



Compagnie
Nationale des
Experts
Comptables de
Justice

Section Paris Versailles

COLLOQUE

**« L'approche de la valeur
dans un contexte de crise »**

Lundi 16 novembre 2009

CHAMBRE DE LA SECTION PARIS - VERSAILLES

<i>Président d'Honneur</i>	BOUCHON Madeleine THORIN Félix HEME Pierre TOUBER Raymond DANA André GAILLARD André CAILLIAU Jean-Claude LOEPER Pierre EZEGHIAN Edmond BERNE LAMONTAGNE Rolande AMATA Victor FAURY Didier
<i>Président</i>	CARDON Didier
<i>Vice-Président</i>	LE TEUFF Patrick DE FOURNAS Gérard
<i>Secrétaire</i>	BALOTEAUD Jean-François
<i>Secrétaire Adjoint</i>	PERONNET Olivier
<i>Trésorier</i>	DE FOURNAS Gérard
<i>Trésorier Adjoint</i>	LECARON Xavier
<i>Membre du Bureau</i>	MAHIAS Dominique AUVRAY Alain POMMIER Gérard LEGRIS Jean-Charles VERGNE Jean Pierre DUSART Isabelle
<i>Conseiller à la Formation</i>	VERGNE Jean Pierre
<i>Représentant Supplémentaire Délégué</i>	AUVRAY Alain MAHIAS Dominique VERGNE Jean Pierre

COLLOQUE

« L'approche de la valeur dans un contexte de crise »

Lundi 16 novembre 2009

OUVERTURE DU COLLOQUE

Par Monsieur Ramon GONZALEZ

Délégué Général du Tribunal de Commerce de Paris

Monsieur le Président,

Si vous le voulez bien, nous allons ouvrir la séance.

C'est avec plaisir que je vous accueille dans ce tribunal de commerce qui est très heureux de recevoir des personnes comme vous, très compétentes en la matière, qui nous apporteront beaucoup, aussi bien les participants de la table que ceux qui sont dans la salle.

Le Président de Baecque et le Vice-Président sont désolés de ne pas pouvoir présider cette séance. Il m'est donc échu l'honneur d'être celui qui va présider.

J'ai été très vite accroché par le titre du sujet : L'approche de la valeur dans un contexte de crise.

J'ai parcouru, avant de venir vous voir, les interventions qui vont être faites, et j'y ai vu une série de sujets.

A l'occasion de ces sujets, j'aimerais que chacun des participants à la table réponde à un certain nombre de problèmes que je vais soulever auprès de vous très rapidement, car je m'attache plus à la crise qu'aux méthodes techniques -vous êtes beaucoup plus experts que moi-, à ce que je vis, à ce que je comprends ou que je ne comprends pas.

Effectivement, on nous dit des choses qui sont un jour blanches et un jour noires, à savoir : « *On en est sorti ou l'on vient d'y rentrer, il n'y a plus rien à faire ou il y a tout à faire* ».

Je voulais simplement au départ vous citer une citation que le célèbre historien Arnold Toynbee a faite à l'occasion du 60^{ème} anniversaire de l'accession de la Reine Victoria au trône, le 20 juin 1897.

Que disait-il ? « *Nous sommes au sommet du monde et nous avons atteint ce sommet pour y rester éternellement* ».

Bien évidemment, cela fait plus de 100 ans, mais l'éternité, à ma connaissance, dure plus de 100 ans.

A côté de cette citation d'Arnold Toynbee, je vais vous rappeler une loi physique : les propriétés de la matière changent avec la masse, et la masse au plan mondial a totalement changé. Ajoutez-y notamment la Chine, l'Inde et le Brésil. Toutes ces entreprises que vous êtes chargés d'évaluer à une occasion ou à une autre se meuvent à l'intérieur de l'univers qui n'est plus le même que celui qui existait avant la chute du Mur.

La question que je me pose est la suivante : aujourd'hui, il faut comparer les choses avant d'arriver à avoir une idée de leur évaluation. Ce ne sont pas les méthodes techniques les plus importantes, mais la réflexion de celui qui évalue.

Aujourd'hui, la comparaison ne s'inscrit plus dans la dimension verticale du temps mais dans une horizontale de l'espace. D'où la question que l'on peut se poser : Que savons-nous faire mieux que les autres ?

Car, même s'il s'agit d'une petite entreprise, elle est concurrencée par d'autres petites entreprises qui sont ailleurs et dans lesquelles les règles ne sont pas les mêmes.

Aujourd'hui, ce n'est pas la matière première ni la main d'œuvre qui comptent, mais les idées et l'énergie. A un moment donné, on disait qu'en

France on n'avait pas de pétrole mais que l'on avait des idées !

La projection des tendances observées n'a aucune chance actuellement de refléter la montée qui arrive. On sort d'un cadre de prévisibilité, puisque les évaluations vont se faire à l'intérieur d'un business plan. Quand je dis cela, j'ai l'impression que je vais vous mettre dans l'embarras, mais pas du tout car vous êtes bien trop brillants.

Je dis qu'il faut penser la crise comme la transition d'un système dominé par la confrontation et la rareté, appelé à une nouvelle révolution industrielle. Bref, pour moi, il n'y a pas de crise mais un changement de paradigme.

On ne va pas traiter aujourd'hui de méthodes en cas de crise, mais de méthodes dans le futur puisque l'on ne joue plus sur le même terrain. Le terrain est différent, il est aujourd'hui mondial. On est dans une période de transition entre la croissance infinie et la rareté. Si je vous dis la « rareté » c'est parce que le champ s'est étendu, qu'il y a beaucoup plus de joueurs et qu'il n'y en a peut-être pas pour tout le monde.

J'ai aimé traiter tous ces points car c'est un peu ma marotte de regarder ces éléments, de lire ce que lisent les économistes, ce qu'ils disent, etc. J'ai toujours été attiré par les choses que je ne comprenais pas ! Je ne vais pas vous parler des quantum ou des quanta auxquels je ne comprends rien, mais comme je suis comme Alice au pays des Merveilles, cela m'a toujours charmé. Là aussi, cela me charme.

La question que je pose autour de moi est la suivante : êtes-vous certains que vous allez traiter, outre les problèmes de l'entreprise, ceux posés par le nouveau terrain de jeu dans lequel les nouveaux joueurs des entreprises jouent ?

Je ne poserai pas de questions car elles sont toutes intrinsèquement posées dans mon introduction.

INTRODUCTION

Par Monsieur Didier CARDON

Expert agréé par la Cour de Cassation

Président de la CNECJ – Section Paris-Versailles

Merci Monsieur le Président. Vous avez mis la barre très haute, mais cela ne nous surprend pas.

Je vais saluer tout d'abord tous les hauts magistrats, hautes personnalités, avocats, mandataires et tous nos confrères et consoeurs qui sont là.

Au cours de ce débat, nous allons approcher la valeur dans un contexte de crise, puisque c'est le sujet d'actualité. Pour traiter ce débat, dans une introduction que j'aurai l'honneur de faire, je listerai les différentes missions -pour planter le décor- qui sont confiées par les textes légaux en général : Code de commerce et Code civil qui confient les missions aux experts judiciaires.

Après, nous aurons trois tandems et un solo, si je puis dire.

. Un premier thème : l'actif net et l'actif net réévalué dans ce contexte de crise, animé par Mme Dominique Mahias et M. Olivier Péronnet, membres de la Chambre de notre Compagnie.

. Un deuxième module : les approches des comparables boursiers et les transactions, animé par M. Auvray et M. de Courcel, experts judiciaires.

. Enfin, un troisième volet : les approches des cash flow, des flux de trésorerie, animé par M. Xavier Lecaron et M. Didier Faury, membres de la Chambre de notre Compagnie.

. Une synthèse sera faite sur les différentes approches, une fois entendues : comment l'expert judiciaire tranche-t-il ?

. Au milieu s'insèrera un développement après l'intervention sur l'actif net et l'actif réévalué, animé par M. Philippe Malaquin, Expert agréé par la Cour de Cassation et Président des Experts en estimations immobilières, qui nous a fait l'amitié de nous rejoindre, puisque, entre autres, l'immobilier est impacté par la crise.

Avant de commencer cette introduction, nous avons le plaisir d'avoir avec nous le Président de la Compagnie Nationale des Experts Comptables de Justice qui interviendra sur un point technique (puisque nous sommes une des quatorze sections de la Compagnie Nationale des Experts Comptables de Justice, celle près les Cours d'Appel de Paris et de Versailles, la plus importante au plan national) : M. Didier Faury.

Je vais laisser la parole à notre Président national, Didier Faury, qui a été Président pendant 4 ans de notre Section.

Monsieur Didier FAURY.

Expert agréé par la Cour de Cassation

Président de la CNECJ

Merci Didier.

