

Pourquoi la perception de la valeur est-elle aussi différente, entre le cédant et le repreneur ?

Entre autres une question d'espérance de rendement !

Lorsque l'on consulte des dossiers d'évaluation réalisés par les conseils des cédants, on est frappé de constater à quel point la valorisation, lorsqu'elle repose sur des méthodes de type rente du Goodwill, ou actualisation des flux, sous estime la légitime espérance de rendement du cédant.

Il n'est pas rare en effet de voir utiliser des taux "sans risque" à 5%, ou "risqué" à 10%.

De son côté, le repreneur, qui a sans doute déjà côtoyé des investisseurs susceptibles de l'accompagner dans son projet, sait que ces derniers attendent une rentabilité plutôt dans la plage des 20-25%.

Or, même avec l'utilisation d'un levier agressif - et le "mur de l'endettement" a beaucoup réduit les possibilités d'utilisation du levier, depuis le début de la crise actuelle - il est bien difficile de réconcilier les valorisations faites sur la base d'espérances de rendement aussi différentes !

Que se passe-t-il au juste ?

Eh bien, il faut bien reconnaître que les taux d'actualisation utilisés dans la plupart des dossiers de valorisation sont beaucoup trop faibles, pour rendre compte du risque du cédant. Cela conduit à une surévaluation notable dans les conclusions de l'expert, et dans la représentation que se fait le cédant de la valeur de son entreprise. Quel est donc l'espérance de rendement légitime du propriétaire d'une PME, au delà des perceptions habituelles ?

Le modèle de référence, pour l'estimation de l'espérance de rendement des actionnaires, qui est utilisé par la plupart des professionnels de l'évaluation, est le MEDAF (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers).

Ce modèle stipule que l'espérance de rendement est fonction de trois paramètres:

- le taux sans risque (le taux d'intérêt des Obligations d'Etat à 10 ans)

- la prime de risque actions, qui rémunère le risque pris par l'actionnaire qui investirait dans un portefeuille répliquant l'ensemble du marché des actions - ou pour simplifier, dans le CAC40.

- le coefficient de risque particulier de l'entreprise concernée, appelé beta:

$E(Rdt) = \text{Taux sans risque} + \text{beta} * \text{Prime de risque action}$

Avec des données normatives basées sur les moyennes historiques, on obtient pour une entreprise peu endettée:

$E(Rdt) = 4\% + 1 * 5\% = 9\%$

Dans le cas d'une entreprise plus endettée – qui reflètera mieux la situation du LBO, le beta endetté peut atteindre 1,5, voire 2. Et l'espérance de rendement augmenter de 2,5%, voire 5% au dessus de ce chiffre.

Mais le MEDAF repose sur une hypothèse majeure, à savoir que l'investisseur a parfaitement diversifié son risque, en investissant dans un large portefeuille de titres, dans des secteurs variés et contra-cycliques...

Ce n'est à l'évidence pas le cas du cédant, qui a une large part de son patrimoine investi dans son entreprise, et qui est donc tout sauf parfaitement diversifié...

Ce n'est pas non plus le cas du repreneur individuel, qui va investir dans son projet de reprise tout son patrimoine disponible, et parfois même s'endetter à titre personnel...

Ce n'est enfin pas non plus le cas des investisseurs financiers qui accompagnent le repreneur, et qui le plus souvent gèrent des portefeuilles d'investissement sous diversifiés, et dont le risque est accru par l'utilisation du levier de la dette.

Au total, alors, comment réconcilier les points de vue, et faire prendre conscience au vendeur de la valeur réelle de son entreprise ?

Il faut utiliser un indicateur de risque qui prenne en compte la diversification insuffisante. Cet indicateur existe : pour un investisseur non diversifié, et afin d'intégrer le risque spécifique résultant de cette absence de diversification, il suffit d'utiliser le beta total, qui se définit comme suit

Beta total = beta / coefficient de corrélation entre le titre et le marché

Comme la corrélation moyenne entre les titres et le marché dans son ensemble est de l'ordre de 30%, l'équation normative ci-dessus devient :

$$E(Rdt) = 4\% + 1/30\% * 5\% = 20,7\%$$

Comme le beta d'une entreprise varie couramment entre 0,5 et 2, selon son secteur d'activité, on voit que l'espérance de rendement associée peut s'éloigner considérablement des 8 à 10% utilisés par les praticiens :

Dans le e-commerce, par exemple, où le beta est de 1,24, et la corrélation de 30% :
 $E(Rdt) = 4\% + 1,24/30\% * 5\% = 24,7\%$

Dans l'agro-alimentaire, où le beta est de 0,72, et la corrélation de 30,4% :
 $E(Rdt) = 4\% + 0,72/30,4\% * 5\% = 14,8\%$

Pour les investisseurs en capital, le beta est de 1,0, et la corrélation avec le marché de 0,38 :

$$E(Rdt) = 4\% + 1,0/38\% * 5\% = 17,4\%$$

En fin de compte, il convient de réévaluer sérieusement les espérances de rendement, si l'on veut rendre compte correctement du risque du cédant comme du repreneur !

Et cela permet de mieux comprendre les prix effectivement constatés lors des transactions.

Rémy Paliard Gérant ValoConsult
Professeur de Finance à EMLYON Business School

http://www.fusacq.com/article19166,pourquoi-la-perception-de-la-valeur-est-elle-aussi-differente-entre-le-cedant-et-le-repreneur-entre-autres-une-question-d-esperance-de-rendement?&id_service_prestataire=442