

Introduction

L'offre publique d'achat (OPA), l'offre publique d'échange (OPE) et l'offre mixte correspondent, en France, aux opérations de prise de contrôle. Le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) régit le déroulement de ces offres publiques. En amont de leur lancement, l'initiateur, avec l'aide de sa banque-conseil, réalise une analyse dont le but est de caractériser sa capacité de financement et de déterminer un prix d'offre à proposer aux détenteurs des titres de la société cible. Comme le souligne Bellalah (1998), un actionnaire cède ses actions à l'initiateur d'une offre seulement s'il estime que le prix proposé est satisfaisant. Par conséquent, la capitalisation boursière de la cible s'avère insuffisante pour constituer la référence du prix d'offre dans la mesure où l'évaluation doit arborer une approche multicritère.

Le lien direct qui réside entre la rentabilité obtenue des investissements d'une entreprise et la rentabilité exigée par ses investisseurs détermine la qualité de la politique d'investissement menée. En générant des flux de trésorerie tels qu'ils maximisent la création de valeur de l'actif économique, une politique d'investissement bien menée est synonyme d'une rentabilité de l'investissement obtenue supérieure à celle exigée par les investisseurs. La valeur économique des capitaux propres est alors accrue. En revanche, si la politique d'investissement échoue, l'actionnaire sanctionne l'entreprise en vendant ses titres. Elle est alors confrontée à des difficultés de financements dans la mesure où l'actif économique a été dévalorisé. Ainsi, l'actionnaire a le pouvoir d'octroyer des fonds à l'entreprise et doit, dans ce contexte, savoir évaluer économiquement son actif économique et, par-delà, ses capitaux propres.

La maximisation de la valeur de l'actif économique pourrait provenir, au-delà d'une politique d'investissement suffisamment rentable, d'une structure financière optimale. En effet, pour déterminer la valeur de l'actif économique, les flux de trésorerie issus de la politique d'investissement sont actualisés au coût du capital. Dans ce contexte, il serait envisageable de pouvoir minimiser ce taux grâce à une

politique de financement adéquate. Ce raisonnement en matière de structure du passif doit arborer des considérations allant bien au-delà du simple coût des différentes sources de financement. La fiscalité tant au niveau de l'entreprise que de l'individu, la considération des coûts de dysfonctionnement et de faillite qu'un endettement supplémentaire induit et les phénomènes comportementaux décrits par les théories des organisations sont autant d'éléments majeurs à prendre en compte pour juger de la faisabilité d'une politique de financement optimale. En effet, en surpassant le cadre de la théorie des marchés en équilibre qui considère l'entreprise comme un acteur unique, les conflits d'agence entre les différentes parties prenantes, qui n'ont pas toujours les mêmes intérêts et les signaux envoyés au marché quant aux choix de la politique de financement à adopter, impactent nécessairement la nature et la répartition des fonds octroyés à l'entreprise.

La valorisation traditionnelle des capitaux propres peut s'effectuer indirectement en estimant d'abord l'actif économique et en retranchant, par la suite, la valeur de l'endettement net après ajustement ou directement en adoptant notamment un multiple sectoriel moyen. Au sein du marché des opérations de prise de contrôle et au vu des sommes engagées, la valorisation de l'entreprise cible s'avère indispensable pour convenir d'un prix cible de rachat au sein duquel une prime de contrôle est calculée et avant d'entamer d'éventuelles négociations avec les potentiels repreneurs. En somme, la valorisation permet d'aider à la prise de décision quant à une opportunité de rapprochement ou de partenariat. Plus généralement, cet exercice est censé aider à positionner la société au sein de son marché en matière de performances puis d'améliorer sa gestion et son pilotage dans l'optique de créer de la valeur à partir de l'amélioration des points faibles décelés. De plus, la valorisation constitue un outil facilitant le développement de l'entreprise qui recherche, par exemple, de nouveaux financements et de nouveaux marchés. Enfin, évaluer les titres d'une société permet de se conformer à la législation fiscale et de profiter, éventuellement, des avantages qu'elle offre.