Je voudrais m'associer aux remerciements à l'égard de nos hôtes, et sincèrement remercier M. Gonzalez et M. Lucquin de nous accueillir de nouveau dans ce tribunal. Nous sommes des habitués des lieux et nous prenons toujours grand plaisir à réaliser le colloque dans l'enceinte du tribunal de commerce.

Monsieur le Président, vous avez cité Arnold Toynbee quand il parle de l'éternité. Je vais me permettre de citer également un grand auteur qui s'est exprimé sur le même thème : Woody Allen. Il a dit que : « *L'éternité, c'était très long, surtout vers la fin* » !

Plus sérieusement, je suis plus particulièrement heureux d'être à cette tribune aujourd'hui, et ce à trois titres. Vous voyez quel homme comblé je suis !

En premier lieu, en tant que Président de la Compagnie Nationale des Experts de Justice, car la section parisienne de cette Compagnie est la plus importante. Je me rends compte qu'elle fait parfaitement honneur à son Président en organisant des manifestations de cette ampleur.

A un deuxième titre : j'ai été Président de cette section parisienne et je suis particulièrement ravi d'avoir « laissé les clés » entre de bonnes mains, à savoir celles de mon ami Didier Cardon.

Enfin, je suis heureux d'être parmi vous à un troisième titre, comme intervenant au titre de ce colloque. Sans plus tarder, je repasse la parole à Didier Cardon qui va traiter du premier sujet.

M. CARDON.- Merci, mon cher Président. Je vois que je suis bien encadré ! Vous me corrigerez en cas de dérapage.

Nos deux Présidents de Chambre au Tribunal de Commerce de Paris et délégués généraux n'hésiteront pas à intervenir si je m'égarais.

Pour brosser le tableau d'intervention des missions dans lesquelles un expert comptable de justice intervient, une première famille de missions -sur lesquelles on va voir l'impact de la crise- seront déclinées en trois volets : actif net, méthode « des comparables » et méthode des flux de trésorerie qui sont

les missions classiques, où un expert est désigné en justice par un organe de jugement, ou en référé le cas échéant en matière civile sur des questions de succession, de partage de communauté ou de litige entre les associés -on a toujours des évaluations à faire-, soit en matière pénale (distribution de dividendes inexacts). Il faudra se prononcer sur tel ou tel poste : les titres de participation ou de placement, voire les immeubles (exposé de M. Malaquin) ont-ils été correctement évalués, et notamment avec l'impact de la crise ?

Deuxième famille de missions qui nous touchent plus particulièrement : commissariat aux apports et à la fusion. Le Délégué général à ma gauche, qui préside ce colloque, en est particulièrement chargé, puisque les commissaires à la fusion et aux apports sont choisis dans la liste des commissaires aux comptes ou des experts de justice.

Un certain nombre de normes sont en cours de révision. Elles sont sous forme de projet qui n'a pas encore été homologué. Ce sont des missions d'information. L'expert judiciaire retenu en tant que commissaire aux apports doit attester que c'est une mission a minima. Il s'assure que la valeur des apports n'est pas surévaluée et vérifie qu'elle correspond au moins au nominal des actions ou parts à émettre, augmenté éventuellement de la prime d'émission, de fusion ou de scission.

L'autre mission est celle du commissaire à la fusion : cette mission est relative. Le commissaire à la fusion doit s'assurer que le rapport d'échange est équitable et que les méthodes qui ont contribué à calculer ce rapport d'échange -deux actions de l'absorbée pour une action de l'absorbante, par exemple- ont été basées sur des critères pertinents.

Si on pèse X fois le chiffre d'affaires de l'absorbé, il faut s'assurer que l'on ait bien pris la même méthode de l'autre côté. Il faut s'assurer qu'il y ait une convergence. En cas de divergence, on verra plus tard comment on agit.

On va retrouver également l'impact de la crise sur ces missions.

Troisième famille : les expertises indépendantes prévues par le Règlement général de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), suite au groupe de travail présidé par M. Naulleau, (article 261-1 du Règlement général de l'AMF).

En cas de procédure de retrait obligatoire de la cotation sur un marché réglementé, un expert indépendant sera désigné, ou quand la société est visée par une Offre Publique d'Acquisition, cette opération étant susceptible de faire naître des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration, des organes de Direction (comme dit le texte) : « *de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs d'instruments financiers qui ont fait l'objet de l'offre* ».

Six cas sont visés par le Règlement général. Un expert indépendant sera désigné et va apprécier les conditions financières de l'offre afin de rendre son avis motivé.

Dans ses différentes diligences, il va notamment examiner les évaluations qui ont été faites par les banques conseils de l'opération, faire une analyse critique des hypothèses présentées, examiner les comptes et le plan d'affaires avec les équipes de Direction de la société visée et rédiger un rapport en soulignant les points éventuels de divergence avec l'initiateur de l'offre et ses banques conseils. Ce rapport est présenté par l'expert indépendant au Conseil d'administration ou aux organes de Direction de la société.

Un certain nombre de projets sont en cours en ce moment pour étendre cette procédure et la généraliser à des sociétés cotées sur d'autres marchés.

Quatrième famille de missions où l'expert compétable de justice ou d'autres experts interviennent : les expertises de gestion. Pour les SA et les SAS, quand un ou plusieurs actionnaires représentent au moins 5 % du capital social, ils peuvent demander qu'une ou plusieurs opérations de gestion de la société soient examinées sur plusieurs points et qu'un expert indépendant soit désigné contractuellement ou par le tribunal.

Pour les SARL, le quota est porté à 10 %. L'expert, de la même façon, va examiner de manière contradictoire les différents éléments qui font l'objet de sa saisine et, selon la Cour de Cassation, pour qu'une suite favorable soit donnée à la nomination d'un expert de minorité, la demande doit revêtir un caractère sérieux, qui résulte soit d'une présomption d'irrégularité des opérations contestées, soit d'un risque d'atteinte à l'intérêt social. Dans ce cas-là, l'expert sera amené bien souvent à évaluer un

certain nombre de postes du bilan qui sont l'objet des questions litigieuses, et l'impact à nouveau de la crise va se faire sentir.

Ces experts mènent leurs opérations et en rendent compte à l'ensemble de la société. Le rapport de l'expert indépendant est annexé au rapport du commissaire aux comptes à la prochaine Assemblée générale.

D'autres missions sont bien connues des professionnels : des missions « particulières » prévues par le code civil (article 1843-4) qui dispose que dans tous les cas où est prévue la cession des droits sociaux d'un associé ou le rachat de ceux-ci par la société, la valeur de ces droits est déterminée en cas de contestation par un expert désigné, soit par les parties, soit à défaut d'accord entre elles, par ordonnance du Président du tribunal statuant en la forme des référés et sans recours possible.

L'expert va réaliser ses diligences. Un Arrêt de la Cour de Cassation du 4 décembre 2007 (Chambre commerciale, économique et financière) a cassé une décision de Cour qui indiquait que l'expert, nommé dans le cadre de l'article 1843-4, devait impérativement tenir compte des clauses d'évaluation fixées dans les statuts.

Un nouvel Arrêt du 5 mai 2009 -Fraigniaud contre la société civile les Mousquetaires- a confirmé que l'expert pouvait s'écarter des méthodes fixées dans les statuts dans les cas bien prévus par l'article 1843-4. Il doit donc effectuer une analyse multi-critères et justifier pourquoi il retient tel ou tel critère.

Ces missions, qui sont des évaluations, sont sensibles. Comme les dispositions de l'article 1843-4 sont d'ordre public, pour cette raison -en simplifiant-, il a été retenu que l'expert pouvait s'affranchir des règles statutaires.

Son « cousin », l'article 1592 du code civil, indique que le prix peut être laissé à l'arbitrage d'un tiers. Si le tiers ne veut ou ne peut faire l'estimation, il n'y a point de vente.

C'est important car si l'expert n'arrive pas à avoir l'accord des parties sur la méthodologie qu'il doit suivre, sur le déroulement de la mission, le calendrier, les assurances, etc., il « rend son tablier » car on n'est pas dans une mission d'ordre public et la vente ne peut se faire.

On a enfin un catalogue de missions plus spécifiques :

Dans le code civil, l'article 1578 en matière de dissolution du régime matrimonial. S'il n'y a pas d'accord entre les parties, un expert désigné par le juge tranchera.

Les articles 1641 et 1643 du Code civil sur la garantie du défaut de la chose vendue et du vice caché. Idem : nomination d'un expert. L'acheteur a le choix de rendre la chose et de se faire restituer le prix ou de garder la chose et de se faire rendre une partie du prix telle qu'elle sera arbitrée par l'expert.

Le droit commun légal : article 2348 du Code civil. Un expert peut évaluer le gage.

