

Valeur et prix

Maurice NUSSENBAUM
Professeur des universités à l'Université Paris IX Dauphine
Expert financier agréé par la Cour de cassation
Président de Sorgem Evaluation

La distinction entre valeur et prix est un sujet très ancien car déjà dans la Bible un écart de plus d'un sixième entre une valeur, exprimée par un prix de marché servant de repère, et le prix d'une transaction particulière, était considéré comme une tromperie pouvant donner lieu à l'annulation de la transaction¹.

Le droit reconnaît un caractère subjectif au prix parce qu'il résulte d'une négociation plus ou moins équilibrée entre des parties plus ou moins égales : le prix peut aussi bien être négocié qu'imposé.

Il est donc clairement influencé par les conditions de sa détermination : équilibre entre les parties, conditions de fonctionnement des marchés, plus ou moins grande liquidité sur le marché sur lequel l'actif est échangé.

Par contre la valeur aurait un caractère objectif, elle constitue certes une qualité essentielle de la chose mais qui vient après ses caractéristiques et sa substance, et en plus relève de l'appréciation économique. La juste mesure de la valeur correspondrait au juste prix de Saint Thomas d'Aquin (par opposition au prix tout court)². Elle peut être déterminée par des experts ayant recours à des méthodes objectives et transparentes faisant appel à des paramètres pouvant faire l'objet de discussions et de justifications.

Nous allons montrer que pour l'économiste le prix peut aussi être un révélateur de la valeur et que l'opposition entre prix et valeur est beaucoup moins fondamentale qu'une approche dogmatique pourrait le laisser penser.

En effet, le prix peut s'induire de la valeur. C'est le cas lorsqu'il est déterminé à dire d'expert et l'observation des prix sur un marché, notamment dans le cas des biens immobiliers, constitue une base importante pour déterminer la valeur.

Par ailleurs l'analyse des motifs de contestation des rapports d'expertise, portant la valeur, permet souvent de montrer que la détermination de la valeur repose sur des choix subjectifs.

1. H. ATLAN, « De la fraude : le monde de l'ornia », Seuil, Paris, 2010, chap. VI : « Plus ou moins qu'un sixième ».
2. Saint Thomas d'Aquin, après Aristote, va poser les bases de la différence entre valeur et prix puisque la première notion qui correspond au juste prix est fonction du coût du travail et d'un profit modéré alors que le prix effectif dépend des circonstances de la transaction et du pouvoir respectif des protagonistes.

I – Les fondements respectifs du prix et de la valeur

1. 1. Les différents concepts de la valeur

Par l'analyse économique, il n'existe pas de définition unique de la valeur mais des définitions différentes selon les courants de pensée : elle peut être soit objective et fondée sur des coûts, soit subjective et reposer sur l'utilité des biens.

Pour le droit des affaires, la détermination de la valeur a une portée essentielle-fonctionnelle :

En l'absence d'échange, notamment dans un contexte fiscal, le but est de déterminer une base taxable (ex. ISF) et l'on vérifie si la valeur indiquée correspond à une valeur vénale. Il s'agit d'une notion substantielle.

Il en est de même dans un contexte de liquidation de communauté ainsi que pour des opérations hors marché où là encore on recherche une notion substantielle de la valeur, en l'espèce la valeur vénale.

Cette **approche fonctionnelle** de la valeur conduit ainsi à différents concepts de valeur qui **sont énoncés par les normes comptables internationales (IFRS)** :

1. 1. 1. La juste valeur ou « fair value » et la « fair market value »

En parallèle avec la notion de juste prix évoquée plus haut, les normes comptables ont proposé celle de juste valeur qui a tout d'abord été définie dans l'IFRS 13 (juste valeur ou *fair value*) comme le montant pour lequel un actif pouvait être échangé ou un passif éteint entre parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale.

En janvier 2013, cette définition est modifiée et devient : le prix qui serait reçu pour la vente d'un actif ou payé pour le transfert d'un passif lors d'une transaction normale entre les intervenants du marché à la date de la transaction.

La première définition restait critiquable pour les raisons suivantes :

- elle évoquait la notion d'échange et non de transaction, ce qui ne permettait pas de dire s'il s'agissait d'un prix d'achat ou de vente ;
- elle ne précisait pas le moment de la transaction comme référence du prix ;
- elle ne précisait pas que les parties bien informées et consentantes procédaient à l'échange lors d'une transaction normale de marché.

Par ailleurs, l'IFRS 13 a précisé en janvier 2013 que le marché de référence servant à l'évaluation de la juste valeur doit être le marché principal (ou le plus avantageux) dans le cadre d'une utilisation optimale du bien, c'est-à-dire celui qui va permettre de maximiser le prix à recevoir et non la juste valeur³. La notion d'utilisation optimale peut résulter d'une utilisation différente du bien évalué avec changement de destination, notamment pour des actifs immobiliers.

