



# Matinale de la SFEV – 5 juin 2009

## TRAITEMENT DES MINORITAIRES EN PERIODE DE CRISE BOURSIERE

---

**Sonia Bonnet-Bernard**, associée gérante Ricol Lasteyrie

**Maurice Nussenbaum**, professeur à l'Université Paris Dauphine, Expert financier agréé par la Cour de Cassation, Associé de Sorgem Evaluation

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## La valorisation en temps de crise

---

- Il est devenu extrêmement difficile de réconcilier valeur de marché et valeur intrinsèque
  - Le marché ne croit plus aux prévisions des sociétés
  - Prend en compte des risques élevés
  - La Place a clairement acté fin 2008 l'existence de deux types de paramètres, selon le contexte de l'évaluation :
    - Optique de court-terme (marché) : les valeurs doivent pouvoir être corroborées par des analyses DCF avec hypothèses de marché
    - Optique de long-terme (impairment test) : hypothèses long-terme (notamment taux d'actualisation) retenues dans les valorisations intrinsèques
- La liquidité est devenue précieuse
  - En temps de crise : prime à la liquidité (besoin de cash immédiat, moindre recours aux produits synthétiques)
- Les grandes valeurs sont toujours liquides mais volatiles
- Les petites valeurs sont vite décotées :
  - Plutôt décote de « petite valeur boursière »
  - S'apparente à une décote de liquidité

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

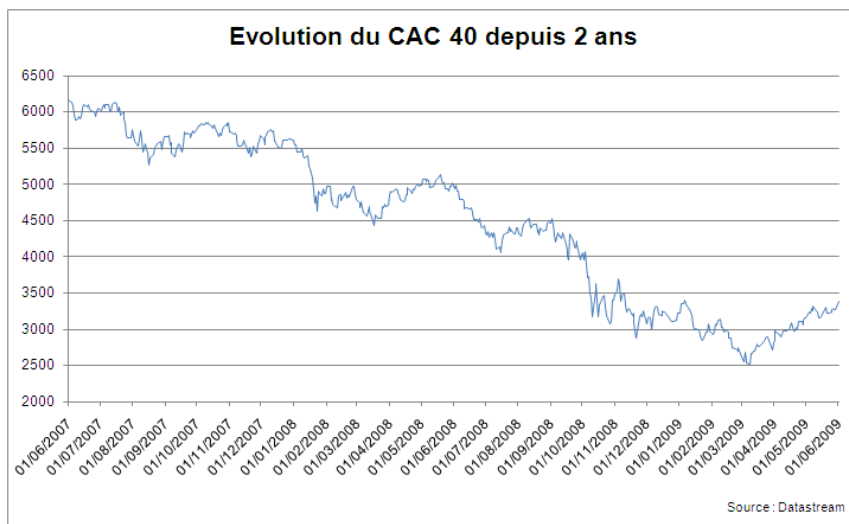
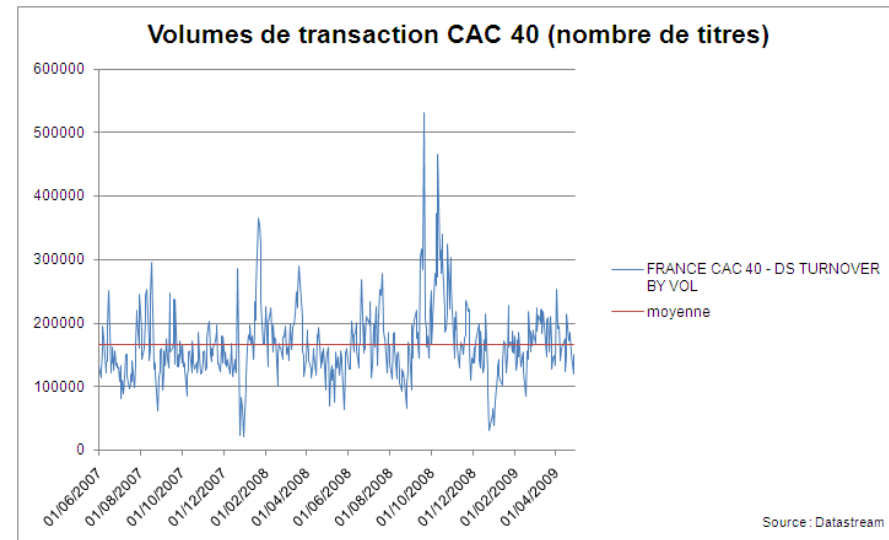
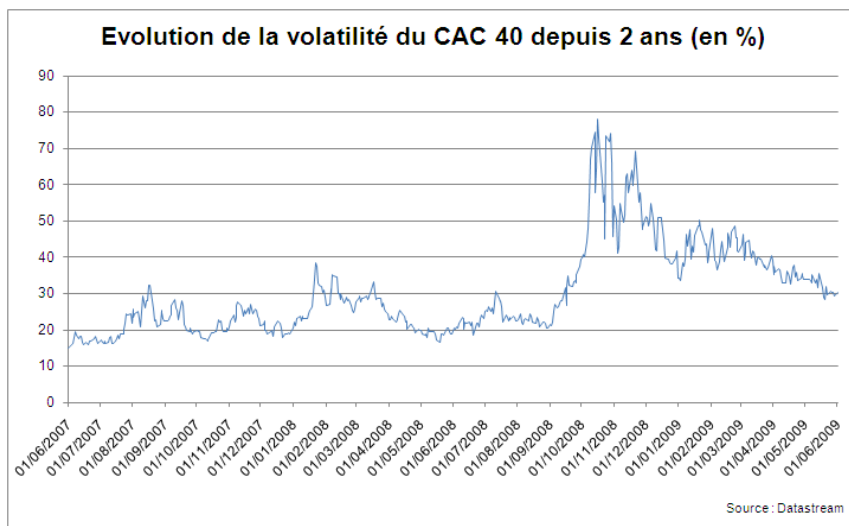
## Modèles d'évaluation et réalité des marchés

