

Les actionnaires minoritaires sont-ils des êtres humains comme les autres ? Ou bien le dicton : "Petit minoritaire, petit c..., gros minoritaire, gros c..." aurait-il sa raison d'être ? En termes plus académiques, est-il nécessaire d'appliquer une décote de minoritaire à la valeur intrinsèque¹ ? Doit-on intégrer les synergies attendues dans l'évaluation de participations minoritaires ?

Evaluation de participations minoritaires

Daniel Hagge, responsable de l'équipe évaluation de sociétés (BVT), BNP Paribas Corporate Finance, membre de la Sfev

La décote de minoritaire à laquelle nous faisons référence n'a rien à voir avec la décote dite d'illiquidité ou de taille. Une décote d'illiquidité est en effet liée à la possibilité pour les actionnaires de trouver une sortie à leur investissement à des prix proches de la valeur intrinsèque, et elle affecte les actionnaires minoritaires comme les majoritaires.

On présente couramment deux arguments forts en faveur d'un traitement distinct des minoritaires :

- ils ne contrôlent pas la trésorerie, d'où leur accès à celle-ci limité à hauteur de ce qu'autorisera l'actionnaire de contrôle ;
- ils ne peuvent pas profiter de synergies.

Il existe cependant des raisons théoriques et pratiques de les contester, notamment quand il s'agit de sociétés cotées et quand l'actionnaire minoritaire est protégé par des pactes d'actionnaires.

Décote de minoritaire et contrôle des flux de trésorerie

Le raisonnement est le suivant : la valeur de la société étant la valeur actuelle de ses cash-flows, la participation d'un actionnaire qui n'a pas accès à la totalité des cash-flows futurs vaut moins que sa quote-part de la valeur de la société. Si l'actionnaire minoritaire a seulement accès aux dividendes, alors la valeur de sa participation sera la valeur actuelle des dividendes (plus, pour certains, l'avoir fiscal), ce qui signifie que la valeur de la participation dépend seulement du taux de distribution déterminé par l'actionnaire de contrôle. Si une société est évaluée selon la méthode Discounted Cash Flow (DCF) appliquée aux flux de l'entreprise, il doit être nécessaire, logiquement, d'appliquer une décote à l'évaluation de la participation minoritaire. Ce

¹ Valeur intrinsèque : valeur actuelle des flux de trésorerie d'une société.

raisonnement est parfois avancé à l'encontre de l'utilisation de la méthode DCF pour l'évaluation des participations minoritaires.

Un premier argument peut être opposé à cette thèse : les cash-flows non distribués aux actionnaires sont réinvestis dans la société, produisant une augmentation de la génération de trésorerie qui permettra dans le futur l'augmentation des dividendes. L'actionnaire minoritaire récupérera la valeur qui n'a pas été distribuée via des dividendes futurs plus élevés ou bien, comme cela peut arriver, via une augmentation de la valeur de l'action. Bien qu'il n'y ait aucune certitude quant au moment où l'actionnaire minoritaire récupérera cette part de valeur, il est certain qu'il la récupérera. Si les cash-flows ne sont pas réinvestis de manière à produire une augmentation de la valeur de l'entreprise, cela signifie que :

- soit la société investit dans des projets peu rentables, affectant ainsi la valeur de la société entière et non seulement des participations minoritaires ;
- soit l'actionnaire de contrôle détourne des cash-flows à l'extérieur du périmètre de la société (par vol ou fraude).

Dans tous les marchés développés, les actionnaires minoritaires sont protégés de ce genre de pratiques par les législations et les réglementations de marché².

Un deuxième argument est du type efficience du marché à moyen terme. Les sociétés ont régulièrement besoin de capitaux. S'assurer que la création de valeur se reflète dans le prix de l'action en améliorant la transparence et en utilisant les fonds de la société de façon optimale permettra à celle-ci d'avoir accès aux marchés des actions au coût le plus bas possible. La valeur de marché du titre ira donc à la rencontre de sa valeur intrinsèque.

Actionnaires minoritaires et synergies

On soutient souvent que si l'achat d'une participation majoritaire comprend le paiement d'une prime, alors une participation minoritaire est assortie d'une décote par rapport à la participation majoritaire.

Bien que facile à démonter, cette thèse est assez répandue dans le monde professionnel.

Payer une prime sur une valeur intrinsèque pour une participation majoritaire ne se justifie que lorsque des synergies peuvent être dégagées de l'acquisition. Le fait que quelqu'un désire payer une prime sur la valeur intrinsèque pour acquérir une participation majoritaire ne signifie pas que les participations minoritaires valent moins que la valeur intrinsèque. Nous avons vu ci-dessus que la valeur d'une participation majoritaire ne devrait pas différer de la valeur de participations minoritaires dans l'hypothèse où la société reste indépendante ; dans ces conditions la prime de contrôle ne devrait pas être confondue avec une décote de minoritaire.