À côté de la *fair value*, la « fair market value », met l'accent sur les conditions d'un échange effectif sur un marché. Elle peut intégrer des décotes (dans un cadre fiscal)

pour passer de la valeur théorique à une valeur réalisable sur un marché.

La notion « d'investissement value » contredit le caractère objectif de la valeur puisqu'elle correspond à la valeur pour un acquéreur particulier déterminé en fonction de ses perspectives et en y intégrant les synergies dont il compte bénéficier.

1. 1. 2. La valeur d'utilité

L'IAS 36, consacrée à la dépréciation des actifs, a défini les notions de valeur recouvrable et de valeur d'utilité : la valeur recouvrable apparaissant comme le montant le plus élevé entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité.

Si la juste valeur, comme il a été indiqué plus haut, correspond à un prix de marché, la valeur d'utilité correspond à la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs susceptibles d'être générés par l'actif durant sa période d'utilisation.

Il existe tout un ensemble de règles définies par l'IAS 36 pour déterminer cette valeur d'utilité :

- établir tout d'abord des flux (*cash flow*) sur la base d'hypothèses raisonnables et documentées représentant la meilleure estimation du management sur une période maximale de 5 ans en excluant les flux résultant de restructurations futures et de l'impôt ;
- extrapoler ces flux sur la base d'un taux de croissance stable ou décroissant sans excéder le taux attendu à moyen terme dans le pays, le secteur ou sur les produits concernés ;
- estimer la valeur actualisée des flux en utilisant un taux reflétant la valeur temps de l'argent et les risques spécifiques non pris en compte dans les flux.

On considère également la valeur d'usage (notion comparable à la valeur d'utilité présentée plus haut) qui est calculée en fonction de l'utilité procurée par le bien et non de sa valeur marchande ou valeur vénale.

Il existe encore d'autres concepts de valeur plus contextuels dont on peut retenir les deux suivants : valeur d'assurance et valeur fiscale *Valeur d'assurance et valeur fiscale*.

a. Valeur d'assurance

C'est théoriquement celle pour laquelle un bien est assuré. Elle doit correspondre à la valeur « réelle ». Elle sert de base aux versements des primes annuelles d'assurance et de base de discussion pour le montant éventuel des indemnités en cas de sinistre.

Elle recouvre deux notions :

- la valeur à neuf ;
- la valeur à neuf, vétusté déduite (il s'agit de la « valeur à neuf » sur laquelle est appliqué un coefficient de vétusté tenant compte de l'âge du bien et de son état d'entretien).

Le droit des assurances reconnaît qu'il puisse y avoir un décalage entre la valeur d'usage et la valeur vénale.

b. Valeur fiscale

En théorie, il s'agit de la valorisation d'un actif par l'application d'une ou plusieurs règles ou principes fiscaux. Elle peut donc être différente des concepts définis

3. C. Abbey et al., « Estimation de la juste valeur des actifs corporels selon IFRS 13 », *Option Finances*, n° 1230 du 15 juillet 2013, pp. 30-33.

précédemment et sert à déterminer une assiette d'imposition.

Il existe cependant des limites à l'écart entre valeur fiscale et économique puisqu'en matière d'ISF, l'administration recommande de rechercher la valeur vénale du bien à travers différentes méthodes dont l'approche comparative, notamment en matière d'immeuble.

Celle-ci consiste à déterminer la valeur d'un immeuble par référence aux prix de vente d'immeubles comparables.

Selon la jurisprudence de la Cour de cassation, l'estimation de la valeur d'un bien doit s'appuyer sur des comparaisons avec des biens similaires en droit et en fait.

Les autres méthodes sont l'approche par le revenu, méthode acceptée pour les biens loués et par les surfaces.

En conclusion sur cette analyse de la valeur, on peut noter qu'il existe deux tendances complémentaires :

- la première détermine la juste valeur en référence à des transactions comparables sur un marché fonctionnant de manière normale et entre acteurs non obligés de vendre ou d'acheter ;
- la seconde (valeur d'usage ou d'utilité) se fonde sur les revenus que l'actif sera susceptible de générer dans l'avenir.

1. 2 Les écarts entre juste valeur et valeur d'utilité

Peut-il y avoir dissociation entre juste valeur et valeur d'utilité ? La réponse de la théorie serait plutôt négative : dans un marché concurrentiel fonctionnant normalement, la valeur d'utilité devrait se rapprocher de la valeur de marché ou juste valeur et l'on utiliserait la valeur d'utilité en l'absence de référence fiable à des valeurs de marché.

