

Transmission d'entreprise : la dictature des multiples

ANALYSE S'appuyer sur la méthode des multiples comme outil d'évaluation lors de la transmission d'une entreprise comporte des risques. Il semble urgent de promouvoir la méthode des flux de trésorerie, qui part des données fondamentales de l'entreprise.

CHRISTOPHE VELUT ET EDDY BLOY

Les mutations du monde de la finance ont entraîné une multiplication des transactions nécessitant une évaluation d'entreprise. Les facteurs expliquant cette évolution ont principalement trois origines :

- en premier lieu, la multiplication des évaluations qui sont liées aux modalités de transmission d'entreprise. Celle-ci, quelle qu'en soit la forme (fusion, acquisition, restructuration du capital, reprise d'entreprise par des personnes physiques...) implique « de facto » une démarche d'évaluation,

- l'évolution de la réglementation boursière qui étend les travaux d'évaluation et d'expertise indépendante à de nombreuses opérations (offres publiques...),

- les nouvelles normes comptables internationales IFRS, obligatoires depuis 2005 pour les sociétés françaises cotées sur un marché réglementé, et à un degré moindre, le nouveau règlement français sur les actifs, ont introduit pour la première fois dans un référentiel comptable la notion de juste valeur et défini ses modalités de calcul, soit en tant que méthode d'évaluation des actifs, soit en tant que modalité de mise en œuvre des tests de dépréciation sur les actifs. Une des conséquences marquantes a été le développement de la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF) en tant que modalité de calcul de la valeur d'utilité d'une entreprise ou d'une business unit. Cette intrusion des normes internationales dans la comptabilité implique de la part des professionnels une démarche évaluatrice, indépendamment d'opérations portant sur le capital des sociétés.

L'Association des experts en évaluation d'entreprise Lyon (A3E Lyon), dont l'objectif est de réfléchir sur les bonnes pratiques en matière d'évaluation, a eu le mérite de s'interroger sur ces évolutions dès 1993, en réalisant tous les deux ans une enquête sur les méthodes d'évaluation utilisées par les opérateurs travaillant dans le champ de la transmission d'entre-

prise en Rhône-Alpes. L'objectif de l'enquête est d'analyser les tendances portant sur les méthodes utilisées et leur mise en œuvre, mais également de quantifier les distorsions entre valeurs et prix. Rappelons que la valeur d'une entreprise est la somme qu'un homme de l'art serait prêt à verser pour l'acquérir (valeur d'expertise), alors que le prix est la somme effectivement versée lors de la transaction.

L'enquête la plus récente a porté sur 224 transmissions d'entreprises intervenues en Rhône-Alpes en 2005 ou sur le premier semestre 2006. Elle a fait ressortir des points intéressants, que l'on va éclaircir de considérations relevant de l'expérience des membres de l'association : une évolution marquée des pratiques d'évaluation sur les dix dernières années ; une tendance à l'augmentation des valeurs et corrélativement des prix ; une diminution des écarts prix-valeurs sur les cinq dernières années.

Une évolution marquée des pratiques d'évaluation sur les dix dernières années

• **Une simplification des méthodes utilisées et des modalités de mise en œuvre...** La simplification mise en évidence par l'enquête se manifeste par l'utilisation prédominante de la méthode des multiples, utilisée dans 82 % des dossiers en 2006, contre 44 % en 1993, alors que l'on observe une stabilité du recours à la méthode des DCF, méthode réputée plus complexe, qui représente depuis 1993 environ 30 % des méthodes utilisées. La simplification se manifeste également par la tendance à réduire le nombre de méthodes mises en œuvre dans le cadre d'un dossier. Une seule méthode d'évaluation est utilisée dans 50 % des dossiers analysés, et une combinaison de deux méthodes, dans 45 % des cas. Il s'agit alors, dans la majorité des cas, de la méthode des multiples et de la méthode des DCF. Enfin, dernière simplification et non des moindres, la méthode des multiples a été appliquée dans 43 % des

dossiers au dernier flux non retraité, sans prendre en compte de données prévisionnelles. Quand elle est appliquée, la méthode des DCF a été appliquée dans 20 % des cas en utilisant un business plan simplifié.