Les contrats de fiducie : article 1372-3. L'expert peut évaluer le bien.

Pour le Code de commerce, l'article L.631-19-1, quand l'adoption du Plan, sur demande du ministère public, est subordonnée au remplacement d'un ou plusieurs dirigeants, un expert est désigné pour évaluer le prix de cession qui sera versé au dirigeant.

Autre article : 125-17 (magasins collectifs, société civile professionnelle).

Dernière mission dans le cadre de la « loi de respiration ». Quand un établissement public ou une société détenue à 100 % par l'Etat peut faire l'objet d'une ouverture partielle de capital, un expert est désigné. C'est le contraire de la mission du commissaire aux apports. L'expert a une mission maxima qui est de s'assurer que le prix proposé aux nouveaux entrants ne lèse pas les intérêts de l'Etat, à savoir que ce soit le juste prix.

Voilà ce catalogue « à la Prévert » qui brosse tous les cadres légaux dans lesquels un expert sera désigné et va avoir une mission qui va porter sur une valeur.

Maintenant, je laisse la parole au premier tandem, Dominique Mahias et Olivier Péronnet, qui vous nous indiquer dans la première famille d'approche, qui est l'actif net ou l'actif net réévalué, quels sont les impacts du contexte de crise que nous vivons sur cette valeur.

Madame Dominique MAHIAS.

Expert près la Cour d'Appel de Paris

Merci Président.

Je vais vous parler d'une notion qui vous est sans doute familière, l'actif net comptable. L'actif net comptable est issu des comptes établis par une entité. Il se définit comme l'ensemble des actifs, sous diminution de ses dettes ou de ses capitaux propres au sens comptable (sociaux quand il s'agit d'une entité individuelle et consolidés pour un Groupe).

On parle également d'actif net tangible qui correspond à l'actif net comptable sous déduction de l'ensemble des éléments incorporels inscrits à l'actif du bilan (fonds de commerce, goodwill et autres).

On trouve également, en matière d'évaluation, la terminologie de book-value, autrement dit la « valeur dans les livres », qui correspond généralement à la notion d'actif net tangible.

Cette définition étant donnée, on peut se poser une première question : l'actif net comptable peut-il constituer une valeur au sens de l'évaluation ? Dans ce cas-là, quelle portée peut être donnée à un tel agrégat ? Cet agrégat est purement comptable. Les comptes publiés sont supposés donner une image fidèle de la situation financière et du résultat des opérations d'une société.

Pour le profane, il peut paraître contre-intuitif de ne donner aucun sens de valeur à des comptes dont l'actif net comptable est censé représenter la situation financière. Pourtant, on constate que les comptes ne reflètent pas en général la valeur.

Quelques exemples : Pour les comptes sociaux, on peut relever que le passif du bilan n'intègre pas nécessairement les montants d'indemnités de fin de carrière qui sont versés lors du départ à la retraite des salariés, et que ce passif fait l'objet d'une simple inscription dans les engagements hors bilan.

De même, ces comptes n'intègrent pas certains retraitements, tels les retraitements de contrats de crédit-bail. Ces comptes privilégient une approche purement juridique par rapport à une approche réellement économique.

Pour les comptes consolidés, il en est de même. Par exemple, si une société ne pratique pas la méthode dite préférentielle concernant la comptabilisation des engagements de retraite, elle les fait figurer dans ses engagements hors bilan. Ainsi, la vision d'une valeur au travers des comptes sociaux consolidés n'est généralement pas pertinente.

On peut se poser la question de savoir ce qu'il en est concernant les comptes établis en référentiel IFRS. La question est légitime puisque ce référentiel comptable a introduit le désormais fameux concept de « juste valeur » dans les comptes consolidés, en complément de celui des valeurs historiques.

Comment des comptes en « juste valeur » ne seraient pas représentatifs de la valeur ? Et pourtant, en référentiel IFRS, le bilan ne reconnaît pas la valeur de tous les incorporels créés par une entreprise. Seuls les incorporels acquis sont inscrits dans les comptes et subissent la volatilité reflétée par les dépréciations à constater, le cas échéant, en cas de perte de valeur.

L'actif net comptable n'est donc généralement pas représentatif ici encore de la valeur, et présente au surplus l'inconvénient de n'être pas immunisé de la volatilité.

On peut souligner à cet égard que la crise a mis en lumière un certain nombre de choses.

En premier lieu, le fait que les valeurs incorporelles sont sujettes à des pertes de valeur qui conduisent à opérer des dépréciations parfois très importantes et souvent très brutales dans les comptes.

En second lieu, certaines normes ont fait apparaître des difficultés particulières de mise en œuvre, en particulier pour les banques, la norme IAS 39. Cette norme prévoit l'application à certains actifs de la valeur de marché. Or, valoriser un actif en valeur de marché, autrement dit en valeur « mark-to-market », nécessite de s'appuyer sur un prix de marché, et donc sur des données de marché.

Mais il peut arriver qu'il n'y ait plus de marché car plus de transactions. Dans ce cas-là, que se passe-t-il ? Les évaluateurs vont être contraints de recourir à des modèles mathématiques basés sur des formules qui intègrent à la fois des données de marché mais également des données totalement subjectives.

C'est alors que l'on parlera de valorisation « mark-to-model » qui permet de fixer une valeur, en l'absence de marché, et qui, en ces temps de crise, dans les faits, a souvent remplacé le « mark-to-market ».

Ces difficultés, révélées par la crise, ont entraîné un vif débat sur ces normes comptables et, actuellement, la norme IAS 39 est en cours de refonte, avec, il faut bien le dire, l'espoir pour les opérateurs, de

sortir d'une logique où tous les actifs et passifs dans un bilan de banque sont réputés négociables à tout moment sur un marché, ce qui en réalité ne correspond à aucune réalité.

Pour prendre un autre exemple, les règles IAS 36 portant l'appréciation à la « juste valeur » des éléments incorporels se réfère largement dans la pratique à des concepts de marché actif et de DCF avec, en particulier, des notions de primes de risque résultant de données de marché.

Or, là encore, devant les difficultés engendrées dans les évaluations par la prise en compte de primes de risque instantanées, en particulier à la fin de l'année 2008, qui atteignaient alors des niveaux records, les régulateurs eux-mêmes et les autorités ont incité à un assouplissement des pratiques en recommandant de se référer dans les évaluations qui servaient de base à la détermination des dépréciations à des primes historiques plutôt qu'à des primes de marché instantanées.

En réalité, ces exceptions et aménagements traduisent l'opposition entre une approche à long terme patrimoniale historique qui peut être exprimée par la comptabilité, et une vision plus court-termiste des valeurs telle que l'exprime de plus en plus le marché.

En synthèse, sur cette première partie, on peut considérer que l'actif net comptable n'est en général pas révélateur de la valeur. Il y a un cas où, par contre, on peut considérer que cet actif net est représentatif de la valeur, c'est le cas de la valeur liquidative d'une entreprise car tous les éléments de l'entreprise sont évalués de manière comptable en valeur de liquidation.

Si cet actif net comptable n'est pas un critère de valeur, on peut se poser la question de savoir s'il reste néanmoins utile.

Nous pensons que oui. En effet, à partir des états financiers de l'actif net comptable, il est possible tout d'abord d'établir des comparaisons entre entreprises. D'ailleurs, l'enjeu des normes IFRS était de constituer un référentiel commun à tous les émetteurs qui permettait de les comparer au plan patrimonial ou en terme de performances.

On sait bien que la compréhension des mécanismes comptables d'un émetteur est importante pour l'évaluateur. Les méthodes comptables et les prin-

cipes d'évaluation peuvent différer très sensiblement d'un Groupe à l'autre. Cela peut être un facteur de risque ou de volatilité selon la perception qu'en ont les marchés.

En second lieu, on peut considérer qu'à partir des états financiers il est possible de visualiser la structure financière de l'entité évaluée et de procéder à la mise en évidence de différents agrégats qui serviront cette fois dans une évaluation.

Ainsi, l'actif net tangible pourra être rapporté à la capitalisation boursière ou à l'endettement pour déterminer le niveau de levier comptable qui peut intervenir dans l'évaluation.

Enfin, l'actif net comptable a une utilité certaine car il permettra de déterminer l'actif net réévalué ou ANR, sur lequel mon confrère Olivier Péronnet reviendra tout à l'heure.

En partant de l'actif net tangible, qui va constituer une base patrimoniale statique à laquelle sera ajoutée par l'évaluateur la valorisation dynamique d'éléments corporels ou incorporels, dans le contexte de crise, l'agrégat de l'ANR nous semble refléter une utilité particulière.