En fait, la réalité est plus complexe, puisque, comme le montre l'IAS 36, les deux concepts peuvent conduire à des résultats différents, et on a recours à la valeur recouvrable, définie comme le montant le plus élevé entre la juste valeur nette des coûts de vente et la valeur d'utilité.

II – De la valeur au prix

Le droit considère le prix comme une notion subjective car fixé par des parties contractantes. Il faut prendre en compte les différents contextes de sa détermination du prix pour analyser ses relations avec la valeur. Le cadre de référence est celui des marchés organisés fonctionnant de manière satisfaisante et permettant une libre confrontation de l'offre et de la demande. Par rapport à cette situation, les situations d'illiquidité vont venir creuser l'écart entre valeur et prix (§2.1). D'autres situations vont entraîner l'apparition de décotes par rapport à la valeur (§2.2). Il faut également analyser les contextes hors marché : il s'agit de la fixation de gré à gré (§2.3) et de la fixation par un tiers (§2.4).

1. 3. Les anomalies de marché (illiquidité, bulle spéculative...) comme cause d'écart entre valeur et prix

Comme l'a montré la crise financière récente, la notion de marché fonctionnant normalement peut être discutée et les phénomènes d'illiquidité peuvent conduire à des prix de marché très inférieurs à ce qu'ils pourraient être dans des conditions optimales. De ce fait, la valeur d'utilité peut s'avérer supérieure aux prix de marché dès lors que la prime d'illiquidité n'est pas prise en compte pour actualiser les revenus futurs.

Des analyses récentes ont, en effet, montré⁴ que la différence de rendement, toutes choses égales par ailleurs, entre le quintile des actions cotées les plus liquides et les moins liquides était d'environ 1 %, ce qui entraîne un impact sur la valeur d'au moins 10 %, et cela en dehors de toute circonstance anormale en termes de fonctionnement des marchés.

Dès lors que l'on introduit des contraintes sur la commercialisation des titres considérés, les décotes peuvent atteindre 30 à 40 % (Études de Moroney et Maher citées par Damodaran⁵).

En période de crise, comme l'a montré la crise des *subprimes*, l'illiquidité peut entraîner des dépréciations bien plus considérables (les *spreads* sur les CMBS par rapport aux bons du Trésor se sont accrus de 3 100 bps entre le 14 septembre 2007 et le 20 mars 2009)⁶.

Par ailleurs, les phénomènes de bulles spéculatives conduisent à des déséquilibres de fonctionnement des marchés et par là même à des prix très différents de la valeur d'utilité. On parle en effet de bulle lorsque la logique de détermination des prix devient essentiellement « auto-référentielle »⁷.

Ainsi, si en théorie le prix peut coïncider avec la valeur, il est fortement conditionné par les conditions effectives de fonctionnement des marchés et affecté à la fois par les problèmes d'illiquidité et de bulles spéculatives.

1. 4. La question des primes et décotes⁸

Entre la valeur de référence que constitue la juste valeur, qui correspond à la valeur actuelle des flux correspondant à toutes les anticipations possibles pondérées par leur probabilité d'occurrence et le prix d'une transaction, peuvent intervenir, à

4. YAKOV AMIHUD, ALLANDEEN HAMEED, WENJINKANG ET HUIPING ZHANG "The illiquidity premium : international evidence" - SSRN, déc. 2012.
 5. DAMODARAN A., "The value of liquidity" Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, John Wiley & Sons, August 4, 2006, pp. 497-539; MAHER J., "Discounts for Lack of Marketability for Closely-Held Business Interests" Taxes, pp. 562-571 - September 1976; MORONEY R., "Most Courts Overvalue Closely-Held Stocks" Taxes, pp. 144-156, March 1973.
 6. CINDY W. MA & ANDREW MAC NAMARA HOULIHAN LOKEY, "The Price of illiquidity : valuation approaches across asset classes", Dec. 1, 2009.
 7. Cf. Wikipédia : Bulle (économie).
 8. Cf. SFEV (Société française des évaluateurs), Groupe de travail. Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, 2008. M. NUSSENBAUM, « La prime de contrôle d'une société », *Revue de jurisprudence commerciale*, 42^e année, n° 11.
- M. NUSSENBAUM, « Prime de contrôle décote, de minorité et d'illiquidité », *Revue jurisprudence commerciale*, nov. 1998.
- M. NUSSENBAUM et C. KARSENTI, « Évaluation d'entreprise : comment calculer les primes ou les décotes », *Option Finance*, n° 709, p. 27-33.

côté des situations d'illiquidité, d'autres cas justifiant de primes ou décotes :

- la valeur pour un investisseur donné peut être supérieure à la valeur d'utilité (de référence) qui constitue une moyenne du fait des synergies qu'il compte obtenir du contrôle : on parlera de prime de contrôle ;
- elle peut aussi être inférieure dans le cas de minorités ne bénéficiant pas de protections spécifiques (droit de sortie conjoint notamment ou bien sociétés cotées). Cette notion fait l'objet de controverse et est souvent associée à la décote d'illiquidité ;
- la décote de taille : elle est observée pour les sociétés non cotées par rapport aux sociétés cotées ou encore, à l'intérieur des sociétés cotées, entre les plus grosses et les plus petites capitalisations ;
- les décotes de *holding* et de conglomérat par rapport à la juste valeur des actifs qui les composent.