● **... accompagnée paradoxalement d'une technicité croissante...** Mais cette simplification ne doit pas masquer la professionnalisation croissante de la mise en œuvre des évaluations. Elle se manifeste de différentes manières :

– d'abord, le recours plus important à la méthode des multiples s'appuie sur le développement de l'utilisation des bases de données et/ou de l'augmentation du nombre de transactions de référence portant sur des sociétés cotées et non cotées,

– ensuite, le travail en amont de sélection d'un échantillon de sociétés cotées ou de transactions comparables devient plus complexe et plus sophistiqué, alors qu'il est moins visible en apparence, la restitution de la valeur induite donnant l'impression d'une grande simplicité dans la démarche.

– l'application de la méthode des DCF suppose, au-delà de sa modélisation, une aptitude à trouver et à traiter les données permettant de déterminer les paramètres du modèle de façon pertinente.

– enfin, la réalisation de tests de sensibilité met en évidence des écarts qui peuvent être très significatifs en fonction des hypothèses sélectionnées, et exige de l'évaluateur des interprétations fines dès lors que la valeur retenue est comprise dans un « nuage de points ».

● **... qui augmente les exigences en matière d'input de l'évaluateur.** Le développement des outils et bases de données disponibles sur le marché permettent de structurer la démarche, mais nécessitent de la part de l'évaluateur de plus en plus de recul et d'esprit critique et analytique, par rapport aux informations utilisées, pour se forger une opinion sur la valeur intrinsèque d'une société.

Dérive de l'évaluation

L'expérience montre en effet que la marge de manœuvre d'un évaluateur est très importante, quelle que soit la méthode choisie : l'input de l'évaluateur, au-delà des outils, est en effet de plus en plus déterminant, aussi bien au niveau du diagnostic approfondi de l'entreprise et de son environnement, que du choix des méthodes d'évaluation et des différentes hypothèses et paramètres pris en compte (primes de risques, scénarii probables, facteurs de sensibilité et de risques...).

Quand la valeur prend de la valeur

L'enquête 2006 et l'analyse des opérations de rapprochement d'entreprises ont fait ressortir une augmentation marquée des valeurs liée à la combinaison de deux facteurs. D'une part, une progression des multiples : la figure 1 montre à l'évidence cette tendance dans la mesure où l'on observe que, sur la durée, les multiples de résultats nets (PER) supérieurs à 10 représentent une part croissante du total. D'autre part, une progression de la rentabilité des sociétés enquêtées.

Comment expliquer la progression des multiples utilisés ? Cela résulte, selon nous, tout simplement des évolutions qui affectent les référentiels d'où l'on tire ces multiples. En effet, on assiste :

– à l'augmentation des multiples boursiers, liés à des variations des fondamentaux des entreprises, mais également aux données de marché,

– au développement de l'utilisation des comparables boursiers, ou de transactions comparables boursières pour évaluer des sociétés non cotées, en oubliant ou sous-estimant les primes de taille et d'illiquidité. Or l'enquête 2006 a mis en évidence des écarts de plus en plus importants sur les multiples utilisés en fonction de la taille, de la position dominante, et de l'effet de niche,

– à la multiplication des rachats stratégiques de sociétés non cotées par des repreneurs étrangers et/ou des sociétés non cotées, qui tirent vers le haut les références de valorisation du marché non coté,

– aux excès de liquidité des fonds de « private equity » qui investissent de plus en plus sur les participations des autres fonds. Cela se traduit par le développement des LBO secondaires, tertiaires, et même parfois quaternaires, qui « mettent la pression » sur la création de la valeur et la réalisation d'effets de levier, et pousse à la hausse les prix et donc les multiples constatés « ex post ».

Une diminution des écarts prix-valeurs qui interpelle...

On peut noter que, sur une période de cinq ans, les écarts prix-valeurs ont diminué sensiblement, pour revenir au niveau d'il y a dix ans. A titre d'information, 47 % des transactions ont été réalisées sans écarts significatifs en moyenne sur dix ans, 28 % avec un prix supérieur à la valeur, et 25 % avec un prix inférieur à la valeur.

Ainsi, et toujours en raisonnant par rapport à une valeur moyenne de 100, le repreneur proposera 93, le cédant 100, et le prix conclu sera de 102.

Les facteurs de corrélation entre prix et valeurs sont multiples :

– **facteur lié au multiple** : plus le multiple est important, moins les écarts entre valeur et prix sont

élevés. A titre d'exemple, le prix conclu est proche de la valeur dans 72 % des cas où le PER est supérieur à 15 ;

- *facteur lié à la progression du chiffre d'affaires* : les écarts valeur-prix sont plus élevés dans les sociétés dont le chiffre d'affaires est en progression ;

- *facteur lié au repreneur* : les écarts entre prix et valeurs sont plus élevés lorsque le repreneur est une personne physique ou un industriel (écarts respectivement dans 52 % et 55 % des cas), que lorsque le repreneur est un financier (26 % des cas) ;

- *autres facteurs, généralement non connus par les tiers* : existence de garanties d'actif et de passif, et mécanismes variés d'ajustement du prix.