Le prix cible d'une entreprise peut être fixé selon son patrimoine, ses pairs ou encore selon ses projections en matière de développement pour lesquelles un plan d'affaires englobe tous ses desseins. Dans la pratique, la valorisation d'entreprises est réalisée par au moins trois catégories de professionnels. Les analystes financiers déterminent des prix cibles d'entreprises cotées et font part de leurs recommandations à savoir s'il convient d'acheter, de vendre ou de préserver le titre. Les banques de financement et d'investissement procèdent à l'évaluation d'entreprises en vue de fusions et d'acquisitions. En France, si la société cible est cotée, son évaluation doit être soumise à l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour justifier que le prix d'offre est satisfaisant pour l'ensemble des actionnaires. L'évaluation est ainsi incorporée au sein d'un document spécifique envoyé à l'organisme dans le but

d'obtenir un visa. Plusieurs méthodes de valorisation sont présentées. Le prix d'offre est le résultat d'une analyse multicritère. Si l'entreprise n'est pas cotée, une offre publique de vente est généralement initiée par les banquiers. Dans ce cas, la banque-conseil du vendeur envoie une fiche décrivant succinctement les caractéristiques de la société à vendre aux acquéreurs potentiels. Ces derniers, interrogés au préalable sur leur éventuel intérêt, formulent une offre indicative sur la base de leur propre valorisation de la cible et d'une note d'informations dans laquelle figurent les comptes passés et le plan d'affaires. Puis, une offre engageante (*binding offer*) pouvant être significativement différente de celle conçue au début est annoncée par les acquéreurs potentiels sur la base de données supplémentaires obtenues par les services de *Due Diligence* suite aux réunions avec la direction. Les banques de financement et d'investissement réalisent également des valorisations en cas d'*equity capital market* lors d'offres publiques initiales et d'émissions plus traditionnelles. Enfin, les transactions dont les analystes de *private equity* sont en charge s'opèrent avec effet de levier (LBO¹). Leur approche est différente, car la valeur de la cible résulte des ressources (capitaux propres et dettes) pouvant être levées par une société *holding* créée *ad hoc*. Les investisseurs en capital exigent un taux de rentabilité interne de 20 % sur trois à cinq ans. La dette levée auprès des banques présente ses propres contraintes : 80 % de la dette *senior* est amortie en linéaire sur 7 ans et 20 % sont remboursés *in fine*.

Les professionnels et les universitaires considèrent qu'il existe trois catégories de méthodes principales qu'il faut combiner pour procéder à l'évaluation d'une société et de ses capitaux propres. La méthode des comparables se base sur l'évaluation *via* des multiples sectoriels provenant de sociétés cotées ou *via* des multiples de transactions. La méthode des DCF (*discounted cash flows*) considère la valeur d'une entreprise comme la somme des flux de trésorerie futurs actualisés au coût moyen pondéré du capital. Les flux de trésorerie sont calculés à partir du résultat d'exploitation et le taux d'actualisation comprend, d'une part, le coût des capitaux propres issu du modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) et, d'autre part, le coût de la dette. Enfin, les méthodes patrimoniales s'appuient sur la somme des parties représentant la somme d'actifs. Cette méthode sert notamment à valoriser des holdings et des conglomérats en intégrant les plus et moins-values latentes retraitées des éléments fictifs. Pour les sociétés cotées, la capitalisation boursière renseigne une quatrième valeur qui ne peut être ignorée quelle que soit la taille du flottant. Lorsque la valorisation est effectuée à des fins de rapprochement entre une société cible et une société à l'initiative de l'offre, l'opération est réalisable à condition que des fonds puissent être levés pour l'entreprendre et que le bénéfice par action de l'initiateur s'apprécie grâce, notamment, aux synergies envisagées.

1. *Leverage buy out*.

Dans ce contexte, il semble intéressant de s'interroger sur les méthodes de valorisation traditionnelles. En quoi sont-elles pertinentes et fiables et, selon des situations spécifiques, dans quelle mesure est-il plus opportun de privilégier certaines méthodes par rapport à d'autres ? Le terme de pertinent justifie la qualité du raisonnement des différentes méthodes dont le but est de faire preuve de justesse dans l'obtention de la valeur d'entreprise.

Le chapitre 1 s'attachera à constituer un cadre théorique quant à la possibilité d'optimiser la structure financière, aux différentes méthodes de valorisation traditionnelles et aux perspectives de leur application sur le marché du contrôle comme la structuration de montages financiers avec effet de levier. Le chapitre 2 sera consacré à l'étude d'une littérature financière arborant les ajustements théoriques qu'il est envisageable d'effectuer pour améliorer la performance de ces méthodes, leur utilisation selon des contextes empiriques précis et la création de valeur issue des rapprochements entre sociétés.