1. 5. La fixation du prix de gré à gré par les parties contractantes

Le cas le plus général de la détermination du prix est celle d'une transaction effectuée entre des parties contractantes.

Si la question du prix est posée en droit, on pense immédiatement à « la somme d'argent qu'il faut donner pour obtenir un bien ou un service matériel ou immatériel »⁹.

C'est ainsi que G. Cornu¹⁰ définit le prix comme ce que vaut en argent une chose ; le montant de la somme d'argent qu'elle représente, sa valeur pécuniaire, en général calculée d'après sa valeur vénale.

Le prix est un des éléments du contrat et les parties sont libres de ne pas contracter.

Dans l'absolu, le prix sera déterminé librement entre les parties, le juge n'intervenant qu'en cas d'abus et notamment en cas de vice du consentement et de déloyauté dans les discussions. À cet égard, les obligations d'informer sont assez précises pour définir le cadre des transactions loyalement formées.

En effet, les parties vont contracter librement et fixer un prix. Elles vont théoriquement le faire rationnellement, le vendeur proposant le prix qui correspond au sacrifice de se séparer de la chose et l'acheteur en fonction de l'avantage qu'il en tire. Le prix va ainsi être déterminé par les parties, qu'il soit juste ou non, et la partie qui s'estimera lésée ne pourra saisir le juge qu'en cas d'abus patent (on peut citer dans le domaine particulier de l'immobilier la rescision des 7/12^e dans le prix de vente d'un immeuble) ou bien le cas du prix « abusif » en matière de droit de concurrence lorsqu'il « présente un écart injustifié à la hausse ou à la baisse (à l'extrême prix prédateur) par rapport à celui que l'ajustement de l'offre et de la demande aurait dû produire »¹¹ ; cependant, en l'espèce, ce qui est en cause n'est pas le prix mais les pratiques anticoncurrentielles prohibées qui conduisent au prix abusif.

Le prix peut également naturellement échapper au jeu du marché dès lors qu'il est régulé par l'État.

9. M.-A. FRISON-ROCHE, « Qu'est-ce qu'un prix en droit ? Du droit des contrats au droit de la régulation », *Études à la mémoire de Fernand-Charles JANTHÉ*, Lexis Nexis, 2010, p. 177.

10. G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, 9^e éd., chap. v, *Valeur*.

11. M.-A. FRISON-ROCHE, *op.cit.*, p. 181.

1. 6. La fixation du prix par un tiers

1.6.1 Le tiers mandataire commun des parties : l'article 1592 du Code civil

Dans tous les cas où les parties sont d'accord pour vendre mais ne s'accordent pas sur le prix, elles peuvent s'en remettre à un mandataire commun désigné par elle ou par le juge. Il en est de même lorsque les statuts prévoient qu'en cas de retrait d'un associé, ses parts doivent lui être rachetées. Là encore un tiers peut intervenir. S'agissant de statuts, par nature d'ordre public, le mandataire sera chargé de déterminer la valeur et sera un mandataire du juge et non des parties.

Deux articles du Code civil encadrent les procédures prévues pour confier à un tiers, mandataire, le soin de fixer le prix.

En cas de désaccord entre les parties par la fixation du prix, celui-ci « peut être laissé à l'arbitrage d'un tiers, si le tiers ne veut pas, ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente » (art. 1592, C. civ.). Dans ce cas, le tiers est le mandataire commun des parties.

De même, l'article 1843-4 précise que, dans tous les cas où sont prévus la cessation des droits sociaux d'un associé, ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur des droits est déterminée, en cas de contestation, par un expert désigné soit par les parties, soit, à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du président du tribunal statuant en la forme de référé et sans recours possible. Dans ce cas, le mandataire est celui du juge et non des parties.

Dans le premier cas (art. 1592), le tiers « estime » le prix ; dans le second, il détermine « la valeur ». Donc en fait, seul l'article 1592 propose un mécanisme pour déterminer le prix alors que l'article 1843-4 détermine une procédure pour déterminer la valeur.

