées, les méthodes d'évaluation utilisées par les experts indépendants et évaluateurs, qui sont les plus proches des prix d'offres.

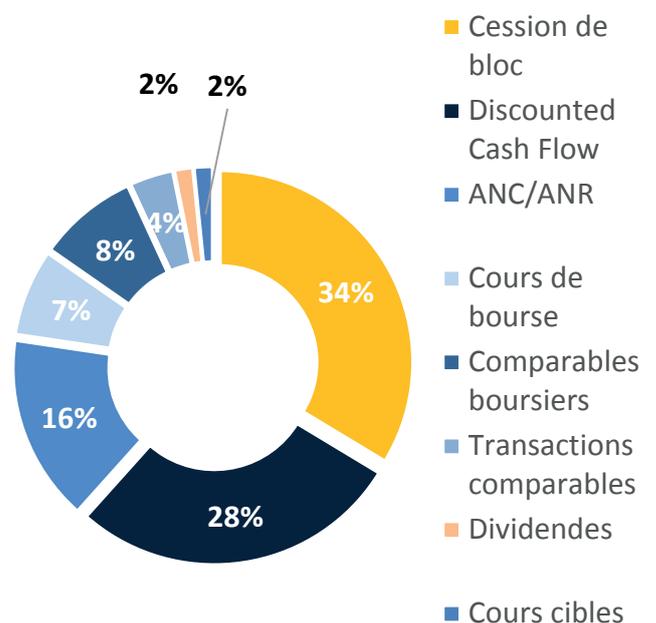
◆ METHODES D'EVALUATION LES PLUS PROCHES DU PRIX D'OFFRE (190 OPERATIONS : CUMUL DES PERIODES 2013-2014 ET 2001-2006)

Méthodes appliquées	Par l'expert		Par l'évaluateur	
	En nombre	En %	En nombre	En %
Cession de bloc	64	34%	63	33%
Discounted Cash Flow	53	28%	49	26%
ANC/ANR	30	16%	24	13%
Cours de bourse	14	7%	20	11%
Comparables boursiers	16	8%	14	7%
Transactions comparables	7	4%	14	7%
Dividendes	3	2%	2	1%
Cours cibles	3	2%	4	2%
Total	190		190	

Evaluateurs



Experts indépendants



.....

Pour les experts indépendants, 34 % des opérations ont eu leur prix d'offre déterminé en fonction du prix de cession d'un bloc de contrôle et 28% des opérations ont eu leur prix d'offre déterminé en fonction de la méthode des Discounted cash flow.

Par ailleurs, 16 % des opérations ont eu leur prix d'offre déterminé en fonction de la méthode de l'Actif Net Réévalué.

Trois méthodes consensuelles

Ces trois méthodes déterminent donc à elles seules 78 % des prix d'offres et constituent des méthodes principales incontournables.

Inversement, les méthodes des comparables boursiers, du cours de bourse, des transactions comparables et des dividendes ne sont utilisées que dans 22 % des cas pour déterminer le prix de l'offre et restent ainsi des méthodes secondaires.

4.2. Opérations pour lesquelles une méthode est supérieure au prix d'offre

Cette analyse a pour objectif de mettre en exergue les méthodes d'évaluation qui sont supérieures aux prix d'offres.

Dans 24 opérations, une des méthodes appliquées par l'expert indépendant aboutissait à un montant supérieur au prix d'offre. Dans la majorité des cas, les décotes concernent les méthodes des Discounted cash flow et des transactions comparables. Elles sont d'ailleurs faibles. Ainsi, pour 18 opérations, la décote par rapport au prix d'offre est égale ou inférieure à 10 %.

Cet échantillon ne comprend cependant pas tous les projets d'offres pour lesquels une ou plusieurs valeurs étaient supérieures au prix d'offre. En effet, la pratique peut faire que, parfois, qu'en cas de désaccord entre la société initiatrice et l'expert indépendant sur le prix d'offre (jugé insuffisant par ce dernier), le projet d'offre soit revu ou retiré, l'opération éventuellement annulée, et le rapport de l'expert indépendant parfois non publié. (Prix à la hausse)