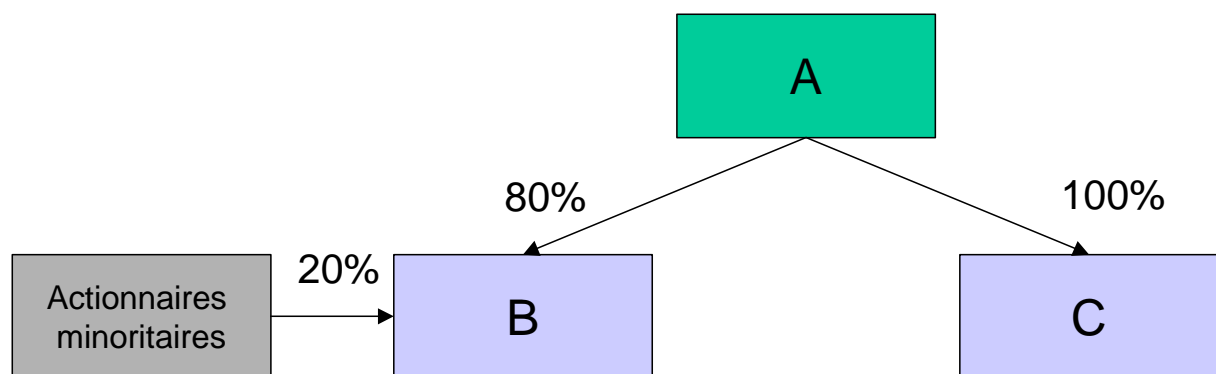
Un actionnaire qui cède le contrôle peut profiter de synergies potentielles lorsque le processus de vente est compétitif ; la concurrence poussera des offres aussi haut que les synergies potentielles le permettent et, très souvent, plus haut encore. Mais

² Il faut préciser que le cas de figure d'abus de biens sociaux peut être applicable aux dirigeants des sociétés non cotées aussi bien qu'aux dirigeants des sociétés cotées. A titre d'illustration, on compte en France à la fin des années 1990 environ quatre cents condamnations par an pour le délit d'abus de biens sociaux.

l'actionnaire minoritaire profiterait aussi de la vente compétitive d'une participation majoritaire. Si l'actionnaire minoritaire vend, il bénéficie du même prix que l'actionnaire majoritaire, pour autant que l'entreprise soit cotée ou qu'un pacte d'actionnaire le prévoie. S'il reste dans la société, alors les synergies se refléteront dans la valeur de l'action de la société combinée, si elles peuvent être mises en œuvre sans avoir 100 % du capital de la société acquise. Cela vaut pour des échanges d'actions comme pour des ventes en numéraire.

Une objection m'a été souvent opposée sur ce point : certaines synergies profiteraient seulement à l'actionnaire de contrôle. Prenons l'exemple suivant : la société A possède entièrement la société C et acquiert une participation majoritaire dans la société B, qui a des actionnaires minoritaires (voir schéma).

Deux types de synergies



Si l'actionnaire de contrôle de la société B peut créer des synergies en combinant des activités avec une autre société contrôlée C dans laquelle l'actionnaire minoritaire n'a pas de participation, l'actionnaire minoritaire de B ne profitera pas de la totalité de ces synergies et donc sa valeur est proportionnellement inférieure à celle de l'actionnaire majoritaire.

Pour élaborer une réponse à ce problème, nous distinguerons deux types de synergies : les gains obtenus dans la société contrôlée B et ceux obtenus sur la société contrôlée C. La valeur d'une participation minoritaire sur la société B devrait entièrement refléter des cash-flows complémentaires produits dans B, tandis que les synergies dans la société C profiteraient seulement à l'actionnaire de contrôle A. Le fait que les gains complémentaires dans la société C peuvent justifier pour l'actionnaire de contrôle de C la paiement d'une prime de contrôle complémentaire sur B ne signifie pas pour autant qu'il y a transfert de valeur en faveur de l'actionnaire majoritaire au détriment des actionnaires minoritaires de la société B. Les synergies développées dans la société C ne devraient pas affecter le potentiel total d'augmentation de valeur de B ; le cas contraire conduirait à une procédure juridique de la part des actionnaires minoritaires de B pour abus des biens sociaux.

Les relations contractuelles entre B et C devraient alors être des relations de marché, pratiquement le seul moyen de s'assurer qu'aucune valeur n'est retirée aux actionnaires de la société B. C'est la raison pour laquelle, dans de telles situations, les minoritaires sont rachetés afin de combiner complètement les activités et de réaliser ainsi des synergies supplémentaires.

Lorsque l'actionnaire minoritaire reste dans le capital de la société acquise ou dans celui de la société combinée, la valeur des synergies devrait être prise en compte dans l'évaluation des participations minoritaires après une acquisition car les minoritaires ont droit à leur quote-part de la valeur de la société.

Finalement, quand applique-t-on une décote de minoritaire ?

Les décotes de minoritaire sont alors seulement une question de prix et non de valeur. L'application d'une décote pourrait être appropriée dans certains cas :

- pour l'acquisition d'une participation minoritaire quand la société n'est pas cotée, et quand l'actionnaire minoritaire n'est pas protégé par des pactes d'actionnaires ;
- pour l'évaluation d'une participation minoritaire sur des marchés où les autorités, les réglementations et les procédures judiciaires n'appliquent pas les standards des pays les plus développés en ce qui concerne la protection des actionnaires minoritaires, comme c'est le cas dans la plupart des marchés émergents.

Dans d'autres cas de figure, appliquer une décote à une participation minoritaire correspondrait à incorporer dans les évaluations l'éventualité de pratiques frauduleuses envers les actionnaires minoritaires, pratiques qui vont également à l'encontre des principes d'une gestion financière efficace. Cela dit, certains ont parfois du mal à résister à l'attrait d'exercer un rapport de forces qui leur est favorable et les évaluateurs de sociétés risquent d'être confrontés de façon récurrente à cette problématique.