L'actif comptable tangible va en effet constituer un repère en matière d'évaluation. Ce repère va servir à positionner les niveaux de valeur de marché qui sont constatés. On le voit très bien dans le domaine bancaire. Compte tenu des obligations dans ce secteur en matière de ratios prudentiels et de l'importance de l'appréciation par le marché du niveau de couverture du risque, l'expression de la valeur de marché en multiple de la « book value » est un critère d'appréciation très courant. Le multiple de la « book value » est très utilisé et permet aux analystes financiers de faire des comparaisons entre émetteurs.

La crise a eu pour effet -signalons-le- de faire fortement évaluer le niveau moyen de ce ratio qui, dans les grands établissements bancaires, est désormais proche de 1.

On peut également insister sur le fait qu'intuitivement l'actif net exprime une valeur très faible de l'entreprise et, pourtant, dans un contexte de chute des marchés, particulièrement sur le premier semestre 2009, on a pu constater que certaines capitalisations boursières étaient très inférieures à l'actif net comptable des sociétés concernées. Cela lais-

serait supposer que la valeur comptable était sur-évaluée.

En fait, cette situation peut être due à une simple anomalie de marché, et le règlement AMF impose aux émetteurs qui se trouvent dans une telle situation de donner leur appréciation dans leurs comptes annuels sur les éléments qui peuvent expliquer un tel écart.

Je pense que mes confrères, Gilles de Courcel et Alain Auvray, y reviendront plus amplement.

Voilà ce que nous pouvions dire sur l'actif net comptable.

Je laisse la parole à mon confrère Olivier Péronnet.

Monsieur Olivier PERONNET.

Expert agréé par la Cour de Cassation

Merci Dominique. Bonjour à tous.

Il m'incombe de vous parler de l'actif net réévalué qui est réputé être un véritable critère d'évaluation.

L'actif net réévalué se définit comme l'actif net tangible comptable, tel que Dominique vient de nous le décrire, auquel on va ajouter la valeur estimée des éléments incorporels, en substitution de ceux qui peuvent figurer au bilan de l'entreprise, ainsi que les plus-values de réévaluation des éléments corporels et financiers et, en troisième lieu, le cas échéant, l'impôt lié à ces deux facteurs de réévaluation qui auront été réintroduits.

L'ANR, appelé communément l'actif net réévalué, est un critère d'évaluation considéré comme particulièrement pertinent et utilisé dans la pratique dans certains contextes d'évaluation.

On peut au moins en citer deux : le cas dans lequel l'entreprise a un patrimoine foncier d'exploitation et hors exploitation important. On parlera ainsi d'ANR essentiellement dans les sociétés foncières qui ont d'ailleurs l'obligation de publier avec leurs comptes annuels leur valeur estimée par action à partir de ce critère.

Le deuxième cas auquel on peut penser est celui des conglomérats ou des sociétés de portefeuilles qui regroupent des activités très différentes. Il s'agira alors d'une approche que l'on qualifiera généralement de somme des parties, les parties étant les différents métiers composant l'entreprise, sous dimi-

nution de la dette qui figure dans les comptes consolidés du Groupe.

Il vise à identifier les différents métiers ou secteurs d'un Groupe ou d'une société, pour les valoriser spécifiquement en fonction de critères d'évaluation dynamiques qui apparaissent les mieux appropriés, qui peuvent être les DCF, le cours de bourse si la société détient des participations cotées, l'application de multiples de marché ou de transactions sur d'autres lignes de participation.

Pour illustrer le propos, ce critère est tout à fait pertinent pour évaluer des Groupes comme Bouygues qui sont dans plusieurs métiers : le BTP et la téléphonie, un Groupe comme LVMH qui intervient dans le luxe mais également dans d'autres activités de façon extrêmement large, ou pour une société de portefeuilles comme Wendel qui aujourd'hui détient à la fois des lignes de participations cotées, tel le Groupe Saint-Gobain, ou d'autres participations non cotées.

Au regard de la crise, que peut-on dire de ce critère ?

Dans le contexte actuel, cette approche garde le mérite de différencier les différents niveaux d'exposition des composantes du patrimoine d'un Groupe, en fonction de leurs risques propres, mais se heurte à un certain nombre d'inconvénients.

D'abord, le premier consiste à la difficulté de pouvoir déterminer les paramètres d'évaluation pertinents, que ce soit des éléments statiques concernant l'immobilier (Philippe Malaquin évoquera ce sujet) ou des éléments dynamiques, puisqu'il s'agit, là aussi, comme je vous l'ai déjà dit, de trouver les éléments liés à la valorisation des éléments incorporels, composante dont l'évaluation se réfère à des données de marché. Dans le contexte de crise actuelle, il a l'inconvénient d'être lui aussi exposé à la volatilité puisqu'il intègrera à la fois des éléments très composites : de comparables, de DCF, de cours de bourse pour certaines lignes cotées.

Dans le contexte de crise actuelle, on doit retenir que tous les inconvénients des méthodes sur lesquelles nos confrères vont revenir un peu plus tard se retrouvent dans ce critère d'ANR.

Pour vous donner quelques exemples de difficultés liées à la volatilité constatée sur ce critère dont je vous disais que les Groupes cotés, en particulier

dans le domaine foncier, ont l'obligation de les communiquer au marché. Une Foncière spécialisée sur les pays de l'Est publiait un ANR par action au 30 juin 2008 de près de 84 € et affichait un cours de bourse de 23 € à la date de la publication de cet ANR.

Cette situation est peut-être observée de façon générale sur les Foncières. Lors de l'OPA/OPE Gecina/Gecimed il a été constaté, sur la base des cours de bourse de février 2009, au cœur du « cyclone », que sur un large échantillon de sociétés foncières la décote moyenne du cours de bourse sur ANR atteignait environ 56 %.

Je vais maintenant passer la parole à notre confrère Philippe Malaquin qui va vous illustrer les difficultés d'évaluation dans le secteur immobilier.

Je vous remercie.

Monsieur Philippe MALAQUIN.

Expert agréé par la Cour de Cassation

Président de la Compagnie des Experts en Estimations Immobilières et en Estimations Notariales et Copropriétés près la Cour d'Appel de Paris

Merci beaucoup Olivier.

Je suis chargé de vous parler de l'approche de la crise dans l'immobilier. Tout le monde a plus ou moins constaté dès le troisième trimestre 2007 (le début de la crise des subprimes aux Etats-Unis), l'appréciation de la baisse, qui a été perçue de manière assez floue.

Je distinguerai trois secteurs majeurs :

Le secteur des terrains à bâtir :

C'est un secteur où il y a peu de ventes, donc peu d'achats, mais on a quand même vu un certain nombre de promesses de vente se casser et les promoteurs ont perdu 10 % sur le dédit qu'ils avaient avancé.

Bref, tout au long de l'année 2008, un certain de ventes ne se sont pas faites et l'activité a été raréfiée dans le secteur de la promotion.

On a vu peu de rediscussions de prix car les gens de la construction avaient vraiment peur.

Par contre, surprise, l'été 2008 a vu un besoin de logements, et un certain nombre de logements

invendus se sont vendus - je parle de la région parisienne principalement - et, de ce fait, les promoteurs s'intéressaient à des terrains, avec des prix en baisse sur les prix avancés un an et demi avant.

L'immobilier d'habitation :

On a vu des ventes décroître en nombre et des prix baisser assez régulièrement, des valeurs locatives restées à peu près stables car il y a toujours une demande en logements. Les taux de rendement des immeubles d'habitation loués ont augmenté, ce qui a baissé les valeurs.

IPD, qui est un organisme britannique (Investment Property Databank), regarde tous les semestres les évaluations des patrimoines loués des institutionnels (compagnies d'assurance, etc.). Ils n'ont pas le monopole de regard sur tous les patrimoines, mais ils en observent plus de 50 % actuellement en France depuis 10 ans.

Ils nous ont dit que les taux de rendement affichés par les experts étaient en hausse. Parallèlement, ils ont fait des études pour savoir si les experts ne divergeaient pas trop des valeurs vénales. On s'est aperçu que les experts des investisseurs institutionnels n'avaient pas vu une différence notable entre les valeurs vénales et les valeurs estimées.

Exemples chiffrés des taux de rendement locatif pour l'habitation : Paris intra muros (3,5 %/4 % en juillet 2007 et actuellement à 4,5 %) ; en banlieue où l'on était à 4,5 % on est plutôt à 5,5 % ; pour les appartements libres, la Chambre des Notaires validée par l'INSEE nous donne des chiffres à peu près corrects. Elle a constaté que le prix moyen sur Paris avait baissé de 7,8 % en comparant le deuxième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2008.

Un certain nombre de nos collègues autour de la table qui ont des réunions préparatoires m'ont demandé quelle était la valeur de l'indice de la Chambre des Notaires ?

