

Evaluation d'entreprise : comment calculer les primes ou les décotes

Maurice Nussenbaum, associé, Sorgem Evaluation, expert financier près la cour d'appel de Paris, agrégé par la Cour de cassation, professeur des Universités (Paris-Dauphine), et Claire Karsenti, directeur d'études, Sorgem Evaluation

Il existe souvent des décalages entre la valeur d'une société telle qu'elle se dégage de la mise en œuvre des méthodes d'évaluation traditionnelles et le prix auquel ses actions vont s'échanger. Ces décalages peuvent être conjoncturels, c'est-à-dire liés à l'offre et à la demande à un instant donné, ou structurels, c'est-à-dire liés aux caractéristiques mêmes des titres échangés (titres individuels, blocs minoritaires ou blocs de contrôle).

Ces décalages se traduisent par l'existence de primes ou de décotes par rapport à la valeur fondamentale. Ces primes et décotes peuvent être constatées a posteriori en comparant le prix de marché et la valeur fondamentale, telle qu'elle ressort de l'application des méthodes d'évaluation, qu'il s'agisse des méthodes intrinsèques, comme les DCF (cash-flows actualisés), ou analogiques, c'est-à-dire reposant sur l'application de multiples de valorisation par rapport au résultat ou au chiffre d'affaires de sociétés comparables.

Cependant, lors d'opérations de restructuration du capital des sociétés, il est nécessaire de déterminer a priori les niveaux de ces primes et décotes à appliquer sur la valeur

fondamentale. Quelle décote appliquer pour tenir compte du fait qu'une participation est minoritaire par rapport à une participation majoritaire (I. décote de minorité et prime de contrôle), qu'une société n'est pas cotée (II. décote d'illiquidité), ou qu'une société est une holding (III. décote de holding) ?

On constate souvent l'application de pourcentages forfaitaires sans véritable justification quant à leur détermination. L'objet du présent article est d'essayer de fournir une grille d'analyse de ces primes et décotes et de fournir ainsi un moyen d'en rationaliser leur détermination.

I. LA DECOTE DE MINORITE ET LA PRIME DE CONTROLE (*)

Le contrôle génère pour celui qui le détient des avantages qui expliquent l'existence d'une prime de contrôle mais il engendre aussi, pour les actionnaires qui en sont privés, des inconvénients qui sont reflétés au travers des décotes de minorité. On ne peut donc séparer l'analyse (A) et la détermination (B) de la prime de contrôle de celle de la décote de minorité.

1. Maurice NUSSENBAUM, «Prime de contrôle, décote de minorité et d'illiquidité», *Revue de jurisprudence commerciale*, novembre 1998, 42^e année, n° 11

A. Les avantages associés au contrôle et les inconvénients liés à la situation de minoritaire

Si le contrôle justifie pour l'acquéreur d'une société le paiement d'une prime, c'est qu'il confère des avantages. Ces bénéfices «privés» attachés au contrôle se distinguent des bénéfices «publics» que sont les dividendes et dont bénéficie l'ensemble des actionnaires. Ces avantages ou «bénéfices privés» peuvent se distinguer suivant qu'ils sont objectifs ou subjectifs.

Les avantages objectifs concernent la capacité de déterminer la politique de l'entreprise (désignation des dirigeants, politique de distribution...). On peut les qualifier d'objectifs car ils sont liés à la détention du contrôle, et non à l'identité de son détenteur.

Les avantages subjectifs comprennent en particulier les effets de synergies potentielles avec d'autres sociétés détenues par le contrôlant et les intérêts personnels des dirigeants à travers leur possibilité de valoriser leur capital humain personnel en développant leur expérience de la gestion d'entreprises plus complexes au détriment parfois des intérêts des actionnaires. Ce dernier avantage peut d'ailleurs conduire les acquéreurs à surestimer les avantages conférés par la prise de contrôle⁽²⁾. De nombreuses études ont confirmé cette hypothèse en montrant qu'une proportion significative d'acquisitions se soldait par des performances médiocres pour les firmes acheteuses et par de nombreux désinvestissements.