En dépit de ces différences de rédaction, on considère généralement que le résultat est le même : il s'agit de déterminer « la valeur la plus objective possible »¹².

Dans certains cas cependant, les parties ont pu prévoir que le prix sera encadré dans des fourchettes ou encore elles ont pu préciser les méthodes à mettre en œuvre pour y parvenir. Il y a alors dissociation entre détermination du prix et la valeur. Cependant, on observe que de telles dispositions prévalables à l'évaluation ont pu être annulées par la jurisprudence lorsqu'elles relevaient de l'article 1843-4.

On constate donc que lorsque la détermination du prix est soumise à un tiers, celui-ci devra le fixer à partir d'une méthode retenue par les parties dans le cadre de l'article 1592, bien que cette faculté soit aujourd'hui discutée en cas de contestation par une partie s'estimant lésée ou bien à partir de la valeur objective du bien considéré.

1. 6. 2 La fixation du prix par référence à la valeur : quelle est l'étendue de la liberté de l'expert ?

Comme on l'a noté, dans de nombreux cas, le tiers chargé de déterminer un prix se réfère à la valeur s'il n'est pas tenu par une formule préétablie.

12. COZIAN, VIANDIER et DEBOISSY, *Droit des sociétés*, 26^e éd., Lexis Nexis, n° 08/2013.

La question se pose alors de savoir de quelle valeur il s'agit.

Il paraît clair, dès lors que l'on se situe dans le contexte soit d'une vente, soit d'une cession de droits sociaux (art. 1843-4) que le concept de valeur qui doit être mis en œuvre est celui de valeur vénale et non de valeur d'utilité ou d'usage, qui supposerait la seule évaluation dans le cadre de la poursuite de l'exploitation par le propriétaire actuel.

Au-delà de la liberté apparente laissée à l'expert pour déterminer la valeur, quel est le standard applicable à l'évaluation de la valeur selon l'article 1843-4 ? Celui-ci n'étant pas explicitement précisé, il s'agit tout d'abord d'une application des règles de l'art dont le défaut peut conduire la victime à invoquer une faute, même ordinaire dès lors qu'il est démontré que cela n'a pas été le cas. Une telle faute engage la responsabilité civile de l'expert. Cela ne suffit cependant pas à entraîner la nullité du rapport puisqu'une erreur grossière est nécessaire pour entraîner la désignation d'un nouvel expert¹³.

Une telle erreur peut porter aussi bien sur la nature de la valeur à rechercher (valeur liquidative au lieu de valeur vénale) ou bien sur une modification du « sens de la mission confiée »¹⁴ ou bien sur une erreur concernant la date de l'évaluation¹⁵ : la valeur des droits sociaux doit être appréciée à la date la plus proche de celle du remboursement de la valeur de ces droits (et non à la date de l'arrêt ayant autorisé le retrait).

À l'inverse la non-application par l'expert de la méthode prévue dans les statuts pour la remplacer par la propre méthodologie de l'expert ne constitue pas une erreur grossière¹⁶.

En effet, la Cour relève « que l'expert n'est pas tenu par les clauses statutaires et qu'il a toute latitude pour déterminer la valeur des titres selon les critères qu'il jugerait opportuns » à condition qu'il ait pris soin d'examiner la méthode de valorisation retenue par les statuts et qu'il ait justifié sa méthodologie.

La liberté de l'expert quant au choix de la méthode est donc réaffirmée par la jurisprudence et sa seule limite, outre la mise en cause de la responsabilité civile de l'expert qui n'a pas utilisé sa liberté en observant les règles de l'art, est l'erreur grossière.

Il n'existe pas de définition satisfaisante de l'erreur grossière si ce n'est un catalogue de situations où elle a été retenue et qui ont principalement en commun des éléments juridiques (tels que la date de l'évaluation). Lorsqu'il s'agit d'application de la méthode, les erreurs relèveront plutôt de la faute ordinaire.

Si la jurisprudence consacre la totale liberté de l'expert, dans le cadre de l'article 1843-4, pour déterminer la valeur, la question est aujourd'hui hautement controversée dans le contexte de l'article 1592 dont l'objet est de fixer un prix.

Dans une décision récente¹⁷, la Cour de cassation a censuré un arrêt du 1^{er} avril 2010 de la Cour d'appel de Paris qui avait retenu l'application de la « charte des associés au groupe Compta France » pour déterminer le prix applicable à la promesse de vente irrévocable signée par un dirigeant, au motif que le salarié invoquait l'article 1843-4 alors qu'il avait approuvé la charte des associés ; la Cour a considéré, qu'en

cas de contestation, c'est un expert, désigné en vertu de l'article 1843-4 qui définit la valeur des droits.

On était donc plutôt dans le cadre de l'application des volontés des parties exprimées dans un cadre contractuel et non dans un cadre statutaire.