---

- La crise boursière affecte :
  - Bien sûr les approches de valorisation fondées sur le marché (cours, comparables)
    - Elles ne peuvent être écartées si les titres sont négociés sur un marché actif
    - Situation de vente forcée : rare en pratique
    - Marché actif :
      - ✓ Volume de transactions
      - ✓ Dispersion des prix ( spreads achat /vente, volatilité)
      - ✓ Cotation continue
      - ✓ Marché efficient (reflète l'information disponible)
  - Mais également les approches intrinsèques de valorisation :
    - Si l'un des paramètres essentiels est le plan d'affaires de l'entreprise, les hypothèses financières, qui ont un impact significatif sur la valeur, sont généralement déterminées par référence au marché

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Le CAC 40



Date	Valeur de l'indice CAC 40 (en points)	Capitalisation boursière (en Md€)
29/12/2006	5 542	1 214
29/06/2007	6 055	1 443
31/12/2007	5 614	1 407
30/05/2008	5 014	1 264
20/06/2008	4 509	1 213
31/12/2008	3 218	807
01/06/2009	3 379	822

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

---

## La crise a entraîné :

- Une hausse de l'aversion pour le risque,
- Une hausse des primes de risque instantanées
- Donc une baisse des valeurs pour les investisseurs de court terme (Versus investisseurs long terme qui peuvent utiliser des primes à long terme)



## Accentuation des décotes de minorité et d'illiquidité

Mais sont elles distinctes ? Ce qui signifierait :

- Qu'il existe des inconvénients spécifiques distincts à être :
  - minoritaires
  - illiquides
- Ces inconvénients seraient simultanément accrus en période de crise.