J'y réponds. L'indice de la Chambre des Notaires n'est pas toujours très précis quand on rentre dans le détail, mais comme il fait à peu près toujours les mêmes erreurs, d'une manière générale la hausse ou la baisse est corrigée des erreurs et c'est un bon moyen de discuter notamment avec les gens de la fiscalité immobilière, à ceci près qu'en général l'indice a 3 à 6 mois de retard car il prend en compte les ventes signées.

L'immobilier d'entreprise dans les immeubles d'investissement :

On a dans l'immobilier d'entreprise les boutiques, les bureaux, les ateliers, les dépôts, les entrepôts et les immeubles de logistique.

On a perçu, comme partout en France, des valeurs locatives en baisse, étant entendu que les boutiques, puisqu'il y a la rigidité du bail de 9 ans, avaient moins baissé que les bureaux ou les dépôts.

On a également eu la variation de l'indice INSEE qui a joué dans ce sens, car il est bien monté et a permis à certains de rediscuter les loyers, mais l'indice INSEE du coût de la construction a été remplacé pour l'habitation par l'IRL, pour les loyers commerciaux par l'ILC, et depuis quelques mois on nous annonce l'ILAT qui n'est pas né, pour lisser ce coût de construction INSEE qui montait de manière surprenante et qui baissait de la même manière.

Pour les taux de rendement des immeubles loués, IPD France nous a montré que les taux de rendement retenus par les experts et le marché étaient en hausse. Dans la méthode d'estimation par le cash flow que les collègues experts financiers aiment bien utiliser, mais que nous utilisons également depuis une dizaine d'années, la vacance des locaux retenue dans nos hypothèses de travail augmente. Cela signifie que les valeurs ont baissé.

La rénovation, la mise aux normes HQE (Haute Qualité Environnementale) et les exigences du Grenelle de l'Environnement vont peser sur ce modèle de cash flow et faire baisser les valeurs des immeubles qui sont à rénover, à restructurer ou qui ont des normes anciennes pour ce qui est de la consommation d'énergie. Les immeubles de plus de 15 ans vont encore subir, en plus de la crise, ce facteur de baisse.

Selon le commercialisateur CB Richard Ellis, les taux de rendement locatifs Prime, les centres ville bien placés (Paris) ont bien progressé en un an car dans Paris, le quartier central des affaires -il y a 2/3 ans on avait parlé de 3,75 % Place Vendôme, mais en moyenne on disait 4/4,5 %-, on est à 5,5/6 %.

Pour les bureaux à La Défense, on était à 5,75/6 % et maintenant à 6,5/7,25 %. Les bureaux en région : 6,25/8 % et maintenant à 7/8,5 % pour les petites régions ou marchés.

Logistique classe A : les immeubles de bonne qualité. On était à 6,75/7,25 %, on passe à 8,25/9 %.

Les centres commerciaux ont un peu monté : 4,75 %/7 % suivant les situations et la richesse de la clientèle. On est passé à 5,5/7,25 %.

Les magasins emplacement n° 1 : 4,75 % à 5,75 % pour les très bons emplacements.

D'une manière globale, les résultats d'IPD France qui concernent 102 portefeuilles analysés par les investisseurs institutionnels, représentent 106,3 Md€, et en 2008 on a constaté une baisse de valeur de 2 %. On peut dire que c'est vraiment faible.

En revanche, sur le premier semestre de 2009, on a une baisse moyenne de 10 %, donc 12 % sur 2008 et le premier semestre 2009. On pense que le deuxième semestre va encore chuter. On a donc bien acté une baisse sensible et sérieuse.

Pour le reste, comme je l'ai dit, les centres commerciaux ont moins baissé que les bureaux. Par contre, les locaux de logistique ont davantage diminué. Donc, une sélectivité qui fait que les experts ont leur mot à dire et ont à choisir, suivant les locaux, les taux de rendement adéquats.

Je vous remercie de votre attention.

M. CARDON.- Merci Philippe.

On voit que cette première famille un peu classique et même désuète de l'actif net, voire de l'actif net réévalué, dans ce contexte de crise, retrouve un certain nombre de couleurs !

Maintenant, dans cette palette de couleurs deux artistes vont intervenir ! Sur la partie « cours de bourse, comparables et transactions », je laisse la parole au premier peintre, Alain Auvray, qui va traiter de cette question !

Monsieur Alain AUVRAY.

Expert près la Cour d'Appel de Paris

Merci pour le titre d'artiste. C'est avec grand plaisir
Bonjour à tous.

Il nous est demandé de parler de l'évaluation par les cours de bourse. Bien évidemment, elle concerne le cadre des sociétés cotées, à savoir, pour les experts que nous sommes, des missions qui nous seraient confiées comme experts indépendants lors de sorties de bourse ou des situations de conflits d'intérêts.

Cela peut concerner également des missions de commissariat aux apports ou de commissariat à la fusion qui portent sur des titres de sociétés cotées.

Sur un cours de bourse, il faut bien comprendre que c'est une évaluation d'un titre plus que de son sous-jacent, à savoir plus que l'évaluation de la société concernée, même si on parle de capitalisation boursière. C'est avant tout le titre qui est évalué.

Pour avoir une évaluation significative par le cours de bourse, encore faut-il que le marché soit efficient. Qu'est-ce que cela signifie ? Que la part du capital de la société mise sur le marché soit significative, que les volumes journaliers échangés sur le titre soient également significatifs et, enfin, dans toute la mesure du possible, que le titre soit suivi d'une façon régulière par des analystes, ce qui permet d'avoir des commentaires et de les comparer.

A ce sujet, si vous êtes amenés à travailler sur des titres et que vous voulez avoir un exemple de critère de signification, je vous suggère la société EGTN qui a fait l'objet d'une OPA simplifiée le 6 octobre 2009. On est dans un contexte où l'offre est à 45 €.

Je vais vous lire un paragraphe à partir de la décision de l'AMF concernant l'évaluation par le cours de bourse. Dans une situation de ce type, on doit regarder la moyenne des 60 derniers jours pendant lesquels le titre a été coté. Pour cette société, voilà ce que cela donne :

« L'autorité a relevé que si la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de transactions pendant les 60 jours de négociation précédant le dépôt du projet d'offre s'établit à 63,90 €, le calcul d'une telle moyenne impose de retenir les cours de bourse entre le 18 février 2008 et le 22 juin 2009 (on n'a pas été coté tous les jours), avec un volume moyen de 42 titres échangés par séance de cotation, soit un total représentant environ 1,5 % du capital de la société, ce qui se traduit par une situation de très faible liquidité ».

Néanmoins, on reste attaché au cours de bourse puisque l'on relève : *« qu'en outre, le critère relatif au cours de bourse diverge substantiellement des autres critères retenus par l'analyse multi critères, mais il a été retenu comme un des éléments pour arriver aux 45 € ».*

Voilà un exemple d'un cours de bourse qui n'est pas significatif.

Il n'y aurait pas la crise, on aurait pu vous dire sans doute la même chose, et peut-être que les exemples sont plus nombreux dans un contexte de crise, dans lequel notamment il y a beaucoup moins d'intérêt pour la cotation des petites valeurs.

Une des difficultés du contexte de la crise est la suivante : le terme de « significatif » vise non seulement les volumes mais également la pertinence du marché. Dans le cadre de la crise financière, c'est bien là la question. C'est la volatilité des cours qui enlève bien souvent de la pertinence aux valeurs ; les bulles spéculatives posent problème quand elles se forment, mais tout autant lorsqu'elles éclatent, et cela rend délicate l'analyse que l'on peut faire pour des valorisations.

Quelle est la pertinence d'un marché ? Aujourd'hui, les investisseurs ou les épargnants représentent au maximum 10 ou 15 % des flux financiers. Le restant, ce sont des ordres déclenchés avec des gros calculateurs qui les traitent en temps réel, qui sont bien loin de la pertinence de la formation de la valeur et qui observent des comportements de marché et, à partir de là, déclenchent des désordres. A tel point que pour gagner quelques millièmes de seconde on déménage les ordinateurs de Paris à Londres.

Ces éléments existent aujourd'hui. Que fait l'évaluateur ? Entre le 9 mars dernier, qui était le jour le plus bas du CAC 40, et aujourd'hui, il y a 50 % d'augmentation. Cela veut-il dire que les sociétés françaises ont pris plus de 50 % de valeur entre le 9 mars et aujourd'hui ? C'est une question.

Et, sachez, que si nous regardions les titres d'une société indienne, dans le même laps de temps, la progression des valorisations est non de 50% mais de 100% :

Si vous êtes évaluateur sur un dossier, allez-vous dire que cela vaut deux fois plus cher aujourd'hui qu'il y a 6 mois ? On se sent un peu mal à l'aise.

