



Par Thomas Hachette,
associé, Sorgem Evaluation

Evaluation: quelles sont les pratiques d'évaluation des fonds d'investissement ?

En matière d'évaluation, quelles sont les pratiques des investisseurs ? Cette question paraît primordiale mais est actuellement peu étudiée, alors même que de nombreux experts et académiciens discutent âprement d'éléments tels que le taux sans risque, la valeur terminale, les multiples, etc. Un sondage récent permet d'apporter des éléments de réponse.

Les documents académiques traitant de l'évaluation d'entreprise sont très nombreux, tout comme les articles et recommandations rédigés par des professionnels de l'évaluation d'entreprise. L'analyse de la pratique d'évaluation des professionnels de l'investissement est en revanche beaucoup plus rare.

Pourtant, la connaissance de cette pratique d'évaluation apparaît à de nombreux titres tout à fait capitale: les définitions de la «juste valeur»/«fair value», prix équitable et autres qui

participants de marché. Cette notion de valeur à rechercher existe depuis longtemps, puisque comme rappelé dans une lettre Vernimmen récente¹, le cardinal Cajean, l'une des voix les plus écoutées au XVI^e siècle, indiquait déjà qu'il fallait entendre par la notion de juste prix le «prix qui, à un moment donné, peut être obtenu des acheteurs, à la condition d'une information partagée et d'une absence de fraude et de coercition».

Sorgem Evaluation a réalisé en 2018-2019 un sondage détaillé auprès de professionnels français travaillant dans des fonds d'investissement afin d'y voir plus clair sur leur pratique d'évaluation: 37 questions ont été posées à près de trente fonds investissant en France, essentiellement en capital transmission et capital développement et ayant une durée d'investissement longue (supérieure à quatre ans pour l'ensemble des participants).

S'il apparaît que les sondés décident généralement d'investir dans une société essentiellement pour des motifs ayant trait à la stratégie et au positionnement de la société plutôt qu'en raison d'un prix qu'ils pourraient estimer attractif², il n'en demeure pas moins qu'ils procèdent en majorité à des analyses de valeur détaillées, et ce de manière régulière.

prévalent dans de nombreux contextes (attestation d'équité, contrôle fiscal, comptabilité d'entreprise, OCDE, etc.) renvoient toutes à la notion d'un prix qui serait reçu pour la vente lors d'une transaction «normale» (orderly transaction) entre des par-

S'il apparaît que les sondés décident généralement d'investir dans une société essentiellement pour des motifs ayant trait à la stratégie et au positionnement de la société plutôt qu'en raison d'un prix qu'ils pourraient estimer attractif², il n'en de-

meure pas moins qu'ils procèdent en majorité à des analyses de valeur détaillées, et ce de manière régulière. Nous présentons ici quelques analyses issues des résultats du sondage.

1. Focus sur certains paramètres de la méthode DCF

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode dite «DCF») est une méthode d'évaluation généralement mise en œuvre par les experts indépendants : l'analyse de rapports d'expertise indépendante dans des opérations visées par l'AMF fait ressortir que les experts indépendants mettent quasi systématiquement cette méthode en œuvre³. Bien que cela ne soit pas systématique, elle est également souvent mise en œuvre par les professionnels travaillant dans les fonds d'investissement.

De manière simplifiée, la méthode DCF consiste traditionnellement à :

- estimer les flux de trésorerie futurs sur une certaine période qualifiée d'horizon explicite (sur la base d'un plan d'affaires détaillé, sur un horizon de cinq ans par exemple) ;
- estimer la valeur de l'ensemble des flux de trésorerie qui devraient être générés après l'horizon explicite (on parle de «valeur terminale») ;
- actualiser l'ensemble des flux futurs à un taux permettant de tenir compte de la valeur temps de l'argent et du risque associé aux flux. Le taux sans risque est censé rémunérer la valeur temps de l'argent et est l'un des paramètres importants du calcul du taux d'actualisation.