Les raisons essentielles de ces écarts, globalement faibles, relèvent, pour l'essentiel, du développement du recours aux méthodes analogiques, et singulièrement à la méthode des multiples. En effet, de plus en plus d'évaluateurs utilisent cette méthode en faisant intervenir des bases de données d'origine identique, ce qui crée un double mouvement de convergence.

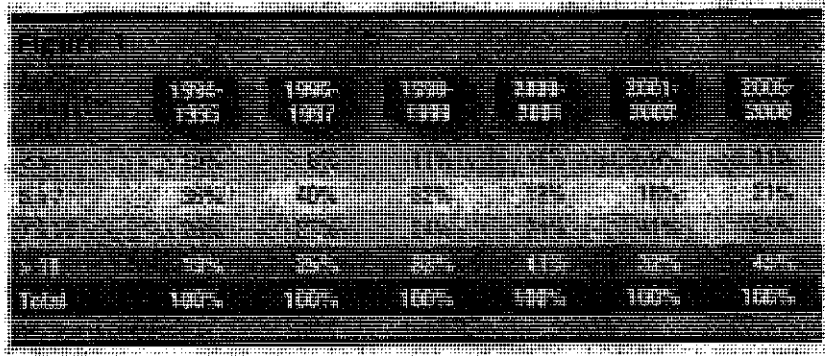
L'un d'ordre conceptuel, qui abolit progressivement la distinction fondamentale entre valeur et prix. En effet, en fondant le niveau des multiples sur la base de transactions, donc de prix réalisés, on construit la valeur à partir des prix.

L'autre est d'ordre factuel : en déterminant des multiples sur la base de prix, on « produit » des valeurs qui reflètent des consensus. Ces valeurs fonderont des prix qui conduiront, à leur tour, à des valeurs fondées sur des logiques identiques.

On voit bien le risque de perversion de l'évaluation qui résulte de telles approches. Ce risque pourrait être qualifié de « dictature du marché ». Autrement dit, la valeur de l'entreprise mélangerait de façon subtile et inextricable des éléments propres et des éléments exogènes provenant des données du marché, avec pour conséquence la création de bulles spéculatives qui entraîneraient dans un même mouvement aussi bien les sociétés cotées que les sociétés non cotées.

Dans ce contexte, il est du devoir des experts en évaluation d'alerter les professionnels sur cette dérive de l'évaluation. Afin de la contrecarrer, il est urgent de promouvoir dans l'évaluation des sociétés non cotées, dont les valeurs sont nettement polluées par la hausse des prix des sociétés cotées, l'utilisation de la méthode des flux de trésorerie, qui assure une valorisation fondée sur des données fondamentales de l'entreprise.

Il est clair que l'intrusion de la comptabilité (IFRS...) dans le champ de l'évaluation imposera des inflexions dans les pratiques et les techniques, allant assurément dans le sens qui vient d'être énoncé ●



Eddy Bloy
est directeur de l'IUP banque-finace et contrôle des risques à l'université Lyon 2 et responsable du mastère finance évaluation et transmission d'entreprise qu'il a créé en 1990. Il enseigne l'évaluation et la finance d'entreprise dans le cadre de ces deux cursus. Expert près la cour d'appel de Lyon, il exerce également une activité d'expert en évaluation d'entreprise. Il est chargé de la coordination du réseau Entrepreneuriat de l'Agence universitaire pour la francophonie.

Christophe Velut
est associé chez Orfis Baker Tilly. Il intervient dans les différents domaines de l'audit, de l'expertise et du conseil. Il a une expérience diversifiée en évaluation et fusions d'entreprises (évaluateur, expert indépendant, tests d'impairment dans le cadre des IFRS...). Il anime des cours sur les fusions-acquisitions depuis plus de quinze ans, notamment à l'EM Lyon. Il fait partie de différents groupes de travail dans les instances professionnelles sur des thèmes ayant trait à la consolidation, aux IFRS et aux évaluations d'actifs.

RESUME

Quelques réflexions à partir d'une enquête sur les méthodes d'évaluation utilisées par les opérateurs travaillant dans le champ de la transmission d'entreprise en région Rhône-Alpes.