Les commentateurs y voient soit la fin des dispositions contractuelles pour fixer un prix¹⁸, soit l'extension de l'application de l'article 1843-4 à toutes les situations où la cession n'est pas spontanément voulue par les parties mais se trouve imposée par de règles législatives, statutaires ou extrastatutaires ; il n'est pas applicable en cas de promesse de vente librement consentie selon un prix déterminable sur des éléments objectifs¹⁹.

Ce serait donc plus une extension de l'application de l'article 1843-4 à des dispositions extrastatutaires, pouvant être imposées par le comité de direction, que la fin de la liberté de procéder à une évaluation selon des règles contractuelles consenties par les parties²⁰.

Il y a cependant des incertitudes concernant les cessions prévues dans les pactes et cas de départ d'un dirigeant, notamment lors d'une révocation ou d'un licenciement. On a donc compris que le principe du caractère objectif de la valeur peut-être discuté à travers sa mise en œuvre concrète ce qui peut permettre (en dehors des erreurs grossières examinées plus haut) de mettre en cause la responsabilité de l'expert.

Mais il faudra que les erreurs invoquées aient un impact significatif sur la valeur ou le prix et que l'on puisse démontrer leur existence dans un contexte technique difficilement appréhendable par le juge.

1.7. L'appréciation du caractère équitable du prix dans le cadre des expertises indépendantes

Dans différentes situations soulevant des difficultés qui ne pouvaient être réglées par le seul fonctionnement du marché, le législateur a prévu l'intervention d'un expert indépendant pour déterminer le caractère équitable du prix proposé pour l'introduction d'une opération sur le capital.

Afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix, l'expert met en œuvre une approche multicritère reposant sur plusieurs méthodes d'évaluation qui ont été rattachées par l'AMF (Règlement général relatif aux expertises indépendantes 28/9/2006). Elles comprennent essentiellement une approche intrinsèque du type DCF (ou *Discounted Cash Flows*), une approche analogique en recherchant des sociétés cotées comparables ou des transactions comparables de manière à dégager des multiples de référence (de bénéfice, d'EBIT ou d'EBITDA), et l'actif net réévalué (ANR) dans le cas des holdings. Il s'agit donc, autant que cela soit possible, de reconstituer ce que donnerait un marché fonctionnant de manière concurrentielle pour aboutir au prix le plus élevé que le vendeur aurait pu en obtenir²¹.

L'AMF a rappelé et précisé, dans sa recommandation du 27 juillet 2010 sur les

18. B. DONDERO, *Semaine Juridique – Entreprise et Affaires*, n° 1, 3 janv. 2013, 1000.

19. CA Versailles, 10 sept. 2009, n° 05/01862 et 08/06170 joints, D. 2009, obs. K. A. LIENHARD et 2010, 2797

obs. J.-C. HALLOUTIN, Z. LAMAZEROLLES et A. RABREAU.

20. A. COURET, *Recueil Dalloz* 2013, p. 147.

21. Cass. civ. 3^e, 21 juill. 1999, pourvoi n° 9 6-22185, *Bull. civ.*, 1999, III, n° 187, p. 128.

13. Cass. com., 4 nov. 1987, *Bull. civ.* IV, n° 226.

14. Cass. com., 25 nov. 2003, *Bull. civ.* IV, n° 242.

15. Cass. com., 4 mai 2010, n° 08-20-693 et Cass. com., 15 janv. 2013, n° 12-11666.

16. Cass. com., 4 déc. 2012, n° 11-26-520, FS-D, *Société civile de Mousquetaria et Coustaller*, *JurisData*, n° 2012-028369.

17. Cass. com., 4 déc. 2012, n° 10-16280, F-P+B, C d'USA *compta France*, *JurisData*, n° 2012-028238.

expertises indépendantes, ce qu'elle avait déjà prévu dans son règlement général du 28 septembre 2006, en ajoutant des nouvelles dispositions relatives à l'expertise indépendante²², constatant notamment à indiquer qu'il revenait au conseil d'administration de valider le plan d'affaires de l'entreprise et la remettre à l'expert indépendant qui met en œuvre une méthodologie multicritère en s'appuyant sur les deux familles de méthodes d'évaluation évoquées ci-dessus, que sont :

- les approches analogiques qui « consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur, soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet de transactions récentes dont les caractéristiques ont été rendues publiques ;
- les approches intrinsèques consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et, dans certains cas, l'actif net réévalué).

L'objet de l'expertise indépendante n'est pas de déterminer un prix mais de dire s'il est équitable pour les actionnaires minoritaires ou si l'opération proposée ne leur est pas défavorable.