V. Analyse synthétique des méthodes d'évaluations utilisées par l'expert indépendant dans le cadre d'offres publiques

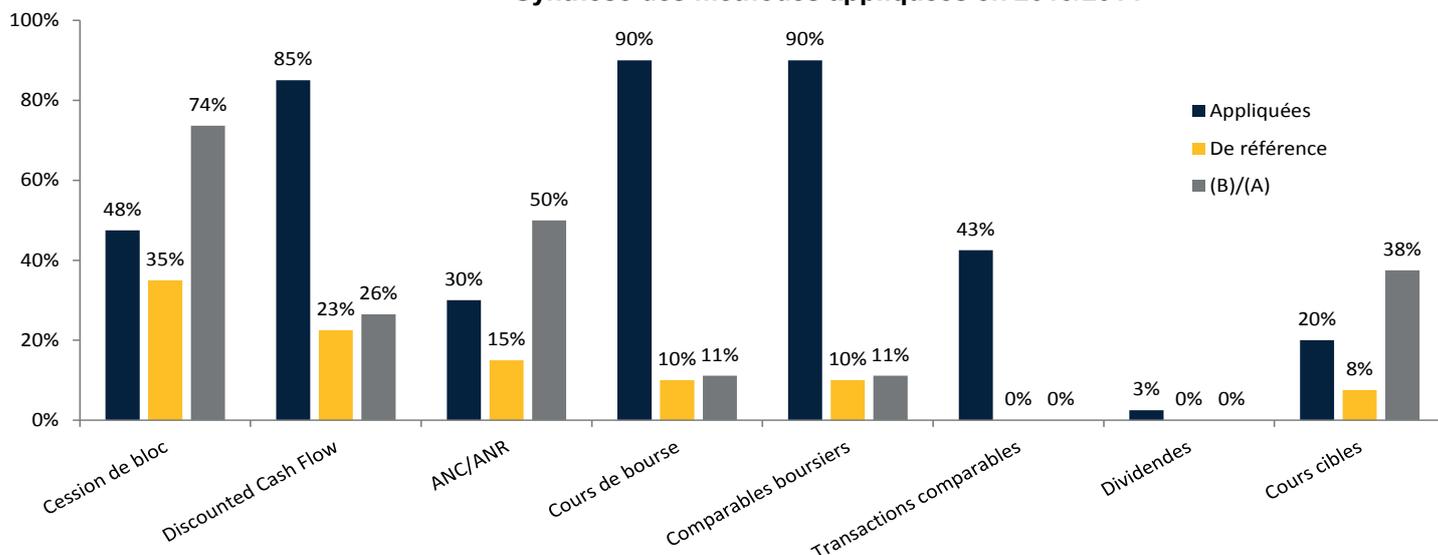
5.1. Synthèse chiffrée

Le tableau ci-après reprend, en synthèse, les analyses développées dans les paragraphes précédents en y ajoutant le rapport entre méthode appliquée et méthode de référence (B/A).

◆ SYNTHÈSE DES MÉTHODES APPLIQUÉES ET DE RÉFÉRENCE

Méthodes	2013-2014					2001-2006					Cumul				
	Appliquées (A)	En %	De référence (B)	En %	(B)/(A)	Appliquées (A)	En %	De référence (B)	En %	(B)/(A)	Appliquées (A)	En %	De référence (B)	En %	(B)/(A)
Cession de bloc	19	48%	14	35%	74%	59	39%	50	33%	85%	78	41%	64	34%	82%
Discounted Cash Flow	34	85%	9	23%	26%	119	79%	44	29%	37%	153	81%	53	28%	35%
ANC/ANR	12	30%	6	15%	50%	52	35%	24	16%	46%	64	34%	30	16%	47%
Cours de bourse	36	90%	4	10%	11%	103	69%	10	7%	10%	139	73%	14	7%	10%
Comparables boursiers	36	90%	4	10%	11%	105	70%	12	8%	11%	141	74%	16	8%	11%
Transactions comparables	17	43%	0	0%	0%	60	40%	7	5%	12%	77	41%	7	4%	9%
Dividendes	1	3%	0	0%	0%	17	11%	3	2%	18%	18	9%	3	2%	17%
Cours cibles	8	20%	3	8%	38%	0	0%	0	0%	na	8	4%	3	2%	38%
Total	163		40			515		150			678		190		

Synthèse des méthodes appliquées en 2013/2014



La cession de bloc a été retenue comme critère de référence par l'expert indépendant dans 34 % des cas pour une fréquence de mise en œuvre de 41 %, soit « un taux d'utilisation » de 82 %.