A l'inverse, l'existence d'un bloc de contrôle peut être préjudiciable aux actionnaires minoritaires dans la mesure où cette situation crée des asymétries d'information entre actionnaires (l'actionnaire contrôlant étant mieux informé) et oblige les actionnaires minoritaires à supporter des coûts de surveillance pour s'assurer que le comportement des dirigeants est conforme à leur intérêt, ou dans la mesure où ils n'ont pas la possibilité d'exercer ce contrôle, cela conduit le marché à une défiance par rapport aux informations communiquées par les actionnaires majoritaires et aussi à une moindre cessibilité.

Ainsi, globalement, l'étude de la situation d'un actionnaire contrôlant présente plus de bénéfices que de coûts alors que celle de l'actionnaire minoritaire est inverse. Il en résulte que, lors de la prise de contrôle, l'acquéreur accepte de partager une partie des bénéfices privés qu'il attend du contrôle avec les actionnaires de la société cible pour les inciter à vendre leurs titres et aussi pouvoir obtenir le contrôle, alors que la cession de titres minoritaires se fait avec une décote, pour compenser les inconvénients que devra supporter l'acheteur et l'inciter à l'achat.

Il convient également de souligner que la dissymétrie entre actionnaires contrôlants et non contrôlants est plus grande pour les sociétés non cotées que pour les sociétés cotées. Sur un marché liquide, tout actionnaire peut exprimer son désaccord en cédant ses titres, alors que sur un marché illiquide ou pour une société non cotée, le contrôle est par définition subi de manière absolue. Ainsi, lors de la valorisation de titres minoritaires d'une société non cotée, décote de minorité et d'illiquidité vont se cumuler.

B. La détermination de la prime de contrôle et de la décote de minorité

L'évaluation de l'ensemble des avantages que la prime de contrôle est censée représenter n'est pas aisée, d'autant que pour les avantages subjectifs, il existe autant de valeur du contrôle que d'acquéreurs potentiels pour qui les avantages spécifiques différeront. Si la prime de contrôle peut être pour partie constatée a posteriori à travers la différence entre le prix payé par un acquéreur pour prendre le contrôle et le prix ou la valeur antérieure, il n'est pas certain qu'elle puisse être déterminée a priori.

La prime de contrôle constitue une différence et un pourcentage :

- une différence entre la valeur avec contrôle et la valeur sans contrôle ;
- un pourcentage puisqu'il convient ensuite de diviser cette différence par la valeur sans contrôle pour obtenir la prime de contrôle en pourcentage.

Les difficultés soulevées par l'application de ces définitions tiennent à la détermination de la valeur de référence du titre sans contrôle, donc minoritaire, témoignant par là même de l'interdépendance des deux concepts de prime de contrôle et de décote de minorité. En effet, la décote de minorité peut se calculer par la formule $P/(1+P)$, où P correspond à la prime de contrôle. Cependant, une telle formule traduit plus des valeurs théoriques, qui peuvent différer des constatations empiriques.

Dans le cas d'une société cotée, le cours constitue la plupart du temps un bon indicateur de la valeur minoritaire, même si dans certaines situations le cours peut intégrer l'anticipation d'une prise de contrôle et par là même une certaine part de la prime. Une étude internationale récente menée dans 39 pays entre 1990 et 2000, sur un échantillon de 412 prises de contrôle de sociétés cotées, fait apparaître des primes de contrôle variant entre - 4 % (Japon) et + 65 % (Brésil) avec une moyenne de 14 %. Cette étude montre que plus les avantages attachés au contrôle sont importants, moins les marchés financiers sont développés, et plus les primes de contrôle sont élevées⁽³⁾.

2. R. ROLL, «The hubris hypothesis of corporate takeovers», *Journal of Business*, 59, 1986, pp. 187-216

3. A. DYCK & L. ZINGALES, «Private Benefits of control : An International Comparison Working Paper», décembre 2001, non publié

Dans le cas d'une société non cotée, ou d'une société cotée dont le titre connaît une faible liquidité, une évaluation de l'action est nécessaire pour déterminer la valeur minoritaire.

