

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 95

juin 2016

EVALUATION : FAUT-IL APPLIQUER UNE PRIME DE RISQUE SPECIFIQUE ?

Dans le cadre des offres publiques visées par l'Autorité des marchés financiers (AMF), les experts indépendants adoptent une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la société objet de l'offre publique. Selon cette approche, les experts indépendants appliquent différentes méthodes d'évaluation aux actions de la société évaluée, en ce inclus la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF¹), qui constitue l'un des piliers de l'évaluation. La méthode DCF, fondée sur la profitabilité future de la société évaluée, suppose de déterminer le taux d'actualisation applicable aux flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels. Ce taux, qui est issu du MEDAF², prend en compte le seul risque systématique, considéré comme non diversifiable. En pratique néanmoins, certains évaluateurs ajoutent une prime de risque spécifique mettant à mal l'hypothèse du MEDAF d'une élimination du risque spécifique par diversification³. Quelle est la nature de cette prime de risque spécifique ? Comment la déterminer ? Telles sont quelques-unes des questions auxquelles se propose de répondre le présent article. Pour ce faire, nous avons utilisé les rapports d'expertise indépendante (disponibles sur le site internet de l'AMF - www.amf-france.org) établis entre janvier 2014 et décembre 2015 dans le cadre d'offres publiques ; ces rapports fournissent, selon nous, un bon panorama des pratiques existantes en matière d'évaluation.

RAPPEL THEORIQUE

Le MEDAF permet d'estimer le taux de rentabilité attendu par le marché pour un actif financier en fonction de son risque ; ce taux est fondé sur la réalisation d'un équilibre du marché par l'offre et la demande, pour chaque titre qui le compose. Ainsi, selon le MEDAF, le taux de rentabilité attendu par les actionnaires, ou coût des fonds propres, est égal à :

$$E[R_{\text{actif}}] = \beta_{\text{actif}} \times (E[R_M] - R_f) + R_f$$

avec β_{actif} : bêta de l'actif,

$E[R_M] - R_f$: prime de risque du marché (également notée P_M),

R_f : taux sans risque.

La formule ci-dessus fait apparaître que seul le risque de marché (risque systématique) est rémunéré⁴ (P_M), à la différence du risque spécifique, qui est éliminé par diversification. La formule permettant de déterminer le coût du capital (K) est identique à la formule décrite ci-dessus, le bêta de l'actif économique (β_{AE}) remplaçant alors celui de l'actif (β_{actif}).

PRIME DE RISQUE SPECIFIQUE

Selon le MEDAF, dès lors que le risque spécifique n'intervient pas dans le calcul du taux de rentabilité attendu, il doit être pris en compte dans les flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels de la [...]

¹ *Discounted Cash Flows* (DCF).

² Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers.

³ Le MEDAF est une théorie qui a pour origine la finance de marché. Il stipule, qu'en matière de gestion de portefeuille, seul le risque systématique est rémunéré par les investisseurs car le risque spécifique est, par définition, diversifiable par optimisation du portefeuille de titres.

⁴ $\beta_{\text{actif}} \times (E[R_M] - R_f) = \beta_{\text{actif}} \times \sigma_M \times (E[R_M] - R_f) / \sigma_M$ or $\beta_{\text{actif}} \times \sigma_M$, bêta fois l'écart-type du taux de rentabilité du marché, est la mesure du risque systématique.

[...] société évaluée. Néanmoins, en pratique, les experts indépendants n'ayant pas la maîtrise suffisante du business plan qui leur est fourni, ils ont parfois recours à l'artifice visant à majorer le coût du capital d'une prime de risque spécifique, ce qui revient à appliquer une décote à la société évaluée.