On a tout de même des réponses face à cela : est-on dans une situation immédiate ? Ce cours de bourse est-il pour une observation immédiate de la valeur d'un titre ? Est-on dans une situation où, par exemple, la société proche d'une défaillance, on transforme les créances des banques en capital ?

Première réponse : on ne se projette pas dans le long terme dans une telle situation.

Deuxième réponse : une entreprise doit s'apprécier par le moyen et long terme. On doit faire l'effort d'analyser les cours de bourse, d'aller au-delà des 60 jours et de comprendre les cours de bourse sur des moyennes plus longues, sachant que l'évaluation par le cours de bourse est une méthode que l'on ne peut pas employer toute seule. Quand on est un évaluateur, on doit utiliser cette méthode pour les sociétés cotées mais aussi pour faire des comparaisons et éventuellement des moyennes avec d'autres valeurs.

Dominique Mahias a un peu « pris notre marché ». Elle nous a parlé de la comparaison de l'actif net comptable et de la capitalisation boursière. Effectivement, si on se met à la place des tiers, cela interpelle. Si vous avez des comptes arrêtés en IFRS, on nous dit qu'ils sont à la juste valeur. Néanmoins, les évaluations comptables sont loin des justes valeurs.

Sur ce sujet, Mme Lagarde a commandé un rapport qui est disponible sur internet. Le Professeur Marteau a participé à la rédaction de ce rapport. J'attire votre attention sur le préambule dans lequel il indique qu'il n'aime pas beaucoup un terme et, pour rien de vous cacher, je le partage : la « fair-value ».

Nous, les hommes du chiffre, nous employons ce terme de « juste valeur » d'une façon exagérée sans mesurer suffisamment sa portée pour ceux qui sont les utilisateurs de nos informations qui comprennent que si une valeur est « juste », toutes les autres sont « injustes » !.

Monsieur Gilles de COURCEL.

Expert près la Cour d'Appel de Paris

Je vais poursuivre avec une approche concernant les comparables boursiers. Comme vient de l'expliquer Alain Auvray, « le cours de bourse est effectivement une donnée de référence incontournable pour évaluer une société cotée ».

Nous allons voir que, par la méthode dite « des comparables boursiers », le cours de bourse peut également permettre d'apprécier la valeur d'une autre société, qu'elle soit cotée ou non.

Cette méthode consiste finalement à évaluer une société à partir d'un échantillon de sociétés cotées dites « comparables », en appliquant aux principaux

agrégats comptables historiques ou anticipés, un multiple induit de l'échantillonnage.

Cette approche se résume à une formule somme toute assez simple : la valeur de la société est égale au solde comptable choisi, auquel on applique le multiple induit constaté sur l'échantillon. Simple sur le principe, cette méthode « des comparables boursiers » se révèle délicate à mettre en œuvre.

Tout d'abord la notion de « **société comparable** » est toute relative. Il faudra trouver des sociétés qui relèvent d'un secteur d'activité dont on pourra dire qu'il est un secteur d'activité comparable. Or, analyser l'activité d'une société est probablement une des choses les plus difficiles qui soit. L'organisatrice américaine, Mary Follett, avait coutume de répéter : « *La première question que je pose au cours d'une mission et que je repose tout au long de celle-ci au chef d'entreprise est : mais en quoi exactement consiste votre activité ?* »

Il est exact que comprendre en quoi consiste l'activité de l'entreprise que l'on évalue est une vraie difficulté, malgré l'accès à une documentation souvent riche.

De plus admettons que l'on ait trouvé des sociétés dans un secteur d'activité comparable, on va devoir s'assurer que a tailles de ces sociétés est également comparable, or il n'y a pas deux entreprises qui aient la même taille ; on va donc devoir essayer de jauger, de se poser la question : jusqu'où peut-on retenir dans l'échantillon « des comparables » des sociétés de tailles relativement différentes ?

Puisque l'on parle de tailles, on s'interrogera également sur la zone géographique couverte par l'activité de la société.

Si l'on retient deux sociétés qui ont la même taille et la même activité mais qui ne sont pas sur des zones géographiques identiques, que ce soit au niveau de la production ou des marchés sur lesquels elles se positionnent, il y aura certainement des impacts sur la rentabilité de ces sociétés.

Vous avez tous en tête cette politique d'Airbus qui souhaite implanter des usines de production sur le lieu de consommation, par exemple aux Etats-Unis. Si on fabrique des produits qui se vendent en dollars, il vaut peut-être mieux fabriquer sur des lieux de la zone dollar. La zone géographique est importante.

Le positionnement stratégique de l'entreprise ne l'est pas moins. Des sociétés de tailles comparables, sur des activités comparables avec des zones d'activités comparables, mais sur des positionnements stratégiques différents : certaines peuvent être sur des produits plutôt en fin de vie et d'autres sur des produits dans le même domaine, mais qui ont une situation de qualité stratégique par rapport aux attentes du marché qui est différente.

On s'interrogera également sur la structure financière des entreprises que l'on compare. La structure de leur BFR et les délais de règlement clients/fournisseurs sont-ils les mêmes ? Cela dépend, le cas échéant, de l'intégration de cette entreprise dans un Groupe qui peut être plus important, qui fait qu'il peut bénéficier d'un certain nombre d'avantages sur le plan de sa structure financière.

Enfin, il y a toute la dynamique de création de valeurs. Je me souviens d'une époque où je cherchais « des comparables » dans le domaine d'une société qui fabriquait des chaussures de sport. Je m'étais dit que je pouvais, à titre de prise de connaissance du secteur, comparer avec Nike et en prenant soin de retraiter les effets de taille, mais Nike n'apparaissait pas dans la fabrication de chaussures de sport. Dans le classement de « Fortune 500 », en effet, figurait Nike dans les sociétés de services, puisque Nike est un assembleur de services et n'a jamais eu la moindre usine, mais a créé des équipes marketing et, pour le reste, tout est sous-traité.

Au delà du caractère « comparable » des sociétés, il convient de trouver des « **agrégats comptables** » bien adaptés à l'évaluation. On va penser au chiffre d'affaires, mais encore faudra-t-il s'assurer que, même en appliquant le même référentiel comptable, les entreprises ont véritablement des chiffres d'affaires qui puissent être comptabilisés de la même façon.

On fera notamment attention, de ce point de vue, à la donnée devise qu'il peut y avoir dans ce domaine par rapport aux zones géographiques couvertes ; l'excédent brut d'exploitation, l'EBITDA, dont vous savez qu'il faut très souvent recourir à un certain nombre de définitions, notamment dans les plaquettes de sociétés cotées, pour savoir ce que chaque entreprise a décidé de mettre dans son

EBITDA. Il en est de même pour l'EBIT et les résultats nets.

Quant aux capitaux propres, on a évoqué la problématique de l'actif net comptable. Les mêmes capitaux propres d'une société à l'autre n'ont pas nécessairement la même signification.

Enfin ; les « **multiples induits** » doivent être déterminés sur des bases homogènes. Il faut faire le plus souvent un certain nombre de retraitements comptables préalables, s'assurer que les soldes historiques que l'on va comparer sont effectivement des soldes qui, là aussi, exprimés dans une même devise ou dans des devises différentes, signifient à peu près la même chose, et on sera très attentif à tout ce qui est données estimées quand on prend une comparaison sur l'exercice 2010 estimé et au retraitement de ce qui est trésorerie et dettes financières.

En conclusion, on voit ainsi que la méthode « des comparables boursiers », fondée sur la doctrine de l'efficacité des marchés selon laquelle le cours d'une action est le reflet à tout moment des anticipations de l'évolution de la valeur d'une entreprise par les investisseurs, peut être un peu mise à mal par la crise financière puisque celle-ci a mis en évidence certaines faiblesses de cette doctrine dans la mesure où elle a révélé des facteurs de très forte volatilité sur les cours, de grippage dans la fluidité des volumes échangés, voire des arbitrages stratégiques sur des pans d'action.

Que peut-on en tirer comme enseignements dans la mise en œuvre de la méthode « des comparables » en période de crise ? Le paradigme change.

Tout d'abord, revisiter les critères d'échantillonnage. Le paradigme et les économies changent et, effectivement, certaines entreprises dites « comparables » vont pouvoir s'adapter à ce nouveau paradigme et d'autres pas.

Par ailleurs, il faut également allonger les périodes de référence, revoir l'analyse des structures financières -l'endettement croissant pour un certain nombre d'entreprises modifie assez considérablement les structures financières-, et renforcer l'analyse des variations des agrégats comptables des sociétés comparées.

M. AUVRAY.- Gilles de Courcel vous a parlé « des comparables boursiers ». En ce qui concerne les transactions comparables, l'ensemble des préconisations données par Gilles peuvent être reprises.