1.1. Le taux sans risque

Les professionnels de l'évaluation d'entreprise et les académiciens ont beaucoup discuté ces dernières années, dans un contexte de baisse des taux (jusqu'à être négatifs), sur l'estimation du taux sans risque.

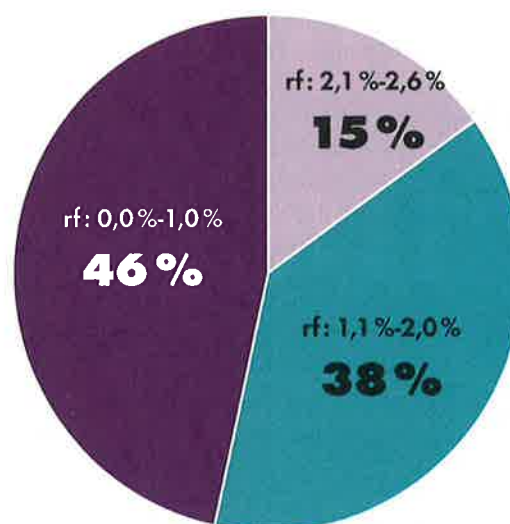
Sans rentrer ici dans le débat théorique, deux principales approches d'estimation du taux sans risque par les évaluateurs sont apparues et font ressortir des niveaux de taux très différents :

- d'un côté, des évaluateurs estiment les taux sans risque sur la base d'une analyse des taux de rendements de titres (généralement des obligations d'Etat) observés sur le marché (cette analyse conduit actuellement à retenir des taux sans risque d'un niveau actuellement limité) ;
- de l'autre côté, certains évaluateurs retiennent une approche qui se veut «normative», décorrélée des taux réellement observés sur le marché : un taux sans risque est estimé, soit par référence à une moyenne de taux de rendement observés sur des obligations d'Etat sur une longue période (par exemple 10 ans), soit sur la base d'une analyse économique fondée sur différents paramètres tels que l'inflation anticipée, la croissance potentielle, etc. - les évaluateurs qui ont recours à une telle pratique retiennent généralement actuellement des taux sans

risque supérieurs à 3%.

Au vu du sondage, il apparaît qu'aucun des participants au

Quel taux sans risque reprenez-vous actuellement ?



Source : sondage SORGEM Evaluation 2018-2019

sondage ne retenait un taux sans risque supérieur ou égal à 3%, la majorité d'entre eux retenant des taux très faibles (entre 0% et 1%). A l'époque où le sondage a été réalisé, le taux de rendement des OAT 20 ans était compris entre 0,8% et 1,4% (contre une moyenne de 0,1% en septembre 2019).

Sur cette base, il semble que les fonds d'investissement prennent en compte les taux réellement observés sur les marchés (et implicitement donc le faible coût actuel de l'argent qui conduit au renchérissement des actifs).

b. La valeur terminale

Les participants au sondage ont très largement indiqué appliqué un multiple de valorisation pour estimer la valeur terminale. Est-ce pour faire l'hypothèse qu'ils pourront céder la

Il semble que les fonds d'investissement prennent en compte les taux réellement observés sur les marchés (et implicitement donc le faible coût actuel de l'argent qui conduit au renchérissement des actifs).

société au même multiple que celui qui correspond à l'entrée du fonds, sous l'idée implicite de ne pas faire de pari sur une hausse ou une baisse des valorisations de marché ? Pour qu'une telle hypothèse soit justifiée, implicitement, cela signifierait qu'à la date de calcul de la valeur terminale, les perspectives de croissance et les risques seraient identiques à ceux existants à l'entrée. A contrario, toutes choses égales par ailleurs, si les perspectives de croissance devaient par exemple vraisemblablement décroître, il faudrait retenir un multiple de valorisation inférieur.