Le risque spécifique, qui recouvre un grand nombre de réalités différentes, est principalement constitué du risque opérationnel et de celui lié à la taille et à la liquidité de la société évaluée. Le risque opérationnel dépend de l'activité de l'entreprise et de son mode de gestion, et ce, indépendamment de l'influence du marché ; il correspond, par exemple, au risque lié à l'innovation technologique (concurrent qui lance un produit innovant créant, dès lors, une rupture technologique et rendant obsolètes les produits vendus par l'entreprise), au risque pays (situation de guerre) ou au risque juridique (nouvelle réglementation susceptible d'affecter les ventes). D'un point de vue boursier, la taille et la liquidité sont liées ; en effet, plus une société est de taille importante⁵, meilleure est sa liquidité⁶. La prime de risque spécifique, ajoutée au coût du capital des sociétés de moyenne et de petite taille, dénommée « prime de taille et de liquidité », traduit le fait qu'un investisseur n'est pas en mesure de vendre ses titres en raison de l'étroitesse, voire de l'inexistence, du marché pour ce titre.

PANORAMA DES PRATIQUES

Afin d'avoir une idée des pratiques en matière d'évaluation, nous avons, dans un premier temps, recensé les 67 rapports d'expertise indépendante établis entre janvier 2014 et décembre 2015. Parmi ceux-ci, nous nous sommes limités aux seuls rapports d'expertise indépendante pour lesquels la méthode DCF fait partie des méthodes sélectionnées par l'expert indépendant puis nous avons exclu les rapports d'expertise indépendante pour lesquels la prime de risque spécifique traduit une décote liée à la prise en compte d'un risque opérationnel ; sur ces bases, l'échantillon de notre étude se limite à 47 rapports d'expertise indépendante.

Premier constat : la très grande majorité des primes de risque spécifique concernent l'effet taille / liquidité. Ainsi, parmi les 67 rapports d'expertise indépendante étudiés, seuls 5 d'entre eux font état d'une prime de risque spécifique liée à un risque opérationnel.

Deuxième constat : l'échantillon étudié fait apparaître 8 rapports d'expertise indépendante pour lesquels, en présence d'une capitalisation boursière inférieure à 500 millions d'euros, l'expert indépendant n'a pas ajouté de prime de taille et de liquidité, respectant ainsi à la lettre la théorie du MEDAF. En conclusion, en présence d'une capitalisation boursière peu élevée, les experts indépendants utilisent, dans leur grande majorité, une prime de taille et de liquidité.

Le tableau ci-dessous présente, sous forme résumée, le lien entre la taille de la société, mesurée par sa capitalisation boursière (en millions d'euros), et la prime de taille et de liquidité observée (en pourcentage) :

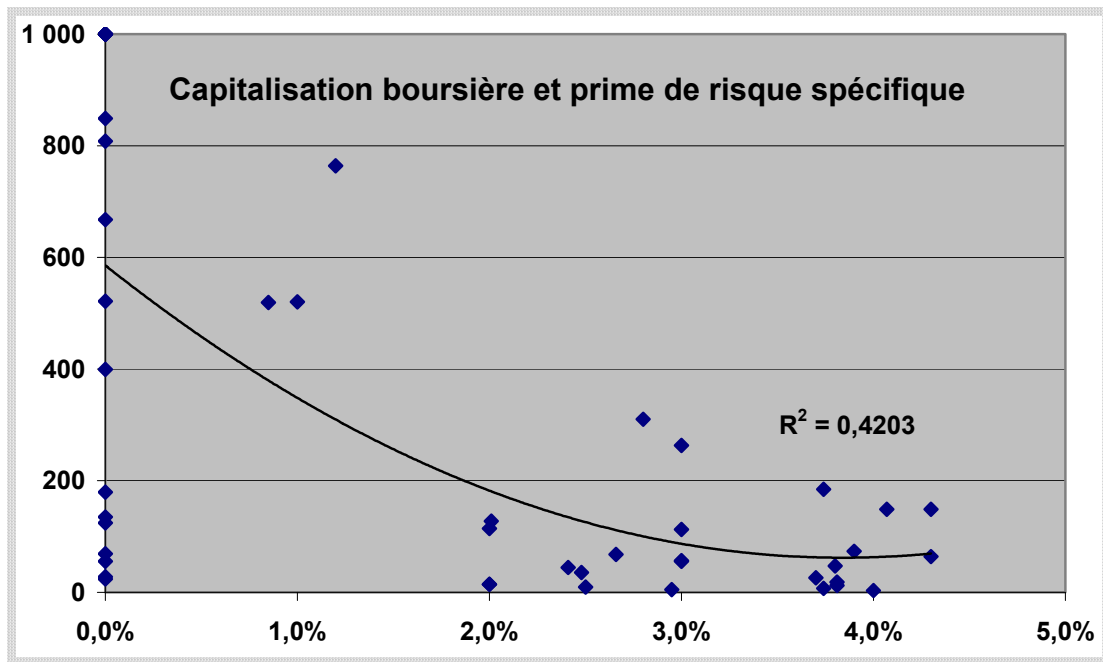
Capitalisation → Prime de risque spécifique ↓	x < 100	100 < x < 200	200 < x < 500	x > 500	Total
x = 0%	4	3	1	11	19
0% < x < 2%	2	1	0	3	6
2% < x < 4%	14	3	2	0	19
x > 4%	1	2	0	0	3
Total	21	9	3	14	47

