

Table ronde de la Société Française des Evaluateurs (SFEV)

Sciences Po, le 14 Septembre 2006

L'évaluation : outil de décision, de négociation ou de validation ?

Table ronde animée par **Nicolas Veron**, *Associé fondateur, ECIF*

Jacques Espinasse, *Membre du Directoire et Directeur Financier, Vivendi Universal* :

- Jacques Espinasse a abordé la problématique de l'évaluation du point de vue des entreprises. La vie des entreprises est rythmée par des stratégies d'achat et de vente d'entreprises, ce qui suppose que toute transaction repose sur l'existence d'un acheteur. Dès lors, l'entreprise qui vend ou achète doit prendre le temps : la cession d'actifs suppose de jouer sur le temps, afin d'en gagner et de faire « grimper » les prix. Le but stratégique du cédant est de ne pas « brader » ses actifs
- Une entreprise comme Vivendi mène une réflexion stratégique continue quant à sa politique de cessions et acquisitions. La réflexion porte sur la structure même de l'opération (capacité financière de l'entreprise, possibilités d'endettement, taux d'endettement proposés...), ainsi que sur l'adéquation entre l'investissement envisagé et les orientations stratégiques de l'entreprise. Dans cette seconde optique, il s'agit de tenir compte de la rentabilité ajoutée par l'investissement envisagé, c'est-à-dire de la condition d'un TRI supérieur au WACC. Si tel n'est pas le cas, la sanction des actionnaires est inévitable
- Jacques Espinasse prend comme exemple le projet, finalement avorté, d'acquisition de Pages Jaunes. En termes stratégiques, cette opération devait permettre à Vivendi d'utiliser Pages Jaunes comme « agrégateur » de contenus. L'entreprise cible était valorisée à 6 milliards d'Euros, et les analyses insistaient sur le caractère très fortement relutif de l'opération (de l'ordre de 6%). Cependant, le TRI de l'opération était très inférieur au WACC, compte tenu de l'endettement de VU. Un tel investissement avait une finalité offensive, mais il aurait fallu mettre beaucoup d'argent pour l'achat, et ensuite faire des investissements conséquents pour contrer Google, comme le démontrait une étude commandée à McKinsey lors du diagnostic de faisabilité conduit par le Conseil de Direction de VU. Finalement compte tenu du TRI inférieur au WACC, et des investissements conséquents qu'une telle opération aurait supposée, VU a jeté l'éponge
- La question centrale posée est donc celle du partage de la valeur proposée pour une entreprise cible avec les impératifs stratégiques de l'acquéreur. La valorisation est un indicateur nécessaire mais pas suffisant : ce qui compte c'est la vision qu'ont les dirigeants de la stratégie du groupe. Si cette dimension n'est pas prise en compte, il y aura logiquement sanction des actionnaires

François Kayat, Managing Director, Crédit Suisse :

- Le banquier d'affaires agit en tant que conseil au service de son client. Il cherche à remplir l'objectif de ce dernier et à servir ses intérêts stratégiques. Or, confronté à la pratique de l'évaluation dans l'exercice quotidien de sa profession, le banquier fait parfois figure de « déçu de l'évaluation ». En effet, il sait mieux que d'autres à quel point il est difficile d'évaluer, et connaît les limites des outils mis à sa disposition
- Il convient de rappeler que le banquier raisonne plus en termes de prix que de valeur. L'évaluation est en effet un outil de négociation vis-à-vis du marché pour définir ce que l'on pense de la partie adverse. Ceci explique pourquoi les innovations en matière d'évaluation n'ont de sens que si elles sont jugées pertinentes par le marché
- Dès lors, la décision de faire ou bien de ne pas faire une opération s'inscrit dans une problématique plus large qui va au-delà du simple travail d'évaluation qu'effectue le banquier

Vincent de la Bachelerie, Associé, Ernst & Young :

