

Le prix et la valeur

PAR ÉRIC BLANCHARD

Associé-gérant Harold Alexander Consulting

Evaluation. Metro AG va déprécier 450 millions d'euros de survaleurs liées à l'acquisition des supermarchés Reals. Encore une illustration de la difficulté à évaluer le prix d'une entreprise.

Tordons d'abord le cou à une argutie de communication qui ne manque pas de piquant. Une dépréciation de surveleur (goodwill) est une simple écriture comptable sans incidence sur la trésorerie (donc, sous-entendu, sur la valeur de l'entreprise). C'est exact. Lors de l'acquisition, la trésorerie versée par l'acheteur n'est pas une perte: c'est un investissement. Exact également. Il n'y a donc pas de problème. Pourtant, à un moment ou à un autre l'acquéreur a perdu de la substance à cause de cet investissement!

Au-delà de ces jeux, le prix des transactions de fusions-acquisitions soulève de nombreuses questions de fond. La première série de questions tient aux méthodes utilisées, la seconde à l'asymétrie d'information et la troisième à l'émotionnel.

Approche. Une multitude de méthodes se côtoient dans un vocabulaire fleuri aux accents anglo-saxons. Cash-Flows actualisés, multiples d'EBITDA, méthode des praticiens (en français dans le texte)... En réalité l'approche est unique: un actif financier vaut par ce qu'il va rapporter. Qu'il soit liquide (titre coté), moyennement liquide (immobilier,...) ou peu liquide (entreprise), seule la mesure change. Le cas le plus complexe est celui de l'évaluation d'une entreprise non cotée. L'évaluateur tentera de «se rapporter au cas précédent» en appliquant un multiple d'entreprise cotée à un agrégat (résultat net, EBITDA...) de l'entreprise évaluée. Problème résolu? Que nenni. Il est impossible de trouver deux entreprises dont les performances sont parallèles. C'est pourtant l'hypothèse implicite qui est faite. En effet, un multiple n'est autre (mathématiquement parlant) qu'un rendement attendu, agrégé à un taux de croissance à l'infini. Nous sommes ramenés au problème de l'actualisation d'une chronique de flux de trésorerie futurs. La formulation est rassurante. Elle autorise des calculs impressionnants. Le relent scientifique de la démarche donne confiance. Mais le diable se niche dans des détails qui peuvent vite prendre des dimensions gigantesques. Des variations faibles des hypothèses financières entraînent facilement des écarts de 30% sur la valeur de l'entreprise. Si l'on intègre la dimension «business», les

écarts d'évaluation peuvent devenir rédhibitoires. Ajoutons-y le biais qui peut être lié à l'évaluateur: un autre mandat risquerait-il d'être remis en cause si l'évaluation est trop basse ou si la vente se réalise?

Difficulté. Parmi les ingrédients essentiels d'une évaluation et d'une transaction figure l'appréciation du risque. Ici



Le prix des transactions de fusions-acquisitions soulève de nombreuses questions de fond.

DK réside une autre source de difficulté de communication entre acquéreur et vendeur. Ce dernier bénéficie d'une information beaucoup plus complète sur le risque. Il aura une tendance naturelle à minimiser les risques avec lesquels il a vécu depuis longtemps. A l'inverse, l'acquéreur aura une approche plus circonspecte. Les diligences ne répondront pas toujours à sa question: «que me cache-t-on?». Le changement d'actionnaire peut également entraîner un changement de risque et donc de valeur. Les clients et les autres parties prenantes pourront, avoir une attitude différente vis-à-vis d'un actionnaire local ou d'un étranger, d'une petite structure ou d'une filiale de multinationale.

La dimension émotionnelle, toujours présente, peut prendre une place déterminante dans les transactions impliquant les entreprises familiales. Ce sujet a déjà été abordé dans ces colonnes. En substance, le prix de cession peut être vécu par le cédant, non pas comme le résultat d'un calcul froid et impersonnel, mais comme son

évaluation personnelle. Le prix n'est plus seulement une question de cash-flows, mais également la récompense d'années d'implication, de sacrifices personnels ou familiaux.

Alignement. On le voit, le fossé entre acquéreur et vendeur peut être gigantesque. Heureusement des mécanismes permettent d'aligner les intérêts de l'acquéreur et du vendeur. L'idée qui les gouverne est d'associer la rémunération du vendeur aux performances de l'entreprise dans les quelques années qui vont suivre la transaction. Cela permettra de rassurer l'acquéreur sur la meilleure transmission possible des relations avec les clients ou les partenaires-clés. Le vendeur pourra obtenir un prix d'autant plus élevé que son implication personnelle dans la transition sera efficace. Et gageons que l'acquéreur sera heureux de payer un prix plus élevé pour une société encore meilleure qu'il ne l'imaginait (ce dont ne doutait pas le cédant!). ///