Il faut rappeler que les transactions comparables peuvent concerner les sociétés non cotées ou cotées, mais pour l'essentiel on sera intéressé par des sociétés non cotées. N'oubliez pas de regarder si le contexte est spécifique. Ainsi, si cela concerne 100 % de la société ou un seul bloc de titres. si ou si le vendeur a des obligations réglementaires, par exemple, qu'il est obligé, pour respecter des règles de parts de marché et de non concurrence de vendre une partie des activités qu'il a acquises ; ou, autre exemple, si, avec la crise, des difficultés financières conduisent à ce que le vendeur soit obligé de céder ses actions à très brève échéance ?

Ceci influence le prix des transactions et il faut en tenir compte dans les analyses.

Au-delà de ces constats, faites aussi très attention car, dans le contexte de la crise, les modalités de paiement des titres changent. Pour apprécier la pertinence du prix, il faut le comprendre.

Dans un contexte d'incertitude, le vendeur comme l'acquéreur peuvent avoir convenance à prévoir une variabilité du prix et laisser le dirigeant en place encore pendant quelques années. Le prix de transaction peut ainsi être complété par des éléments de rémunérations et autres.

Vous n'en avez pas forcément connaissance quand vous allez faire ces comparaisons. Aujourd'hui, dans le contexte de la crise, c'est beaucoup plus fréquent et sans doute beaucoup plus difficile à analyser.

Dernier point : il est vrai qu'aujourd'hui, indéniablement, toutes les opérations de LBO étant au point mort, on assiste beaucoup plus à des acquisitions qui sont faites par des opérateurs industriels. Ceux-ci raisonnent au regard des prévisions de l'activité de la société qu'ils achètent, et donc d'un retour sur investissement dans lequel il n'y aura pas une valeur terminale correspondant à une hypothèse de revente de la société

Ainsi, s'il y a moins d'opérations, celles qui restent sont plus intéressantes et sans doute plus difficiles à analyser.

Je redonne la parole à Gilles pour les dividendes.

M. De COURCEL.- Je serai bref sur les dividendes. A la différence de celles précédemment décrites, la méthode fondée sur les dividendes se

fait sur un flux unique : le dividende distribuable. Elle consiste à évaluer une société par l'actualisation de ses dividendes futurs qui seraient versés à l'actionnaire.

Dès lors, on comprend tout de suite que cette méthode suppose, d'une part, que l'on évalue une société ayant une politique régulière de distribution, constatée sur le passé, et dont on peut raisonnablement estimer qu'elle perdurera dans le futur.

D'autre part, elle s'adressera prioritairement à l'actionnaire minoritaire, à savoir celui qui attend de son investissement initial, d'une part, des dividendes et, d'autre part, une plus-value lors de la cession.

Précisons d'emblée que, dans la pratique, cette méthode est peu utilisée car la distribution future de dividendes demeure difficile à anticiper puisque dépendant de nombreux facteurs, tels que la stabilité du résultat, de l'investissement et de la trésorerie, surtout en période de crise.

La politique de distribution relève du domaine réservé en quelque sorte de l'actionnaire majoritaire sur lequel l'actionnaire minoritaire a peu de capacité d'action. Par ailleurs, en-dehors d'un cadre pré-formaté, du type protocole d'actionnaires ou pacte familial, la méthode n'est que peu applicable aux sociétés non cotées.

On conclura que les principaux défauts de cette méthode se trouvent exacerbés en période de crise financière car les perspectives de résultat net sont encore plus difficiles à appréhender, les besoins financiers de l'entreprise plus aigus et peuvent conduire à une remise en cause assez radicale, mais pas seulement temporaire, de la politique de distribution.

M. CARDON.- Merci mon cher Gilles.

Alain Auvray a évoqué la mission confiée par Christine Lagarde au Professeur de l'ESP. Mon camarade de promotion, Didier Marteau, Rapporteur, concluait dans son projet : « *Qu'il me soit permis à l'issue d'un mois d'intenses réflexions et échanges avec la communauté académique et professionnelle, de recommander la suppression du mot « fair-value » du référentiel de la valorisation comptable. En le supprimant, nous aurons contribué à rendre plus lisibles les comptes des institutions financières assimilés de manière abusive au*

prix de marché. Son usage laisse penser que toute évaluation non établie sur un prix échange est wrong » ou « unfair ». C'est une erreur dramatique.

« *Dans le souci de transparence si cher aux instances de normalisation, parlons désormais de prix de marché, de prix de modèle, de valeur amortie, de valeur d'entrée. Toutes ces estimations de la valeur sont des fair-value dans leur propre contexte ».*

Je laisse la parole à Didier Faury et à Xavier Lecaron pour vous parler de l'actualisation des flux de trésorerie, qui est la dernière méthode, que l'on appelle aussi DCF (Discounting Cash Flows).

M. FAURY.- Merci.

Avant d'aborder le fond du sujet il est utile de situer l'importance de cette méthode au sien des méthodes d'évaluation.

Il s'agit de la méthode fondamentale au regard de la théorie financière.

Elle est quasi systématiquement mise en œuvre par les analystes financiers dans leurs notes d'évaluation sur les sociétés cotées. Elle constitue la méthode mise en avant par l'AMF dans l'approche multicritère visée dans les textes sur l'expertise indépendante.

Aujourd'hui cette méthode est également retenue par les experts immobiliers.

Elle n'est toutefois généralement mise en œuvre que pour les grandes ou moyennes entreprises et la crise économique et financière rend sa mise en œuvre plus difficile pour les raisons que nous allons tenter de vous exposer.

L'acronyme D.C.F. signifie Discounted Cash Flows, soit actualisation des flux de trésorerie.

Définition de la méthode : La valeur d'un actif est égale à la somme des flux futurs de trésorerie, actualisés à un taux qui reflète l'aléa lié à ces flux

Donc 2 principaux paramètres sont mis en œuvre :

- Détermination des flux futurs de trésorerie
- Actualisation de ces flux

Comme on prend généralement en compte la totalité des flux nets de trésorerie attendus on obtient ce qu'on appelle la valeur d'entreprise, c'est-à-dire la valeur de l'actif économique qui est indépendante de la façon dont celui-ci est financé (fonds propres ou dettes).

Pour obtenir la valeur des capitaux propres ou des titres de capital qui intéresse en général l'évaluateur, il faut déduire de la valeur d'entreprise ainsi obtenu le montant de l'endettement financier.

Premier paramètre : Flux de trésorerie

Détermination des flux futurs de trésorerie

C'est une démarche essentielle qui repose sur l'idée difficilement contestable que c'est l'avenir qui a une valeur quelque soit la qualité du passé (idée dont les vendeurs ne sont pas toujours convaincus).

Il faut donc disposer de prévisions.

L'avenir est généralement scindé en deux périodes.

Une première période dite d'horizon explicite au cours de laquelle des prévisions annuelles de trésorerie sont établies.

Ces prévisions annuelles reposent sur le Business Plan ou Plan d'Affaires établi par l'entreprise.

Les flux prévisionnels de trésorerie correspondent à l'excédent brut d'exploitation (EBE).

- IS théorique sur le Résultat d'exploitation
- variation du besoin en fonds de roulement

= flux annuels de trésorerie disponible, année par année

Cette première période est variable selon les secteurs :

5 à 7 ans pour les biens de consommation

20 à 30 ans dans les services aux collectivités.

Une deuxième période où l'entreprise est censée avoir atteint sa phase de maturité.

Le flux de trésorerie annuel est alors supposé quasiment récurrent et projeté à l'infini par capitalisation.

Cette projection constitue ce que l'on appelle dans la méthode la valeur terminale.

Avant la crise on voyait rarement des plans d'affaires pessimistes à tel point qu'on a pu soutenir que cette méthode prévisionnelle avait contribué à la hausse de valeur des actifs financiers.

Maintenant, je poserai une question à mon camarade Xavier LECARON qui va être bien embarrassé pour y répondre, surtout qu'il ne s'y attend pas du tout, comme vous pouvez vous en douter !

Quelle incidence la crise économique et financière a-t-elle sur cet exercice de détermination de flux prévisionnels de trésorerie ?

Monsieur Xavier LECARON.

Expert près la Cour d'Appel de Paris

Merci Didier,

La crise économique et financière se traduit par la perturbation du marché sur lequel l'entreprise à évaluer intervient, sur l'activité de l'entreprise et son financement.

Dans ce contexte, il convient d'apporter une attention particulière à la phase de diagnostic préalable à l'évaluation et notamment à :

- l'analyse des données économiques de l'entreprise et du secteur,
- l'analyse financière de la société,
- aux conclusions de l'analyse SWOT (forces, faiblesses, opportunités, menaces).

Cette phase de diagnostic est déterminante pour l'établissement ou la compréhension des prévisions à long terme.