La détermination de la prime de contrôle nécessite l'étude des avantages spécifiques associés au contrôle. Selon les types de sociétés, la structure des droits de vote, leur environnement réglementaire et les accords passés entre les actionnaires, les avantages peuvent se révéler très différents d'un cas à un autre.

Il importe de pouvoir distinguer la valeur des synergies attendues par un acquéreur des avantages attendus du contrôle, car le prix offert ne prend pas nécessairement en compte la totalité des effets de synergie attendus. Cependant cette distinction n'est pas toujours aisée et dépend de la méthode d'évaluation retenue. Une évaluation par une méthode DCF permet de séparer les effets du changement de contrôle sur la valeur «stand alone» et les effets des synergies. L'utilisation de méthodes analogiques ne permet pas cette distinction et condense en un seul chiffre les avantages liés au contrôle et les effets de synergie.

De la même façon, la détermination de la décote de minorité ne peut faire abstraction de la situation stratégique de l'actionnaire minoritaire : on peut comprendre aisément la situation stratégique favorable d'un actionnaire minoritaire détenant 2 % des titres face à deux actionnaires détenant chacun 49 %, et en revanche l'absence de caractère stratégique d'une participation minoritaire de 25 % s'il existe un majoritaire détenant 75 % des titres. Ainsi, il faut prendre en compte le rôle pivot de la participation minoritaire considérée dans une éventuelle bataille pour la prise de contrôle : s'il existe un actionnaire majoritaire, la prise de contrôle sera nécessairement amicale et l'actionnaire minoritaire partagera avec le majoritaire la prime de contrôle dans le cas des sociétés cotées, du fait de l'obligation de procéder à des OPA à 100 %, mais n'aura pas le même avantage dans une société non cotée (en l'absence de droit prévu dans les statuts ou dans un pacte d'actionnaires⁽⁴⁾). De même, les actions sans droit de vote ne bénéficieraient pas de cette prime puisqu'elles n'ont aucun rôle dans la bataille pour le pouvoir sauf intervention du CMF ou de la cour d'appel pour assurer une égalité entre les actionnaires (cf. Schneider Legrand et la décote appliquée aux ADP).

Dans ce contexte, il nous apparaît nécessaire de retenir une approche de quantification relative à partir d'une référence moyenne ajustée pour tenir compte de chaque situation spécifique. En effet, si l'on reprend l'exemple des deux actionnaires minoritaires ci-dessus, on comprend aisément qu'appliquer une décote de minorité forfaitaire de 20 % simultanément dans les deux situations n'a pas de sens et

qu'il n'y aura pas de décote pour la participation minoritaire de 2 %, qui au contraire bénéficiera d'une partie de la prime de contrôle, alors qu'elle sera significative pour la participation de 25 %.

Si l'on raisonne en valeur relative, il importe de connaître la valeur moyenne sur laquelle on pratiquera un ajustement. Les études conduites ces dernières années sur les offres publiques montrent qu'en moyenne la prime de contrôle est de l'ordre de 25 % à 30 %⁽⁵⁾. Inversement, en retenant la formule rappelée précédemment, la décote de minorité moyenne à retenir sera donc de 20 % à 23 %.

A cet égard, la faiblesse des niveaux de primes de contrôle constatés en France, par rapport aux Etats-Unis, où les niveaux observés sont plutôt de 30 % à 40 %, traduit l'importance du nombre d'OPA amicales en France par rapport aux Etats-Unis.

Il faut, cependant, également souligner que, parmi les facteurs influençant les primes de contrôle et les décotes de minorité, la structure du capital revêt un rôle important, notamment dans le cas des sociétés cotées.

On constate à cet égard que, en présence d'un bloc de contrôle, les titres de la minorité sont décotés par rapport aux titres d'une firme comparable au capital dispersé, c'est-à-dire sans actionnaire contrôlant.

Le bloc de contrôle se trouve évalué par le marché dans les comptes de la société mère avec une prime de contrôle qui ne correspond pas à une expropriation des actionnaires minoritaires mais au prix de titres équivalents à capital dispersé. La décote constatée sur les titres minoritaires proviendrait des coûts de surveillance supportés par les actionnaires minoritaires pour surveiller l'actionnaire contrôlant (coûts d'agence).

