



par  
**Véronique NGUYEN TAN HON**  
 professeur affiliée à HEC, associée chez Finexent

## COMPTABILITÉ ET COMMUNICATION FINANCIÈRE

**LES NOMBREUSES DIVERGENCES QUI APPARAISSENT DANS LA MISE EN OEUVRE DES MÉTHODES DE VALORISATION RENDENT LA NOTION DE VALEUR INTRINSÈQUE CONTESTABLE. CETTE ABSENCE DE VÉRITÉ OBJECTIVE REND POSSIBLE LES EXCÈS CONSTATÉS LORS DE LA FORMATION DE BULLES BOURSIÈRES. EXPLICATIONS.**

# Le mythe de la valeur intrinsèque

LA NOTION DE VALEUR INTRINSEQUE, que les cours de Bourse sont censés refléter, peut-elle sortir indemne d'une baisse du CAC 40 de près de 50 % en un an ? Si la valeur des entreprises composant l'indice a été correctement estimée par le marché, comme le présuppose la théorie des marchés efficients, comment expliquer leur effondrement brutal et simultané ? De nombreux commentateurs ne sont donc pas, sans raisons, sceptiques quant à la sagesse immanente des marchés et leur capacité à refléter instantanément toute l'information disponible. Alan Greenspan, l'ancien président de la Réserve fédérale américaine, n'avait d'ailleurs pas hésité à fustiger « l'exubérance irrationnelle des marchés financiers » et à tirer la sonnette d'alarme face aux bulles en gestation.

Les cycles boursiers et leur alternance de phase haussière et baissière, sont faciles à mettre en évidence et ne sont pas directement liés aux fondamentaux économiques. Le mécanisme en est simple : les plus-values attirent les capitaux, dont l'afflux contribue à renchérir les prix dans une spirale ascendante, jusqu'au moment où les signaux négatifs de l'économie réelle ne peuvent plus être ignorés et provoquent un krach.

Les dysfonctionnements humains (cupidité, instinct grégaire et d'autres biais cognitifs, tels que l'escalade d'engagement) jouent un rôle majeur dans les mouvements erratiques des marchés. La spéculation en général et les *hedge fund* en particulier sont ainsi régulièrement pointés du doigt, sans que le crédit dont bénéficient les théories finan-

cières ne soit entamé. A-t-on raison de les épargner ?

**La détermination de la valeur intrinsèque repose-t-elle sur des bases certaines ?** Pour explorer la question, décortiquons les calculs et raisonnements mis en œuvre par des experts de la valorisation. Dans le cadre d'une thèse professionnelle HEC Strategic Management, Marta de Azlor a passé en revue les 37 rapports de valorisation, rédigés en 2007 par des experts indépendants, dans le cadre d'OPA sur des sociétés cotées de l'Eurolist. Rappelons que le recours à des experts indépendants est devenu obligatoire en 2006, depuis que l'AMF, a décidé de mettre en application les recommandations du rapport Naulot, visant à améliorer l'information et la protection des actionnaires minoritaires lors d'opérations financières.

### Les principales recommandations du Rapport Naulot sur l'évaluation financière

**Dans son rapport remis à l'AMF** le 31 mars 2005 et intitulé « Pour un renforcement de l'évaluation financière indépendante dans le cadre des offres publiques et des rapprochements d'entreprises cotées », le groupe de travail présidé par Jean-Michel Naulot a formulé 25 recommandations, parmi lesquelles :

- garantir l'indépendance de l'expert par l'absence de tout lien avec la société initiatrice et de tout intérêt significatif dans le succès de l'opération.
- Faire reposer l'expertise indépendante sur un travail complet intégrant une évaluation et non sur une simple appréciation des travaux de la banque conseil de l'initiateur.
- renforcer les obligations de transparence, mettre en place des chartes d'éthique, des procédures de contrôle interne et un contrôle de qualité obligatoire.

### Des divergences apparaissent à plusieurs niveaux.

• **La méthode DCF.** En termes de méthode de valorisation, le même rapport Naulot recommande l'utilisation des flux de trésorerie actualisés, aussi appelés *Discounted Cash Flows* (DCF), dont la somme pourra être comparée aux autres bases de valorisation disponibles (cours de Bourse, comparables). L'emploi de cette fameuse méthode DCF nécessite de déterminer des flux de trésorerie futurs, un taux d'actualisation et une valeur terminale. Une fois ces paramètres réunis, le calcul de la valeur de l'entreprise est d'une simplicité presque enfantine. La fixation de la valeur

de ces paramètres, lesquels dépendent eux-mêmes d'autres éléments variables (taux sans risque, « bêta », structure d'endettement de la société, prime de risque de marché, taux de croissance à l'infini des flux de trésorerie, ...) est donc critique. Or, les experts sont loin d'être unanimes dans la mise en œuvre détaillée de la méthode DCF. L'analyse de leurs rapports révèle des divergences méthodologiques et des désaccords non négligeables. Il existe en effet des discordances majeures quant à la nature des composantes du taux d'actualisation : un peu plus de la moitié des experts estiment qu'il faut modérer l'exigence de rentabilité des actionnaires par le coût de la dette après impôt, tandis que les autres contestent cette approche. Certains utilisent des « bêta » endettés, d'autres des « bêta » désendettés ; certains des structures d'endettement actuelles, d'autres des structures d'endettement cible.