La pratique majoritaire des participants au sondage est dif-

férente de la pratique des experts indépendants et des banquiers conseil : notre analyse des attestations d'équité visées par l'AMF montre que ces derniers estiment la valeur terminale quasi exclusivement par l'application de la formule de Gordon Shapiro⁴, i.e. valeur terminale = flux normatif / (taux d'actualisation - taux de croissance à l'infini).

2. Quels sont les multiples de valorisation les plus utilisés par les professionnels travaillant dans les fonds d'investissement ?

Les sondés ont indiqué privilégier majoritairement un multiple calculé à partir de l'Ebitda. Notre analyse des expertises

Un nombre important de sondés a indiqué retenir le multiple d'EBIT ou d'Ebitda-Capex, agrégats qui permettent de tenir compte des dépenses d'investissement à réaliser.

indépendantes fait ressortir que les évaluateurs retiennent également souvent ce multiple, quasiment aussi souvent que le multiple d'EBIT (qui est le multiple le plus souvent retenu par les experts indépendants).

L'avantage de l'Ebitda souvent mis en avant est que c'est l'agrégat du compte de résultat qui représente le plus une vision du cash généré par la société et qu'il n'est pas affecté par la politique de dotation aux amortissements, qui peut être différente d'un groupe à l'autre.

Un nombre important de sondés a indiqué également retenir le multiple d'EBIT ou d'Ebitda-Capex, agrégats qui permettent de tenir compte des dépenses d'investissement à réaliser.

Nous attirons l'attention sur la difficulté nouvelle relative à l'évaluation d'une société par les multiples de valorisation, en particulier le multiple d'Ebitda, depuis l'adoption de la norme IFRS 16 ayant trait aux contrats de location.

3. Focus sur la valorisation des droits optionnels

Il n'est pas rare de voir les fonds investir dans des titres ayant des caractéristiques optionnelles (action de préférence, obliga-

tions convertibles, etc.). Ces titres financiers sont complexes à valoriser et nécessitent la mise en œuvre de méthodes d'évaluation dédiées.

Au vu du sondage, il apparaît que la majorité des investisseurs ne maîtrisent pas de telles méthodes et par conséquent ne valorisent pas, ou du moins pas sur la base d'une analyse approfondie, les droits optionnels qu'ils peuvent détenir.

Si beaucoup de papiers académiques traitent du sujet et vont même plus loin en abordant la question de l'évaluation des options réelles détenues par les entreprises, force est de constater que la pratique des investisseurs en demeure éloignée.

Notre étude fait ressortir que les méthodes d'évaluation des sociétés mises en œuvre par les experts indépendants et les professionnels travaillant dans des fonds d'investissement sont relativement proches. Les investisseurs semblent cependant privilégier une approche d'évaluation

pragmatique, prenant en compte les tendances de marché (par exemple au niveau des taux), assez éloignée des débats théoriques et des recommandations de recours à des méthodes complexes (méthodes optionnelles, APV, etc.). ■

1. Lettre Vernimmen n°168 datée de mai 2019, «le «juste prix» médiéval et le fonctionnement des marchés», F. Meunier.

2. A la question : «vous arrive-t-il de décider d'investir dans une société essentiellement du fait d'un prix proposé qui vous semble attractif?», plus de 80 % des sondés ont répondu par la négative.

3. Analyse Sorgem Evaluation des attestations d'équité publiées sur le site internet de l'AMF entre 2011 et 2019, hors société immobilière et holding.

4. Avec éventuellement un choix de paramètres de calcul permettant de faire converger le ROCE et le WACC (analyse Sorgem Evaluation des attestations d'équité publiées sur le site internet de l'AMF entre 2011 et 2019).

5. La norme IFRS 16 est relative à la comptabilisation des contrats de location simple et requiert que les sociétés utilisant les principes IFRS capitalisent les biens loués (représentant le droit d'utilisation de l'actif, et non de la valeur du bien en soi) et ajoutent aux passifs une dette correspondante à la valeur actuelle des paiements futurs. Dans le compte de résultats, la charge de location est remplacée par une charge d'amortissement des actifs loués et une charge d'intérêt.