Les méthodes des **Discounted cash flow** et de l'Actif Net Réévalué ont été retenues comme critère de référence respectivement dans 28 % et 16 % pour des fréquences de mise en œuvre respectives de 81 % et 34 %. Leurs « taux d'utilisation » sont donc de 35 % et 47 %.

A l'inverse, les méthodes des comparables boursiers, des cours de bourse, des transactions comparables ont, nonobstant leur fréquence de mise en œuvre, un faible pourcentage d'utilisation comme méthode de référence.

Les données observées sur l'échantillon 2013-2014 restent proches de ceux observées sur l'échantillon 2001-2006.

5.2. Constat

Deux groupes de méthodes d'évaluation peuvent donc être distingués :

- les méthodes intrinsèques (Discounted cash flow et Actif Net Réévalué) et la cession de bloc qui ont des taux d'utilisation comme méthode de référence élevés. Ces méthodes peuvent être considérées comme des méthodes de référence pour fixer le prix de l'offre ;
- les méthodes analogiques (comparables boursiers, transactions comparables), la méthode du cours de bourse et celle des dividendes versés qui ont des taux d'utilisation comme méthode de référence faibles. Ces méthodes sont donc utilisées à titre de contrôle mais concourent rarement à la fixation du prix d'offre.

VI. CONCLUSION

Trois grands types de méthodes d'évaluation

Les missions d'évaluation dans le cadre d'expertises indépendantes se sont développées ces dernières années, notamment depuis l'entrée en vigueur du nouveau règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers et de son instruction d'application no 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010) qui sont venus étendre le champ d'intervention de l'expert indépendant à la plupart des offres publiques. Le nombre d'opérations de marché observé chaque année n'a cependant pas augmenté.

La théorie financière distingue ainsi trois grands types de méthodes d'évaluation que sont :

- Les méthodes basées sur l'approche patrimoniale (méthode de l'actif net comptable et l'actif net réévalué) ;
- Les approches fondées sur la rentabilité et le rendement (DCF, dividendes actualisés) ;
- Les méthodes d'évaluation par analogie (comparables boursiers, transactions comparables).

Dans le cadre d'offres publiques, les transactions réalisées sur le titre (cession de bloc ou cours de bourse) restent, par ailleurs, incontournables.

Nécessité d'une évaluation multicritère

Il convient, pour le lecteur, de garder à l'esprit la nécessité d'effectuer une évaluation multicritère définie par le règlement de l'AMF qui précise que « [...] l'évaluation est effectuée selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés et de la valeur boursière [...] ».

Même si l'approche multicritère est une nécessité et que les évaluateurs et experts indépendants peuvent choisir, parmi le panel de méthodes existantes, les méthodes appropriées ; certains contentieux ont apporté des enseignements sur telle ou telle méthode que le lecteur devra garder à l'esprit.

L'expert indépendant devra, en outre, en appliquant ses méthodes d'évaluation, respecter, au cours de la réalisation de ses travaux, le principe de l'examen critique, le principe de la transparence et les principes de cohérence et de pertinence.

Parmi les sept principales méthodes d'évaluations employées, trois sont incontournables

L'étude statistique effectuée, dans ce chapitre, sur 190 offres publiques réalisées en 2013 et 2014 ainsi qu'entre 2001 et 2006 permet de mieux identifier les pratiques en matière d'évaluation dans le cadre d'expertises indépendantes et de faire ainsi le lien entre la théorie financière et la pratique des évaluateurs et experts indépendants.

Selon nos conclusions, sept méthodes d'évaluations, parmi les nombreuses méthodes existantes, sont employées par les évaluateurs et experts indépendants à savoir la référence à une cession de bloc, les DCF, l'ANR, les comparables boursiers, le cours de bourse, les transactions comparables et les dividendes.

Ainsi, de nombreuses méthodes de valorisation (méthode dite du goodwill, méthode des praticiens...) qui figurent dans les ouvrages financiers ne sont pas employées.

* 4 Arr. min. Eco, 18 sept. 2006, JO 28 sept., p. 12.

Cette étude place la méthode des cessions de bloc comme méthode principale déterminant le prix d'offre. L'article 234-6 du règlement général de l'AMF qui a transposé en droit français la directive européenne no 2004/25 qui précise que « Lorsqu'un projet d'offre est déposé [...], le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur [...] sur une période de douze mois précédant le dépôt de l'offre » a renforcé le caractère incontournable de cette référence qui détermine dans 82 % des cas le prix d'offre. Cependant, les prix proposés peuvent être supérieurs aux prix des cessions des blocs (18 % des cas).