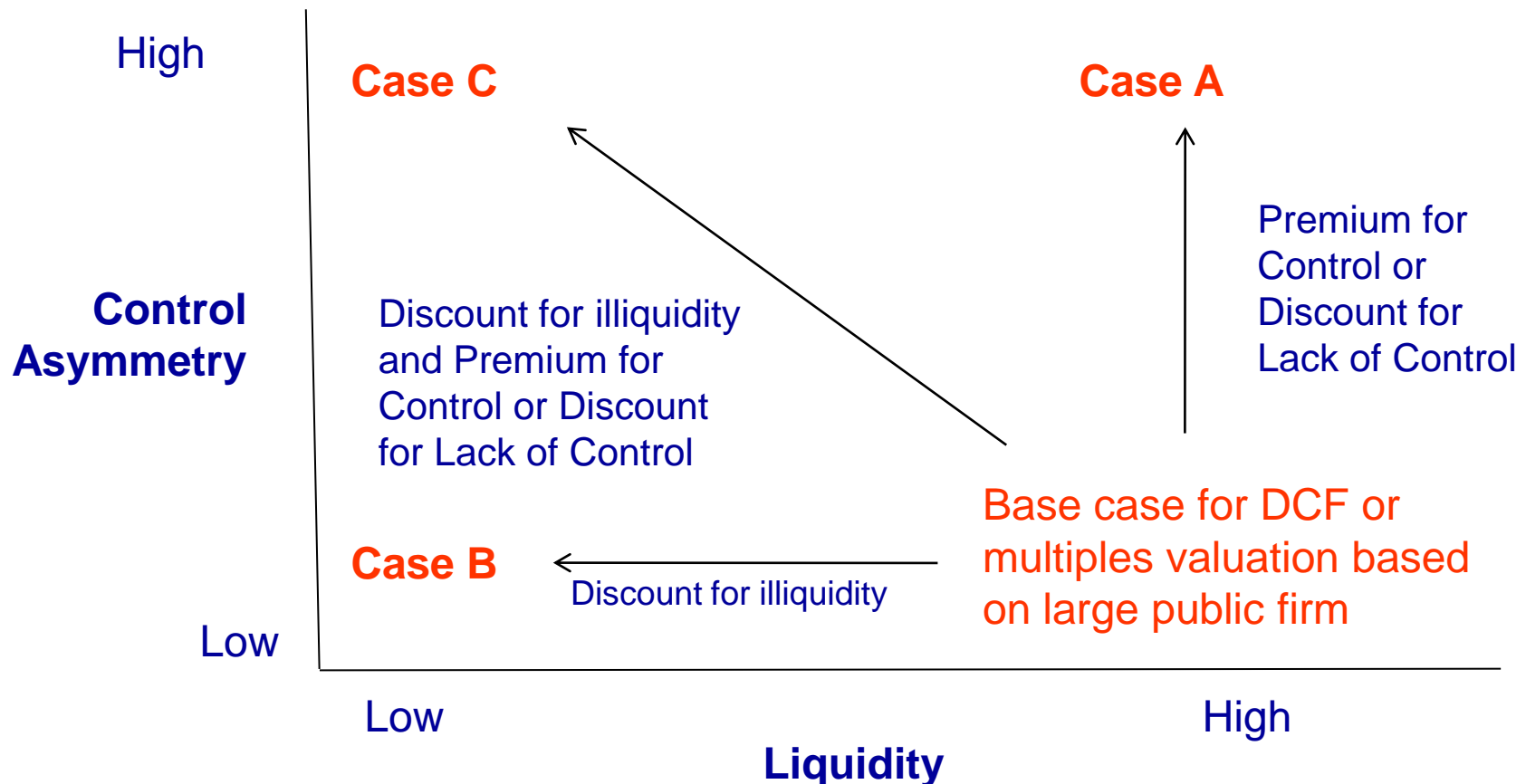
# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Valeur de référence / Investment value

---

- Distinction : valeur de référence (Fair value) / Investment Value
- Valeur de référence :
  - dérivée d'une approche intrinsèque, type DCF
  - peut correspondre dans certains cas à la valeur boursière notamment si :
    - cours liquide
    - pas de bataille pour le contrôle en vue
- Investment value =  $V_{\text{Stand alone}} + V_{\text{synergies}} + \Delta \text{ illiquidity \& Control}$   
( $> 0$  ou  $< 0$ )

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise



**Source** : Robert F. Bruner – Applied Mergers & Acquisitions - 2004

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## La décote de minorité

---

- Théoriquement justifiée dans la littérature financière par les inconvénients inhérents à l'absence de pouvoir, notamment :
  - la difficulté d'influer sur la politique de distribution de dividendes
  - l'impossibilité d'agir sur la stratégie de l'entreprise
  - l'impossibilité de modifier l'équipe dirigeante
  - la moindre connaissance du fonctionnement et de la situation de l'entreprise
- En pratique:
  - lorsque le majoritaire décide d'user de son pouvoir de contrôle pour distribuer les flux générés par l'activité, le minoritaire se trouve servi à due proportion de sa détention dans le capital
  - le minoritaire a droit à sa quote-part de flux sur la base de la stratégie mise en place par l'équipe dirigeante

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

Définitions : prime de contrôle (P) / décote de minorité (D)

---

## Décote de minorité

- Inverse de la prime de contrôle :  $D = P / (1+P)$  ;
- Ajustement à la baisse de la valeur des titres pour tenir compte du fait que le minoritaire ne peut influencer sur la gestion de l'entreprise.