Il s'agit là concrètement de facteurs de défiance du marché et d'asymétries d'information résultant de la présence d'un bloc de contrôle⁽⁶⁾.

Quels sont les facteurs à retenir pour ajuster cette prime de contrôle (ou cette décote de minorité) moyenne ? Il ne s'agit pas tant de quantifier avec précision le poids de chacun des facteurs mais de bien définir les principaux facteurs à prendre en considération :

● Pour la prime de contrôle

- le nombre d'acheteurs potentiellement intéressés (plus ce nombre sera élevé plus la prime sera élevée) ;
- les effets de synergie attendus (plus ceux-ci seront élevés plus la prime sera élevée, à titre d'exemple, un acquéreur «financier» devrait proposer une prime plus faible qu'un acquéreur «industriel») ;
- les accords passés entre les autres actionnaires (plus ces accords seront restrictifs pour le contrôlant plus la prime sera faible) ;

4. L. ZINGALES, «The value of the voting right : A study of the Milan stock exchange experience», *Review of Financial Studies* 7, 125-148, 1994

5. Cf. Valérie BESSIERE, «Prix d'offre publique et théorie des jeux : une investigation empirique sur le marché français», *Banque et Marchés*, novembre-décembre 1997, et également une étude interne réalisée par Sorgem Evaluation sur les OPA et OPE 1998-1999-2000

6. R.C. GRAHAM et GRAIG E. LEFANOWICZ, «The valuation effects of majority owner for parent and subsidiary Shareholders», *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (1) & (2), janvier-mars 1999, pp. 171-197

– l'existence ou non, pour une société cotée, d'une éventuelle anticipation de la prise de contrôle qui entraîne qu'elle soit déjà partiellement intégrée dans les cours ;

– ...

● Pour la décote de minorité

– l'intérêt stratégique de la participation minoritaire en fonction de la répartition du capital, qui est appréhendé notamment par le rôle pivot de la participation considérée dans une éventuelle bataille pour le contrôle (cf. supra) ;

– le cadre légal et réglementaire : exemple l'Opro, pour laquelle la réglementation exclut les décotes de minorité et d'illiquidité ;

– l'éventuelle détention d'une minorité de blocage (une participation minoritaire avec minorité de blocage sera moins décotée) ;

– la qualité de la politique de communication des dirigeants à l'égard des actionnaires (si celle-ci est mauvaise, la décote sera plus forte) ;

– ...

II. LA DECOTE D'ILLIQUIDITE

Après avoir rappelé ce que recouvre le concept de liquidité (A), nous nous intéresserons à la détermination de la décote d'illiquidité (B).

A. La définition de la liquidité

La liquidité d'un actif désigne sa capacité à être converti immédiatement en cash sans perte de valeur. Une bonne manière de la mesurer est justement l'évaluation de la différence entre le coût d'achat et le prix obtenu dans une revente immédiate.

Ainsi, on le comprend, au vu de la définition rappelée ci-dessus, la liquidité d'un actif est fonction du nombre d'acheteurs et de vendeurs potentiels. Plus il y aura d'acheteurs et de vendeurs possibles pour un même bien, plus les transactions se réaliseront rapidement et pour un prix proche de la valeur fondamentale.

L'existence d'un marché organisé, comme l'est le marché boursier, contribue à permettre la concrétisation de transactions rapides d'achat et de vente entre un grand nombre d'individus. La situation d'illiquidité maximale sera celle qui existe en l'absence d'un marché organisé pour traiter un actif : ainsi, la décote subie par le vendeur des titres d'une société non cotée sera plus forte que l'éventuelle décote subie par le vendeur de titres d'une société cotée.

La décote d'illiquidité trouve son explication dans le fait que les investisseurs sont prêts à rémunérer la liquidité. Ce qui revient à dire que les investisseurs exigent un taux de rendement plus élevé pour acheter des titres à faible liquidité pour compenser les coûts qu'ils anticipent au moment de la revente. Ce taux de rendement plus élevé implique un coût du

capital pour la société plus élevé, et donc une valorisation plus faible.