• **Quant aux flux de trésorerie** auxquels s'appliquent le taux d'actualisation, certains experts construisent deux scénarios afin d'intégrer l'incertitude relative à toute projection dans le futur, quand d'autres acceptent les prévisions du management en l'état. Dans la moitié des

rapports, l'horizon de prévisions se limite à 3 ou 5 ans et n'inclut pas de phase de transition entre le business-plan détaillé et la valeur terminale. Plusieurs experts n'hésitent pas à faire des raccourcis abrupts où la valeur d'un paramètre est avancée sans explication (par ex., « bêta », prime de marché), malgré l'effet évident du mode de calcul sur la valeur dudit paramètre.

• **La valeur terminale<sup>1</sup>.** L'opacité règne aussi sur le mode de calcul et sur le poids de la valeur terminale, laquelle n'est fournie que dans 40 % des cas, alors qu'elle représente fréquemment plus de 80 % de la valeur de l'entreprise. Pour finir et illustrer la subjectivité qui règne dans l'estimation de certains paramètres, le taux de la prime de marché varie de 3 à 6 % et celui de la croissance à l'infini des flux de trésorerie de 1 à 3 %.

**Une valorisation qui peut varier de plus ou moins 30 %.** Ces différences peuvent paraître anodines, mais cumulées, elles font aisément varier la valorisation de plus ou moins 30 %. Cette incertitude intrinsèque est aggravée par la carence en explications et commentaires, qui permettraient au

lecteur de porter un regard critique, et cela en dépit des préconisations du rapport Naulot, qui estimait que « les hypothèses et les sources retenues dans les méthodes d'évaluation devraient être beaucoup mieux explicitées ».

Au total, la relativité des valorisations auxquelles les experts aboutissent tient tout autant à la difficulté d'anticiper les flux futurs qu'à l'absence de théorie unifiée (taux d'actualisation) ou à des problèmes d'opérationnalisation des concepts (bêta, prime de marché). La valeur boursière reste bien *in fine* la seule référence incontestable en termes de valorisation, à l'inconvénient près que la volatilité des cours est nettement supérieure à la variabilité des paramètres économiques sous-jacents.

La notion d'une valeur fondamentale et indiscutable qu'un expert pourrait faire émerger paraît donc assez illusoire. Aisé-ment manipulable, le calcul de la valeur intrinsèque peut servir de justification à une très large fourchette de prix, et à tous les excès boursiers ! ■

1. Le lecteur trouvera le détail du calcul de la valeur terminale dans « Le mot-clé du mois » en page 70 de ce numéro, ndlr.

## ZOOM SUR...

# QUELQUES CONCEPTS QUI FONT DÉBAT

**Le bêta** mesure la sensibilité du cours de l'action aux fluctuations du marché. Il devrait être prospectif, mais en pratique, il est calculé à partir de données historiques. Sa valeur est très influencée par les choix effectués : l'indice de marché de référence (actions pondérées par leur capitalisation ou non, dividendes inclus ou non), la périodicité des données incluses (journalières, hebdomadaires ou mensuelles), la durée de la période considérée (deux-trois années ou plus), la possible approximation du bêta individuel par un bêta sectoriel (avec la difficulté de constituer un échantillon de sociétés comparables, si possible avec des *pure players*).

**La prime de marché** est la différence entre le taux de rendement attendu du marché et le taux sans risque. Elle devrait être déterminée *ex-ante*, à partir de données prévisionnelles. Elle est très souvent calculée *ex-post*, à partir de données historiques ; d'où sa très forte sensibilité à la période choisie et au mode de calcul (moyenne arithmétique ou géométrique).

**Le taux d'actualisation** utilisé est souvent le *Weighted Average Cost of Capital* (Wacc), qui est la moyenne

pondéré du coût des capitaux propres et du coût de la dette après impôt. Mais on rencontre aussi le coût des capitaux propres sans endettement, au motif que les coûts implicites de la dette (faillite, opportunité) d'une part, la fiscalité favorable des actions d'autre part, contrebalancent les économies fiscales liées à la dette, et que l'hypothèse d'une structure financière stable dans le temps est peu réaliste. D'autres experts utilisent par ailleurs un coût des capitaux propres sans endettement, mais avec un bêta endetté (et non désendetté)...

**La valeur terminale** est habituellement calculée en utilisant la formule de Gordon Shapiro, permettant de trouver l'équivalent d'un flux de trésorerie perpétuel à croissance constante. Outre l'impact majeur du taux de croissance et du taux d'actualisation sur le montant de la valeur terminale, l'hypothèse de croissance à l'infini et au même taux du cash flow normatif est discutable. La méthode du *cash flow fade*, qui intègre l'érosion progressive de la rente de l'entreprise, semble plus réaliste, mais elle n'a pas été utilisée dans les rapports étudiés. ■