⁵ La taille se mesure par la capitalisation boursière.

⁶ La liquidité se traduit par des volumes d'échange de titres importants.

Le tableau ci-dessus met en évidence le lien existant entre la capitalisation boursière et la prime de risque spécifique. Ainsi, sur les 21 sociétés de l'échantillon présentant une capitalisation boursière inférieure à 100 millions d'euros, 17 d'entre elles se voient appliquer une prime de taille et de liquidité, généralement supérieure à 2%. En revanche, sur les 14 sociétés présentant une capitalisation boursière supérieure à 500 millions d'euros, seules 3 d'entre elles se voient appliquer une prime de taille et de liquidité, comprise entre 0 et 2%.

Le graphique ci-après présente le nuage des points qui lie la capitalisation boursière (en millions d'euros) et la prime de risque spécifique (en pourcentage) :



Le graphique met en évidence un nuage de points concentrés dans sa partie basse et droite, confirmant que les sociétés présentant une capitalisation boursière peu élevée se voient appliquer une prime de taille et de liquidité. La courbe de tendance qui en résulte fait ressortir un coefficient de corrélation de 0,42, significatif, mais néanmoins très inférieur à 1. Ainsi, même s'il existe un certain lien de dépendance entre la capitalisation boursière et la prime de taille et de liquidité, il semble difficile, à partir des résultats de l'échantillon, d'établir une relation permettant de calculer la prime de taille et de liquidité résultant d'un niveau donné de capitalisation boursière. Ce constat a probablement pour origine l'absence de consensus concernant la méthodologie permettant d'estimer la prime de taille et de liquidité. Néanmoins, il ressort de l'échantillon qu'un nombre significatif d'experts indépendants se fondent sur les travaux de recherche d'Ibbotson ou de Duff & Phelps pour déterminer le montant de la prime de risque spécifique.

CONCLUSION

Les développements qui précèdent montrent qu'une majorité d'experts indépendants ajoutent une prime de risque spécifique au coût du capital calculé selon le MEDAF, alors même que, selon ce dernier, seul le risque systématique est rémunéré. La prime de risque spécifique traduit la prise en compte par l'expert indépendant d'un ou de plusieurs risques opérationnels ou d'un risque de taille et de liquidité. En présence d'une telle pratique, il convient de prêter une attention particulière au niveau de la prime de taille et de liquidité utilisée, dès lors que cette dernière est susceptible de conduire à une sous-évaluation de la société visée par l'offre publique, résultant elle-même d'un accroissement éventuellement excessif du coût du capital.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper

+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan

+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com