Elle avait dans un premier temps été consacrée avec l'introduction, fin 1993, du retrait obligatoire afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé par l'initiateur du retrait.

Elle s'est ensuite développée dans le cadre des offres publiques à la suite des recommandations de la Commission Naulot de 2005²³.

Le Titre VI du Livre II du Règlement général de l'AMF l'a étendue à tous les cas où l'offre considérée est susceptible de générer un conflit d'intérêts ou de porter atteinte à l'égalité des actionnaires. Elle est également applicable aux augmentations de capital réservées avec une forte décote.

La mission de l'expert est de déterminer le caractère équitable du prix proposé à l'aide d'une évaluation de la société visée par l'offre ou par l'augmentation de capital.

La question est donc de savoir quelle est la nature du résultat de l'expertise : elle se conclut en constatant le caractère équitable ou non pour les actionnaires du prix proposé. Il ne s'agit donc pas de le modifier, ce qui ne relève pas du pouvoir de l'expert.

Sa mission consiste à réaliser un travail complet d'évaluation de la société et en s'appuyant sur les méthodes analogiques et intrinsèques décrites plus haut²⁴, sans se limiter à la seule revue des travaux effectués, notamment par les banques présentes dans le cadre d'une offre publique.

Il établit son rapport avec transparence, en remettant un rapport détaillé permettant de connaître ses hypothèses et son raisonnement, et met en œuvre pour le réaliser un esprit critique en appréciant le caractère raisonnable des hypothèses et du plan d'affaires qui lui sont communiqués.

Sa conclusion le conduit à positionner le prix d'offre par rapport aux valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation tout en observant que l'Autorité des marchés

financiers considère en pratique que le prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois précédant le dépôt d'une offre constitue un prix minimum.

À l'inverse, les références comptables à l'ANR (actif net réévalué ou ANC, actif net corrigé) ne constituent pas un prix minimum.

- C'est ainsi que l'attestation d'équité comprend deux acceptions :
 - le caractère équitable du prix dans le cadre d'un retrait obligatoire où l'expert s'exprime sur le caractère « suffisant » du prix en vue d'informer les actionnaires minoritaires ;
 - dans les autres cas, elle porte un « jugement global » sur une opération afin d'éclairer le jugement du conseil et des actionnaires et atteste de l'équité de sa conception si ce n'est pas son résultat²⁵.

III – La relativité du caractère objectif de l'évaluation du fait de la pluralité des valeurs

Non seulement la recherche de la valeur implique de la part de l'expert des jugements subjectifs mais, en plus, la valeur peut différer selon les parties en présence.

3.1. Le caractère subjectif de la valeur illustré par la théorie des enchères

Si la valeur constitue en théorie un caractère objectif de la chose, elle est en fait, elle aussi, dépendante de la partie concernée : il existe une valeur pour le vendeur (valeur intrinsèque ou valeur vénale) et une valeur pour l'acquéreur (ou valeur d'investissement qui prend en compte ses intentions et la synergie dont il escompte bénéficier).

Cette dualité de valeur ne fait-elle pas perdre au concept de valeur son caractère objectif ? Et pour déterminer la valeur faut-il effectivement prendre en compte les avantages que va en tirer l'acheteur ? Aller jusque-là conduit à assimiler la juste valeur à la valeur d'investissement qui est par nature subjective (c'est-à-dire liée au sujet qui investit). Cette valeur d'investissement rejoint-elle la notion de valeur vénale ?

En fait, la valeur vénale correspond elle-même au prix que l'utilisateur ayant la plus grande utilité du bien pourra offrir, et ce prix tiendra compte d'une partie des avantages qu'il retire de l'utilisation du bien, mais devrait se limiter au niveau maximum (plus 1 €) des avantages que procure le bien aux autres utilisateurs qui en ont une moins grande utilité au risque de lui faire perdre son intérêt pour l'acquisition. De ce fait, la valeur ne devrait pas intégrer les synergies dont l'acheteur ayant les plus grands avantages pour l'acquisition pourrait bénéficier.

Le raisonnement se fait donc par référence à la transaction et la valeur coïncide ici avec le prix. Celui-ci se fixe sur un marché par un processus d'enchères et le prix qui s'établit est le plus élevé parmi les prix possibles. On peut également démontrer que, comme pour la valeur, il n'intègre pas l'ensemble des synergies.

22. Cf. *Les attestations d'équité et l'expertise indépendante* par M. NUSSENBAUM et Th. VASSOÏNE, Ouvrage collectif sur les offres publiques, éditions Lexis-Nexis-Dalloz, 2009, p. 437-450 ; cf. « L'expertise indépendante » par M. NUSSENBAUM, Actes Pratiques & Ingénierie Sociétaire – Lexis Nexis – *Rechts Intelectual* dossier « Le retrait de la cote », n° 130, juillet-août 2013.

