

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 54

Décembre 2012

VALORISATION DES ACTIONS SELON L'APPROCHE OPTIONNELLE : UNE METHODE QUI N'A PAS LA COTE

LES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION DES ENTREPRISES

L'évaluation d'entreprise est une pratique qui a pour objet d'estimer la valeur des actions d'une société. Deux grandes familles de méthodes coexistent :

- les méthodes analogiques qui évaluent 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 d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été publiquement révélées ;
- les méthodes intrinsèques qui déterminent la valeur de l'entreprise sur la base des éléments de rentabilité et de risque propres à celle-ci (méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, méthode des flux de dividendes, etc.).

En pratique, l'évaluateur complète les résultats obtenus à partir des méthodes d'évaluation décrites ci-avant en les confrontant à des indicateurs de valeur qui constituent autant de références objectives complémentaires. A titre d'exemple, les références utilisées pourront être : l'actif net comptable (si l'entreprise est suffisamment capitalistique), le cours de bourse (si l'entreprise est cotée et son titre suffisamment liquide), les références relatives aux opérations sur le capital de l'entreprise évaluée (s'il en existe), les cours cibles des analystes financiers (si l'entreprise est cotée et suivie par un ou plusieurs bureaux d'analyse financière), etc. Cette approche de valorisation, dite multicritères, sera d'autant plus pertinente que l'évaluateur retiendra un nombre élevé de références permettant de lisser les écarts de valorisation et de conforter celles obtenues selon les méthodes d'évaluation analogique et intrinsèque.

EVALUATION DES ACTIONS D'UNE SOCIETE SELON LA METHODE OPTIONNELLE

La théorie des options offre un cadre pour une troisième méthode de valorisation des actions d'une société, à côté de celles analogiques et intrinsèques décrites au paragraphe précédent. Elle s'appuie sur une vision financière du bilan réduit aux agrégats suivants : actif économique (AE), capitaux propres (CP) et dette (D). La règle d'additivité s'appliquant, il ressort que la valeur des capitaux propres¹ (V_{CP}) est égale à la valeur de l'actif économique (V_{AE}) sous déduction de la valeur de la dette (V_D). Dès lors, à la date d'échéance de la dette ($t=T$), deux cas de figures se présentent :

1. si la valeur de l'actif économique est supérieure à la valeur de la dette, la valeur des capitaux propres est le résultat de la différence entre la valeur de l'actif économique et celle de la dette.
2. si la valeur de l'actif économique est inférieure à la valeur de la dette, la valeur des capitaux propres est nulle ; les actionnaires perdent leurs apports² et abandonnent l'actif économique aux créanciers.

Ce profil de résultat³ est équivalent à celui d'une option d'achat. Il est dès lors possible, par analogie, d'utiliser le bilan en valeur de marché et le modèle de Black-Scholes pour calculer la valeur de la [...]

¹ $V_{CP} = V_{AE} - V_D$

² Dans une société anonyme, le risque des actionnaires propriétaires de l'entreprise est limité à leurs apports

³ $V_{CP} = \text{maximum}(0, V_{AE} - V_D)$

[...] société à l'origine ($t=0$). Dans ce contexte, l'actif économique correspond au sous-jacent de l'option d'achat tandis que la valeur de la dette à l'échéance ($t=T$) représente son prix d'exercice.

Il convient de noter que cette méthode de valorisation est particulièrement adaptée à l'évaluation des entreprises en difficulté pour lesquelles la valeur de l'actif économique peut être inférieure au montant de la dette. Dans ce cas, l'incertitude qui est généralement considérée comme un facteur négatif peut devenir un élément positif⁴ dans l'estimation de la valeur d'entreprise. En effet, si l'incertitude est grande cela signifie que l'entreprise peut, à un horizon de quelques années, avoir une rentabilité significativement différente de celle qu'elle a aujourd'hui. L'actionnaire se trouve donc dans une situation équivalente à celle d'un porteur d'options qui devrait, pour devenir propriétaire d'un actif, payer un prix d'exercice qui, dans ce cas, serait l'équivalent des dettes de l'entreprise.

LES EXPERTS INDEPENDANTS IGNORENT LA VALORISATION DES ACTIONS SELON LA METHODE OPTIONNELLE

La consultation de l'ensemble des expertises indépendantes, disponibles sur le site de l'Autorité des marchés financiers (AMF) depuis la publication de ses recommandations sur l'expertise indépendante le 28 septembre 2006, est riche d'enseignements concernant la pratique des évaluateurs. En France, ces expertises constituent probablement la source d'information publique la plus fournie en matière d'évaluation d'entreprise. A notre connaissance, aucun expert indépendant n'a eu, jusqu'à présent, recours à la valorisation des actions selon la méthode optionnelle pour les besoins de l'appréciation du prix des actions dans le cadre d'offres publiques. Plusieurs hypothèses nous semblent expliquer ce constat : (1) dans leur grande majorité, les évaluateurs demeurent plutôt conservateurs sur le plan technique, (2) l'approche optionnelle reste difficile à mettre en œuvre en pratique, (3) son application, tout du moins sous sa forme la plus simple (option vanille⁵), est susceptible de conduire à certains biais (surévaluation des actions de l'entreprise évaluée) et (4) cette méthode est difficile à vulgariser. Le rejet systématique de cette méthode ne nous semble pas judicieux ; elle devrait, au moins, être utilisée à titre d'information.

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

⁴ Valeur temps de l'option

⁵ Option classique permettant d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) un actif à un prix fixé à l'avance