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

Définitions : prime de contrôle (P) / décote de minorité (D)

---

## Prime de contrôle

- Prix supplémentaire qu'un investisseur est prêt à payer pour détenir le contrôle d'une société,
- Avantages attachés à la possibilité de déterminer, la stratégie d'une société, de procéder à l'allocation de ses ressources et de distribuer ses richesses.
- Bénéfices publics (partagés avec les autres actionnaires) ou privés (non partagés avec les autres actionnaires) cf étude de Dyck & Zingales (2001) sur 39 pays qui montre que les primes sont plus élevées dans les pays qui ne protègent pas les investisseurs et permettent de ce fait l'appropriation de bénéfices privés.
- Quid des synergies ?



Qui peuvent constituer une partie des bénéfices privés.

R. Bruner (2004), la définit comme un call sur des stratégies alternatives : approche intéressante car la valeur du contrôle est liée au potentiel d'amélioration susceptible d'être apporté et à la volatilité des stratégies alternatives.

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Décote ou annulation d'une prime?

---

- Attention à ne pas confondre les deux propositions suivantes :
  - « une valeur de majoritaire est supérieure à une valeur de minoritaire » (ou son symétrique « une valeur de minoritaire est inférieure à une valeur de majoritaire »)
  - « une valeur de minoritaire génère, dans l'absolu, une décote »
- La prise de contrôle peut conduire l'acheteur à payer une prime au vendeur : ce supplément de valeur n'appartient qu'au majoritaire: il s'agit cependant moins d'une décote de minorité que de l'annulation de la prime de contrôle payée

Valeur de transaction observée

- prime de contrôle payée

= valeur de la société avant prime de contrôle

/ Agrégat financier

= multiple à appliquer

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Décote de minorité / Valeur des droits de vote

---

La valeur des droits de vote est influencée par la géographie du contrôle :

- Si le contrôle est difficilement challengé la valeur des droits de vote des minoritaires ne peut pas intégrer de prime de contrôle potentielle
- Si le contrôle peut être l'enjeu d'une bataille entre groupes, la valeur des droits de vote des minoritaires peut **inclure** une prime stratégique liée au rôle pivot de ces actions dans une bataille pour le contrôle (Shapley Value – nombre de combinaisons de groupes de vote possibles où le minoritaire a un rôle pivot / nombre de combinaisons possibles (Zingales – 1995) )

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Sociétés cotées : une éventuelle prime de minorité

---

- Réglementation boursière française
  - En cas de retrait obligatoire : l'actionnaire minoritaire a droit à la totalité de la valeur de la société, y compris synergies éventuellement payées préalablement lors de l'achat d'un bloc
  - En pratique : primes de l'ordre de 10% (-4% à +40%) par rapport aux valeurs intrinsèques et 20% (1% à 110%) par rapport au cours de bourse pré annonce de l'opération (analyse sur la base des offres publiques suivies de RO depuis novembre 2006)
- Intérêt pratique pour le majoritaire:
  - Faire disparaître tout risque d'opposition
  - Supprimer les coûts de cotation
  - Bénéficiaire de l'intégration fiscale

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Observations empiriques en France / Primes OPAS

- Prime OPAS en Europe (cf Tableau p 13 du rapport du Groupe de travail « primes et décotes » de 2008) :

Moyenne = 22 %

Médiane = 20 % (cours Spot)



36 %,

32,7 % (cours 6 mois),

Avec des écarts importants :

- La prime / cours 6 mois varie de :

-19,6 %



+ 124,9 %



d'où l'importance d'analyser les situations spécifiques.

- Avec une prime de contrôle comprise entre 20 % et 32,7 %, la décote de minorité serait comprise entre 16,7 % et 24,6 %.
- Le cours de bourse correspond alors à une valeur minoritaire.