23. Rapp. du groupe de travail de M. NAULOT, *Revue mensuelle de l'Autorité des marchés financiers* n° 13, avr. 2005.

24. Cf. note 22.

25. J.-F. RENOLLE et D. SCHMIDT, « L'An I de la nouvelle expertise indépendante : réflexion critique », *Revue de Droit bancaire et financier*, sept.-oct. 2007, p. 5-16.

Au plan théorique, cette analyse a été développée dans la théorie des enchères par W. Vickrey. Celui-ci énonce qu'en adoptant le système de l'enchère au second prix dite enchère de Vickrey²⁶, l'enchérisseur a toujours intérêt à émettre une offre d'un montant égal à son évaluation réelle de l'objet (c'est-à-dire synergies incluses) à condition de ne payer que le second prix.

En effet, offrir un prix inférieur à ce qu'il serait prêt à payer au maximum diminue les chances qu'à l'enchérisseur de remporter les enchères sans accroître le gain qu'il réaliserait en cas de victoire (puisque le prix payé est indépendant du prix annoncé).

Cette analyse permet de conclure que le prix effectif ne comprend qu'une partie des synergies potentielles que l'acquéreur escompte obtenir de l'acquisition ; d'après le mécanisme de Vickrey, celle prise en compte dans le second prix. De ce fait, en s'assurant que l'acquéreur ne payera que le second prix qui deviendra le prix de marché, l'enchérisseur sera incité à proposer le prix le plus haut (synergies incluses).

Dans la réalité du marché des fusions-acquisitions, il arrive cependant que le prix effectif incorpore la totalité des synergies anticipées et même au-delà²⁷.

Il s'agit de situations où l'acquéreur, par une offre publique d'achat hostile, veut être certain d'obtenir la cible.

Si on en revient aux attestations d'experts indépendants supposées dire si le prix proposé correspond bien à la valeur et est de ce fait équitable, la question est donc de savoir si elles doivent prendre en compte les bénéfices attendus par l'initiateur ? On peut rappeler que la « fair value » s'entend de la valeur en « stand alone » pour un acteur du marché quelconque sans synergie particulière, et l'expert indépendant se limite à identifier une prime incluse dans le prix offert par rapport à la valeur intrinsèque, sans prendre en compte les conséquences d'un changement de contrôle et en s'appuyant sur le plan d'affaires du *management* en place.

Le partage des synergies attendues ne constitue donc pas un critère pour apprécier le caractère équitable du prix même si l'expert peut être amené à en examiner le contenu de manière à les rapprocher du montant de la prime offerte par l'initiateur.

3.2. Conclusion

Opposer le caractère objectif de la valeur à la subjectivité du prix, comme le fait l'approche juridique, connaît des limites même si la subjectif résulte de la situation d'échange dans laquelle le prix est déterminé. En effet, son encadrement actuel, pour protéger les actionnaires minoritaires, tend à lui conférer un caractère objectif et le rapprocher de la valeur. Quant à la valeur, elle est déterminée par un évaluateur dont la situation théorique revêt bien tous les atouts de l'objectivité, mais dont les hypothèses comportent le plus souvent, et notamment dans l'appréciation des projections futures, une dose de subjectivité qui peut remettre en cause en pratique le caractère objectif de la valeur.

De plus, la diversité des situations conduit à définir une grande variété de notions de valeurs qui tendent également à lui donner un caractère relatif. ■

26. Cf. Wikipédia : Théorie des enchères.

27. R. ROLLU, « The hubrys hypothesis of Corporate Takeovers », *The Journal of Business*, 1986, Vol. 59, n° 2.

DROIT BANCAIRE ET FINANCIER

Mélanges AEDBBF-France

VI

Sous la direction de

Alain Gourio

et

Jean-Jacques Daigre



Le pictogramme qui figure ci-contre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, particulièrement dans le domaine de l'édition technique et universitaire, le développement massif du photocopillage.

Le Code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements d'enseignement, provoquant une baisse brutale des achats de livres et de revues, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc que toute reproduction, partielle ou totale, de la présente publication est interdite sans autorisation de l'auteur, de son éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands Augustins – 75006 Paris).

ISBN : 978-2-86325-617-6 – Diffuseur : G70722

© REVUE BANQUE Édition – 18, rue La Fayette, 75009 – www.revue-banque.fr – 2013

Diffusé par les Éditions d'Organisation – 1, rue Thénard – 75240 Paris Cedex 05

La reproduction totale ou partielle de cet ouvrage, sans accord écrit de Revue Banque Édition, est interdite conformément aux dispositions du code de la propriété intellectuelle.