- La précédente conférence de la SFEV avait pour thème les IFRS. Cependant pour Vincent de la Bachelerie, un détour par les IFRS est une fois de plus nécessaire pour mieux saisir leur apport non négligeable sur la pratique d'évaluation faite par les entreprises et les analystes
- L'auditeur s'intéresse à l'évaluation *a posteriori*, c'est-à-dire en tant qu'outil d'aide à la validation et à la certification. A cet égard, la contribution des IFRS est centrale, puisque les IFRS 3 et les IFRS 36 contribuent à une approche d'évaluation régulière des actifs et passifs pour chaque *business unit*. Les IFRS contribuent également une visualisation plus intelligente du *goodwill* sur un périmètre plus large
- Ensuite, il existe un lien non négligeable entre problématiques comptables et problématiques de valorisation, dans le sens où, jusqu'à présent, on constatait un écart parfois important entre la valeur de marché et la valeur d'utilité. A cet égard, les IFRS permettent de comprendre dans quelle mesure l'entreprise peut communiquer au mieux sur ses états financiers afin d'être comprise le plus justement possible par le marché. Restent néanmoins des zones d'ombres, notamment par rapport au concept de *fair value*, lequel demeure mal défini. La *praxis* s'est cependant instaurée « à l'usage », tant en matière d'*impairment* que de *purchase price agreement* (PPA). Le PPA est à cet égard un outil d'aide à la décision, mais la manière dont il est déterminé peut, *in fine*, avoir une influence sur le Bénéfice par Action!
- L'évaluation est donc également un outil qui entretient des liens étroits avec les problématiques comptables de gouvernance et de *compliance*

Frédéric Peltier, Avocat, Clifford Chance :

- Pourquoi faire participer un avocat à cette conférence ? Précisément parce que le conseil juridique interfère avec l'évaluation. En effet, les avocats, qui ne sont pourtant pas des « techniciens » de la finance et des chiffres, mais plutôt des hommes de Loi, sont de plus en plus impliqués dans l'évaluation. Lors d'une négociation, le rôle de l'avocat est en

effet de voir les risques fiscaux et juridiques, lesquels ont un impact évident sur le niveau de valorisation retenu *in fine*

- Ensuite, lors de l'analyse d'une transaction, l'avocat d'affaires va se poser la question du niveau de garanties exigé : très logiquement, une opération sans garanties aura un impact sur le niveau de valorisation (il sera alors plus faible)
- La valorisation est également un outil de validation : lors des plaidoiries au tribunal, l'avocat sera amené à convaincre le juge qu'une société faisant l'objet d'un litige suite à une transaction a été correctement évaluée. Cette dimension juridique est très importante, tout simplement parce que au final, devant un tribunal, on peut aboutir à une « fixation du prix à dire d'expert » : si le juge de paix doit fixer un prix – ce qui est une évaluation comme une autre –, celle-ci va s'imposer aux parties, alors même que le Juge n'est ni banquier d'affaires, ni évaluateur financier

Mondher Bellalah, *Professeur, Théma, Université de Cergy :*

- Le *fair price*, postulat central de l'évaluation, dépend d'hypothèses connues : visibilité des *cash flows* futurs, niveau de risque, WACC, degré d'efficacité des marchés... Ainsi, de plus en plus, le *fair price* est calculé en fonction d'hypothèses « futures », et les autres outils d'aide à l'évaluation, telle que la VAN (*Net Present Value*) cherchent à tenir compte de cette dimension future et stratégique, à travers les concepts d'*Extended NPV*. Il s'agit alors de prendre en compte la flexibilité propre à chaque décision d'investissement prise par le dirigeant, par exemple au travers d'hypothèses issues des travaux de Black & Scholes
- Aujourd'hui, c'est cette flexibilité managériale que l'on cherche à évaluer. La marge d'action d'un dirigeant se mesure à sa capacité à flexibiliser les décisions prises en matière d'investissements, ce qui garantit en dernière instance une valorisation optimale se rapprochant le plus possible de l'hypothèse de *fair price*

Daniel Beaumont, *Directeur général délégué, Associés en Finance :*

- En clôture du débat, Daniel Beaumont a notamment insisté sur la nécessité d'un « rappel au bon sens » dans la pratique de l'évaluation. La négociation doit toujours se faire par rapport à un diagnostic aussi précis et juste que possible. Or la pléthore des outils existants peut conduire à des « effets anesthésiants », notamment en matière de validation
- Ainsi, les IFRS sont une très belle construction intellectuelle. Mais, dans la pratique, ceux qui l'utilisent ne savent pas toujours comment s'en servir, un petit peu à la manière d'un conducteur débutant auquel on confierait une belle voiture de sport, parfaite techniquement, mais mal maîtrisée par le pilote. Dès lors, il n'existe en matière d'évaluation pas de technique infaillible, et aucun instrument ne fait absolument consensus

Compte rendu écrit par **Edouard Crowley**, étudiant en Master Finance à Sciences Po