A l'instar de la situation de minoritaire, il existe plusieurs situations d'illiquidité. En effet, comme dans le cas de la décote de minorité, la décote d'illiquidité reflète les inconvénients subis du fait de la détention d'un actif illiquide. Ainsi, le niveau de décote est fonction de la nature de l'acheteur : il est clair qu'un acheteur qui gardera les titres plus longtemps sera moins affecté qu'un investisseur de court terme (7). Certains auteurs considèrent même qu'une décote d'illiquidité n'est pas applicable lorsqu'une société cotée rachète les titres d'une société non cotée car, par son acquisition, les actions de la société rachetée deviendront liquides (8).

B. La détermination de la décote d'illiquidité

La décote d'illiquidité est généralement appliquée pour permettre de tenir compte de l'absence de cotation des actions d'une société. Ainsi, les notions de décote d'illiquidité et de décote de non-cotation se confondent. Cependant, même sur un marché organisé comme le marché boursier, les titres ne présentent pas tous la même liquidité. Sur un marché boursier, un titre sera considéré comme liquide si des échanges de volumes importants n'entraînent pas de modifications sensibles de son cours.

Sur le marché boursier, les principaux indicateurs de la liquidité sont :

● la **fourchette de cotation (bid-ask spread)**, qui correspond à l'écart entre le prix offert et le prix demandé ;

● la **taille du flottant**, c'est-à-dire le nombre de titres disponibles pour des transactions car non gelés en participations stratégiques ;

● le **volume échangé** ou plus précisément le **taux de rotation du flottant**, c'est-à-dire la part du flottant échangée chaque jour.

Des études récentes (9) montrent que :

● pour les titres les plus liquides de la Bourse de Paris, comme France Télécom ou Alcatel, le ratio entre le volume moyen journalier échangé et le flottant est de l'ordre de 1 % ;

● la cession d'un bloc minoritaire, représentant une part importante du flottant, est réalisée avec une décote par rapport au cours de Bourse ; la décote moyenne observée sur le marché français en 2000 et 2001 est de 4,2 %, mais s'étale suivant les cas entre moins de 1 % et plus de 10 %, et il y a une évidente corrélation entre la taille du bloc et le niveau de la décote.

Lors de la mise en œuvre d'une méthode de valorisation reposant sur les cash-flows, la plupart des évaluateurs auront tendance à ne pas appliquer de décote sur la valeur finale

7. Y. AMIHUD et H. MENDELSON, «Liquidity asset prices and financial policy», *Financial Analyst Journal*, novembre-décembre 1991, pp. 56-66

8. A. DAMODARAN, «Investment Valuation» Wiley, 2^e éd. 2001

9. Lettre Vernimmen.net de septembre 2001

obtenue mais plutôt à augmenter le coût moyen pondéré du capital d'une prime de liquidité. Cette prime de liquidité est calculée régulièrement par des cabinets d'étude, en classant les sociétés par déciles de taille, et permet de connaître en fonction de la taille de la société étudiée le niveau de prime de liquidité à retenir⁽¹⁰⁾. A cet égard, il convient de souligner que bien souvent, pour les évaluateurs, prime de taille et prime de liquidité se confondent. En effet, si la taille du flottant est un indicateur de liquidité, plus la société sera de petite taille, plus sa liquidité sera faible.

Lorsqu'une société est valorisée sans faire l'objet d'une méthode de valorisation intrinsèque, telle que les DCF, mais par exemple par une méthode analogique ou patrimoniale de type actif net réévalué, le recours à une décote en pourcentage est alors indispensable. A cet égard, il est intéressant de constater que :

- l'administration fiscale, sans affirmer de norme, retient fréquemment une décote pour absence de liquidité de l'ordre de 10 % ;
- la jurisprudence américaine est très variable quant au niveau de décote admis⁽¹¹⁾ ;
- la COB considère qu'il n'existe pas d'avantage indûment privilégié lors d'émissions de titres réalisées durant la période d'examen du prospectus d'une introduction en Bourse, avec une décote de 20 % par rapport au prix d'introduction si le souscripteur s'est engagé à conserver⁽¹²⁾ :

– la totalité de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à six mois suivant l'admission ;

– deux tiers de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à neuf mois suivant l'admission ;

– un tiers de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à douze mois suivant l'admission.