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Sociétés non cotées : des difficultés pratiques

---

- Sur la base d'une valorisation DCF :
  - Le risque pour le minoritaire est celui d'un manque d'information (pas de plan d'affaires disponible ou plan n'intégrant pas toutes les sources de valeur)
  - Lorsque les flux sont disponibles et cohérents, la méthode utilise des hypothèses de marché (notamment prime de risque du marché actions) ; elle prend ainsi en compte le risque estimé pour un actionnaire minoritaire
- Sur la base de multiples de marché :
  - Une analyse de la valeur des comparables sur lesquels ont été calculés les multiples s'impose
  - Si les multiples ressortent d'une transaction minoritaire (cours de bourse par exemple), il ne serait pas cohérent d'appliquer une nouvelle décote à la valeur obtenue
  - Une éventuelle décote de taille (dans les secteurs où la taille est un atout) ou de liquidité pourra être envisagée

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Pratique juridique et fiscale

---

- **Guide de l'évaluation des entreprises de l'administration fiscale** : « la valeur de tous les titres d'une société n'est pas obligatoirement égale à la valeur globale de celle-ci »
  - Valeur majoritaire : valeur mathématique (ANR)
  - Valeur minoritaire : valeur de rendement ou, en l'absence de distribution, valeur de rentabilité après décote
  - Décote de minorité = sur pondération de la méthode par le rendement par rapport aux méthodes patrimoniales
- L'administration fiscale retient une décote de minorité : 15 % - 30 % (en l'absence de distribution), lorsque la pondération retenue n'a pas permis de faire ressortir le caractère minoritaire
- Le Conseil d'Etat a reconnu en 1986 l'existence de la prime de contrôle.
- 28 février 2001 : l'Arrêt Theron a reconnu l'existence d'une décote de minorité.

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Valeur de majoritaire / Valeur de minoritaire

---

- **IVSC** : discount for lack of control : défini dans la note d'évaluation n°6

Mais la note insiste surtout sur:

- Appréciation des ajustements à effectuer en fonction du pourcentage d'intérêt évalué
- Éléments hors exploitation sont par exemple difficiles à retraiter dans une optique minoritaire (personnel non essentiel, rémunérations dirigeants, loyers...)
- Homogénéisation des bases entre comparables et société évaluée

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Décote de minorité/Méthode d'illiquidité

---

- Comment prendre en compte la difficulté, réelle, de trouver un acheteur pour une participation minoritaire
  - S'il n'existe pas de pacte d'actionnaires prévoyant les conditions de sortie
  - Si le marché des titres est étroit
- Décote d'illiquidité = risque de ne pouvoir vendre un titre qu'en subissant une décote sur son prix
  - Méthode d'évaluation de la décote d'illiquidité : différentes formes : prime ajoutée au taux d'actualisation, décote sur le multiple, décote directe sur la valeur...
  - Référentiels de marché (décotes constatées lors de cession de blocs)
  - Evaluation à travers un modèle optionnel (ex : Sorgem Evaluation)
  - Modèles financiers permettent d'évaluer une illiquidité de marché (ex : Associés en Finance)
- Attention à l'utilisation de décotes sur des bases déjà très décotées :
  - Décote censée traduire la plus faible liquidité des titres non cotés par rapport aux titres cotés
  - Or, dans la situation actuelle, les sociétés utilisées comme comparables peuvent -parfois- faire déjà ressortir une faible liquidité

# Matinale SFEV – Traitement des minoritaires en période de crise

## Débat

- Existe-t-il une décote de minorité distincte de celle d'illiquidité ?

POUR	CONTRE
Non maîtrise de la politique de dividende	- si distribution : minoritaire en bénéficiaire - si non distribution, bénéficiaire de la politique d'investissement
Absence d'influence sur la stratégie	Protection apportée par le droit contre les ABS Droits de blocage des minoritaires Analyse du système de gouvernance (cas exceptionnels) En pratique, primes de minorité parfois constatées
"Bénéfices privés"	Annulation de la prime de contrôle Pas de décote si "bénéfices privés" intégrés dans les flux
Pratique juridique & fiscale (cumul des décotes d'illiquidité & minorité)	