Il convient de s'assurer, pour retenir cette référence, que les accords passés entre l'initiateur et certains actionnaires de la société cible ne contiennent pas de clauses (complément de prix...) qui remettraient en cause le prix d'offre.

D'après cette étude, les méthodes de référence à une cession de bloc, des flux de trésorerie d'exploitation et de l'actif net réévalué (pour une société immobilière ou une holding notamment) apparaissent comme des méthodes principales utilisées pour fixer le prix d'offre et il sera difficile pour l'expert indépendant de ne pas utiliser ces méthodes ou de justifier un prix d'offre inférieur à l'une de ces valeurs.

A contrario, les méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables peuvent être qualifiées de méthodes dites « secondaires » utilisées essentiellement à titre de recoupement.

La méthode du cours de bourse constitue, dans le cadre d'offres publiques, une méthode « garde fou », les prix d'offres proposés étant dans la plupart des cas supérieurs à la moyenne des 60 derniers jours de cours de bourse. Dans le cas d'offres publiques imposées telles qu'une offre publique de retrait obligatoire, le résultat de la méthode de l'Actif net comptable constitue généralement une valeur minimum pour déterminer un prix d'offre.

Le lecteur confronté au choix des méthodes d'évaluation pourra donc, tout en se référant à la théorie financière qui préconise l'utilisation des méthodes d'évaluation citées, tirer les conséquences des pratiques en matière d'expertises indépendantes qui sont décrites dans cette étude.

A propos de l'auteur

Olivier GRIVILLERS, associé responsable de l'activité évaluation et expertise indépendante chez HAF Audit & Conseil, a une forte pratique des missions d'expertises indépendantes et est le co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises dont l'ouvrage « ingénierie financière juridique et fiscal » publié chez DALLOZ en 2015 auquel il a contribué dans un chapitre dédié aux méthodes d'évaluation appliquées dans le cadre d'expertises indépendantes.

Il assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation (AFIC, CCEF...) tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise. Il est notamment Vice-Président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), administrateur de la Compagnie des Conseils et Expert Financiers (CCEF) et membre de la commission évaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC).

A propos de Crowe Horwath France

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets indépendants d'audit, d'expertise comptable et de conseil. Créé en 2008, il représente le réseau Crowe Horwath International en France.

9ème réseau international représenté en France, il rassemble plus de 1200 professionnels partageant une vision, des méthodologies et des valeurs communes au service de leurs clients.

Notre marque conjugue l'ancrage local de cabinets reconnus dans leur région et sur leurs marchés, avec un réseau national de plus d'une soixantaine implantations et la dimension internationale d'un réseau de taille mondiale.

Nos cabinets accompagnent tous types de structures et d'organisations dans la gestion et le développement de leurs activités : associations, collectivités publiques, entreprises, de la PME à la société cotée...

En 2015, notre réseau réalise un chiffre d'affaires de plus de 100 M€ grâce à 4 lignes de services : audit, expertise comptable, conseil et risk consulting.



Plus d'informations sur : www.crowehorwath.net

A propos de HAF Audit & Conseil

HAF Audit & Conseil est un cabinet indépendant d'audit et de conseil, membre du réseau Crowe Horwath International et qui a été à l'origine de la fondation en 2007 du réseau Crowe Horwath France.

Le cabinet veille à maintenir un esprit entrepreneurial et un esprit de service dans l'ensemble de ses missions. Nous accompagnons les entreprises autant dans le cadre de leurs opérations exceptionnelles avec nos lignes de service de Corporate Finance (évaluation, transaction services) que dans leurs opérations courantes avec nos lignes de service de commissariat aux comptes, accompagnement du contrôle interne et accompagnement comptable et fiscal.

Notre département « expertise indépendante et évaluation » a connu un développement rapide depuis 2009 : le cabinet est devenu un intervenant de premier plan, notamment pour les expertises indépendantes réalisées dans le cadre d'offres publiques et soumises aux dispositions du règlement général de l'AMF.



Plus d'informations sur : www.horwath.fr



Crowe Horwath.

Protéger

Partager

Investir

Grandir