● La COB considère également qu'il n'existe pas d'avantage indûment privilégié lors d'émissions de titres réalisées au cours des dix mois précédant la période d'examen du prospectus d'une introduction en Bourse, avec une décote maximale de 30 % par rapport au prix d'introduction⁽¹³⁾.

● Enfin, la COB admet qu'il n'existe pas d'avantage indûment privilégié lors d'émissions de titres réalisées au cours des dix mois précédant la période d'examen du prospectus d'une introduction en Bourse, avec une décote supérieure à 30 % par rapport au prix d'introduction si le souscripteur s'est engagé à conserver⁽¹⁴⁾ :

– la totalité de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à six mois suivant l'admission ;

– deux tiers de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à neuf mois suivant l'admission ;

– un tiers de ses titres pendant une période ne pouvant être inférieure à douze mois suivant l'admission.

Ainsi, on constate l'écart entre les décotes d'illiquidité utilisées par l'administration fiscale et la COB qui vont de 10 % à plus de 30 %, soit en moyenne environ 20 %.

Ce niveau de décote moyenne de 20 % peut être corroboré par une étude faite aux États-Unis comparant les P/E constatés lors d'acquisitions de sociétés cotées par rapport à ceux constatés lors d'acquisitions de sociétés non cotées. En moyenne sur la période 1991-2000, l'écart est de l'ordre de 20 %⁽¹⁵⁾.

Faute d'études plus précises, nous recommandons donc, quand cela est possible (évaluation de sociétés par les cash-flows), de retenir une prime de liquidité dans le coût moyen pondéré du capital servant de taux d'actualisation et, à défaut, de retenir une décote d'illiquidité moyenne de 20 % et d'ajuster cette décote moyenne en tenant compte notamment de⁽¹⁶⁾ :

● **la nature des actifs possédés par la société étudiée** : plus les actifs seront liquides, plus la décote d'illiquidité sera faible

● **la taille de la société** : plus la taille sera grande, plus la décote sera faible

● **la santé de la société** : plus la santé financière de la société sera bonne, plus la décote d'illiquidité sera faible

● **la capacité d'autofinancement de la société** : plus la société générera des cash-flows importants, plus la décote sera réduite

● **la nature du bloc d'actions cédé** : s'il s'agit d'un bloc de contrôle, l'illiquidité n'a pas forcément d'importance pour l'acquéreur ; inversement, dans le cas d'une participation minoritaire, plus celle-ci sera grande, donc difficile à céder, plus la décote d'illiquidité sera forte

● et également, comme nous l'avons indiqué précédemment, **de la nature de l'investisseur qui achète le titre** : s'il est lui-même coté, la décote sera moins forte, et s'il s'agit d'un investisseur long terme, la décote d'illiquidité sera également réduite.

III. LA DECOTE DE HOLDING⁽¹⁵⁾

Après avoir présenté les facteurs explicatifs de la décote de holding (A), nous présenterons les modalités de détermination de la décote de holding (B).

A. Définition d'une société holding et facteurs explicatifs de la décote de holding

Une société holding peut être définie comme «une société dont la quasi-totalité des revenus provient directement ou indirectement de ses filiales et de ses participations en détenant au

10. Cf. consensus d'Associés en Finance, la prime de liquidité moyenne du marché s'établissait à 0,46 % en août 2001

11. S. PRATT, «Business valuations : discount and premiums», Wiley 2001

12. Règlement n° 96-01 relatif au droit d'opposition de la COB prévu par l'article 42 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières

13. S. PRATT, cf. supra

14. Cf. DAMODARAN, *op. cit.*

15. Cf. mémoire de Teddy GUERINEAU et Aurore GARON, «Les stratégies de réduction des décotes de holding depuis 1994», DESS 225, 1999

■ ■ ■

moins 10 % de ces sociétés. On appelle holding pure, toute société qui n'est pas directement engagée dans des activités d'exploitation ou de commercialisation, mais se consacre à orienter et contrôler les politiques de ses filiales et ses participations»⁽¹⁶⁾.

A partir de cette définition, il est possible de classer les holdings en deux groupes :

- d'une part, **les holdings financières**, dont l'objectif est la recherche d'un rendement financier et de plus-values de cessions ;

- d'autre part, **les holdings industrielles**, qui cherchent à influencer le développement et la stratégie des groupes dans lesquels elles interviennent.

Les holdings ont fait jusqu'ici l'objet de peu d'études, si ce n'est celles consacrées aux holdings en tant qu'outil d'organisation des groupes de sociétés. Il existe en revanche une littérature abondante sur un type de fonds d'investissement dont les caractéristiques et la problématique sont similaires à celles des holdings. Ce type de fonds d'investissement porte le nom de «closed-end fund» aux Etats-Unis et de sociétés d'investissement à capital fermé (Sicaf) en France.

Un «closed-end fund» est un fonds d'investissement dont l'actif est composé de nombreuses lignes de valeurs mobilières cotées mais, à l'inverse de la plupart des autres fonds d'investissement, le capital d'un «closed-end fund» est composé d'un nombre déterminé de parts que l'on peut échanger sur les marchés.

La problématique générale des «closed-end funds» comme celle des holdings résulte dans la constatation faite empiriquement que les parts de «closed-end fund» se traitent à un prix inférieur à leur actif net réévalué.

Un certain nombre d'hypothèses ont été avancées pour tenter d'expliquer partiellement ou totalement l'existence de la décote des «closed-end fund». Les principales sont :

- **L'hypothèse fiscale** : les investisseurs subissent une double imposition, une première fois à l'échelon du fonds dans le cas où celui-ci perçoit des dividendes ou extériorise des plus-values, et une seconde fois à celui du particulier, qui est imposé au titre des dividendes et des plus-values qu'il perçoit du fait de la détention de parts de «closed-end fund».

- **La politique de distribution des dividendes** : les dividendes encaissés par les «closed-end funds» sont soit réinvestis soit redistribués aux investisseurs, mais avec un décalage dans le temps.

- **Les bénéficiaires privés**, c'est-à-dire par le fait que les principaux actionnaires du fonds captent une partie des profits privés qui peuvent être monétaires ou non monétaires (par exemple se servir du fonds pour contrôler une autre société).

- **Les titres immobilisés** : certains fonds investissent une grande partie de leur portefeuille dans des titres qu'ils s'engagent à garder durant plusieurs années et qui correspondent à des placements à long terme, non rentables à courte échéance, ou à des titres bloqués pour des raisons légales.

- **La détention de titres étrangers** : ces titres sont parfois soumis par les autorités nationales ou par les autorités du pays concerné à certaines taxes ou restrictions ayant une influence sur le rendement de ces titres.

- **Les frais de gestion**, qui amoindrissent les revenus du fonds.

En pratique, les analystes du secteur des holdings considèrent que les principaux facteurs explicatifs de la décote sont :

- l'absence de visibilité sur un groupe diversifié : à l'inverse, si la politique de communication des dirigeants est claire, cette décote sera moindre ;

- l'impact fiscal des plus-values latentes ;

- la décote de minorité liée à l'absence de contrôle de la holding sur la plupart des participations ;

- la décote d'illiquidité, c'est-à-dire la fonction du niveau de liquidité des actifs possédés par la holding mais également de leur rendement.

B. La détermination de la décote de holding

La position de l'administration fiscale consiste à retenir une décote de holding forfaitaire le plus souvent de 20 % (qui peut se cumuler avec la décote d'illiquidité dans le cas d'une holding non cotée).

Contrairement à la décote d'illiquidité, il existe cependant de nombreuses études mesurant, pour les holdings cotées, les décotes constatées entre leurs cours boursiers et leur actif net réévalué (ANR), dès lors que ce dernier est constitué de sociétés cotées.

Même si les retraitements effectués pour obtenir l'ANR peuvent expliquer une partie des décotes constatées, celles-ci sont généralement comprises entre 30 % et 40 % et peuvent même aller jusqu'à 50 % dans le cas d'une holding de contrôle⁽¹⁷⁾.

Face au niveau élevé de ces décotes, les dirigeants de holding cherchent à mettre en place des stratégies de réduction de ces décotes dont les plus courantes sont les rachats d'actions et la simplification des structures pour éviter les cascades de holdings qui multiplient d'autant les décotes subies.

Afin d'apprécier la décote de holding applicable à un cas d'espèce, nous recommandons donc de retenir une décote de holding moyenne constatée sur des holdings cotées ayant la même nature d'actifs que la holding étudiée sur laquelle une décote d'illiquidité

16. F. ROURE, «Groupes et sociétés holdings pures en France : composition et performances», thèse Paris IX, 1980

17. Comme FFP, holding patrimoniale de la famille Peugeot

pourra être appliquée (cf. supra), ou à défaut, de retenir une décote de holding moyenne de l'ordre de 30 % et de l'ajuster pour tenir compte des facteurs exposés précédemment :

- **l'absence de visibilité sur un groupe diversifié** : à l'inverse, si la politique de communication des dirigeants est claire, cette décote sera moindre ;
- **l'impact fiscal des plus-values latentes** ;
- la décote de minorité liée à l'absence de contrôle de la holding sur la plupart des participations ;
- **la décote d'illiquidité**, qui est fonction du niveau de liquidité des actifs possédés par la holding mais également de leur rendement.

CONCLUSION

La détermination des primes et des décotes est un exercice difficile, car il nécessite de prendre en compte l'ensemble des caractéristiques des sociétés ainsi que les rapports de force entre actionnaires tels qu'ils résultent de leur position relative.

L'étude séparée des primes de contrôle, décotes de minorité, décotes d'illiquidité et décotes de holding ne doit pas faire oublier que bien souvent elles peuvent se cumuler ; ainsi, il est possible d'évaluer une participation minoritaire dans une holding non cotée !

Ce thème des primes et décotes fait souvent l'objet de débats longs et difficiles dans les négociations entre acheteurs et vendeurs, mais également entre l'administration fiscale et les propriétaires de titres.

Nous ne prétendons pas fournir des solutions toutes faites, mais plutôt insister sur le fait que la détermination de primes et décotes doit être validée par un raisonnement construit et argumenté au cas d'espèce.

Sur la base de primes et décotes moyennes,

Cinq points clés

1. Les primes et décotes résultent d'une différence entre un prix de marché et une valeur fondamentale estimée par l'évaluateur. Concernant celle-ci, il ne faut pas omettre de prendre en compte le contexte légal ou réglementaire de l'évaluation.
2. Se garder d'appliquer des primes et décotes standards et forfaitaires. Il vaut mieux raisonner de manière relative à partir de primes et décotes moyennes à ajuster pour tenir compte des spécificités de chaque cas d'espèce.
3. Les primes et décotes ne sont que le reflet d'un rapport de force à un instant donné dans une négociation entre un acheteur et un vendeur.
4. Ne pas confondre la valeur des synergies et la prime de contrôle.
5. Ne pas confondre les décotes d'illiquidité applicables aux blocs de contrôle et aux participations minoritaires.

notre approche vise à proposer une estimation par une approche relative des primes et décotes applicables à une situation donnée.

Ainsi, face à la question fréquemment posée aux évaluateurs, «Quels niveaux de primes et de décotes puis-je retenir dans un montage financier ?», il importe de faire comprendre aux dirigeants d'entreprise que la réponse ne peut résider que dans la réalisation d'une analyse multicritère à l'appui d'une estimation dont seul le résultat de la négociation, et donc la révélation du rapport de force réel entre les parties en présence, dira s'il était ou non pertinent ■

Le thème de notre prochain dossier

Les nouvelles pratiques en matière de produits dérivés

Rubrique coordonnée par Frédérique Garrouste

L'expertise d'Option Finance n° 704

Pour compléter votre collection, au 01 46 48 49 36