Ce diagnostic préalable est suivi et approfondi par l'examen du plan d'affaires et notamment :

- de la qualité du processus d'élaboration des prévisions afin d'en valider l'efficacité en période de crise,
- de la pertinence des hypothèses économiques retenues et leur cohérence avec d'une part les informations les plus récentes observables sur le marché et d'autre part les études prospectives,
- des différentes hypothèses de prévision afin de retenir la plus probable.

Plus spécifiquement, l'examen porte sur la prise en compte des effets :

- d'une concurrence accrue sur les taux de marge (concurrence des acteurs traditionnels ou de nouveaux qui viennent de secteurs d'activité plus gravement atteints),
- de la réduction d'activité sur le besoin en fonds de roulement,
- des reports d'investissements liés à l'incertitude économique,

- des mesures de restructuration ou de relocalisation d'activités.

Enfin, en période de crise, les cash flow de l'horizon prévisible du plan d'affaires sont inévitablement plus faibles que les cash flow normatifs retenus pour évaluer la valeur terminale, ce qui a pour effet induit d'augmenter l'importance relative de cette dernière dans la valeur globale de l'entreprise et donc l'attention qui doit être apportée sur les points suivants :

- EBITDA cohérent avec les fondamentaux de l'entreprise et de l'échantillon de société comparables ou du secteur,
- Budget d'investissement de renouvellement cohérent avec le niveau d'activité,
- Taux de croissance à l'infini cohérent avec les taux historiques.

Voilà quelques orientations pour l'expert dans le cadre de la crise, pour séduire l'imprévisibilité ou la difficulté de prévision, en vue de l'évaluation des sociétés.

M. FAURY.

Après la détermination des flux de trésorerie, la deuxième étape qui est déterminante pour fixer la valeur, c'est le choix d'un taux d'actualisation.

L'actualisation permet donc de convertir une somme future en une somme actuelle.

Le taux utilisé doit tenir compte :

- du coût du temps

Ce coût est reflété par le taux sans risque c'est-à-dire généralement le taux de rendement d'un placement comme les OAT (3,6% / 10 ans)

- du coût du risque.

Plus le placement est risqué plus la rémunération attendue est élevée.

Il faut donc ajouter au taux sans risque une prime de risque qui varie en fonction du risque associé à l'actif à évaluer.

Cette prime est constituée de deux éléments :

- la prime de risque du marché financier dans son ensemble.

C'est le complément de rémunération attendu entre la totalité du marché actions et le taux sans risque.

Elle repose sur l'idée simple qu'une action est plus risquée qu'une obligation.

Historiquement la prime de risque a évolué entre 3 et 6% sur longue durée.

(Elle est montée entre 7 et 10% depuis la crise) et a atteint le sommet de 10,9% début 2009.

- Deuxième élément à prendre en compte, la façon dont le titre à évaluer réagit aux variations de marché, variations qu'il peut amplifier ou diminuer.

C'est le coefficient beta qui va augmenter ou diminuer la prime de risque.

Le beta global du marché = 1.

Si le titre amplifie les réactions du marché, son beta sera >1

S'il les atténue, son beta sera <1

Exemples de beta à mi-février 2009 :

France Télécom	0,43
L'Oréal	0,78
GDF Suez	1,04
BNP Paribas	1,2
AXA	1,65
RENAULT	2,21

Ces écarts s'expliquent par :

- La sensibilité du secteur à la conjoncture
- La structure des coûts d'exploitation (importance des coûts fixes qui

Conduisent à un point mort plus élevé)

- La structure financière
- La visibilité
- Le taux de croissance des résultats

On obtient ainsi la première composante du taux d'actualisation, le coût des fonds propres.

Taux sans risque	3,6%
+ prime de risque du marché actions	5% / 6%
X coefficient beta	x

	8,6% à 9,6%

- Le taux d'actualisation final ou coût du capital, tient compte de la structure financière de la société à évaluer.

On retient le coût moyen pondéré du capital (WACC, acronyme anglais pour Weighted Average Cost of Capital)

Il s'agit d'une moyenne entre le coût des fonds propres et le coût de l'endettement après impôt (5% brut, 3,35 après impôt), moyenne qui est pondérée entre le poids respectif du financement de l'actif économique entre les fonds propres, l'endettement.

Xavier, quelle est la pertinence de ces paramètres issus des observations sur le marché boursier quand ces marchés évoluent de façon irrationnelle ?

M. LECARON.

L'évolution irrationnelle des marchés boursiers liée à la crise et à leur aversion naturelle aux risques doit, en effet, être prise en compte par l'évaluateur pour rétablir une pertinence qui peut sembler temporairement perdue.

Le taux sans risque bien que non lié aux marchés boursiers est lui-même impacté par la crise de façon différente selon les pays. Les écarts de taux d'accroissent du fait des différences de niveau d'endettement des pays. De ce fait il convient d'examiner la pertinence du taux sans risque avec la prime de risque du marché actions qui est retenue.

En réponse à l'augmentation de la prime de risque du marché action, l'AMF dans sa recommandation pour l'arrêté des comptes 2008 préconisait de retenir une prime de risque obtenue par une approche raisonnable et cohérente avec les données historiques pour corriger certains effets de la perturbation du marché sur la prime de risque.

Mais, la prime de risque historique repose sur des performances passées et non sur des anticipations. En période de crise notamment, il pourrait paraître logique de lui préférer une prime de risque prospective qui correspond au différentiel anticipé entre le retour annuel du marché action et le taux sans risque.

Objectivement la définition de cette prime de risque prospective se heurte à de nombreux écueils dont la justesse du niveau de marché de référence et l'exactitude des prévisions de croissance et de dividendes. Mais il existe certains modèles développés par des établissements privés. En France, Associés en finance, notamment, détermine une prime de risque de marché anticipé européenne qui présente cer-

taines caractéristiques de nature à en assurer, sinon l'exactitude, du moins la pertinence.

La prime de risque du marché action est, comme cela à été rappelé, pondérée par le coefficient beta de la volatilité du secteur ou des sociétés comparables. En période de crise, le constat est que l'écart type entre les betas élevés et les betas faibles s'accroît. Ceci pose un problème pour les sociétés dont le beta est élevé en raison de son effet multiplicateur sur la prime de risque de la société évaluée. Cela impose d'être d'autant plus précis dans la détermination de l'échantillon des sociétés comparables. Il peut également être envisagé d'avoir recours à des betas secteurs pour éviter les troubles et incertitudes des betas des sociétés de l'échantillon.

Le rapport dettes sur fonds propres, ou gearing, qui intervient dans la détermination du WACC est calculé en valeur de marché. Il peut donc être profondément affecté en temps de crise notamment par :

- L'évolution de la valeur de marché des fonds propres,
- Les besoins de financement en fonction de la maturité de la dette de la société,
- La capacité d'emprunt en fonction de la liquidité du marché du financement et de la situation propre de l'entreprise.

Le recours à un gearing dit « cible » ou « objectif » est une solution.

Le recours à une base de données financières (Bloomberg, Datastream, Thomson Reuteurs...) est indispensable en période normale pour :

- Constituer l'échantillon représentatif des sociétés du secteur de la société (informations économiques et boursières, notes d'analystes...)
- Obtenir les betas des sociétés cotées et déterminer le beta applicable à la société cible.

En période de crise le recours à deux bases de données financières est d'autant plus indispensable pour comparer les estimations (données prévisionnelles, betas, dettes, consensus d'analystes...)

Enfin, si avant la crise l'analyse de sensibilité aux évolutions des paramètres de l'évaluation était nécessaire, elle l'est d'autant en période de crise et d'évolution irrationnelle des marchés.

M. FAURY. – Je vais conclure rapidement.

Une méthode élaborée dont le succès s'est affirmé en période de hausse des marchés à laquelle la méthode a pu contribuer. Elle se heurte aujourd'hui :

- A la forte variation des paramètres financiers utilisés pour déterminer le taux d'actualisation,
- A la difficulté d'établir des prévisions raisonnablement fiables selon les secteurs. Même si on peut espérer être actuellement sur la voie de la sortie de crise, selon que cette sortie se fera en U, L, W, l'exercice prévisionnel sera totalement différent.

La pertinence affirmée par la pratique passée de la méthode est donc confrontée à la réalité des faits.

La question peut donc se poser du caractère plus ou moins adapté d'une méthode d'évaluation selon la situation économique de prospérité ou de crise.

Pour autant les autres méthodes sont-elles plus satisfaisantes ? Sont-elles mieux adaptées à un contexte de crise ?

La vertu principale de la méthode des DCF est cependant la transparence des paramètres utilisés ce qui n'est pas le cas de toutes les autres méthodes.

M.CARDON.- Merci mon cher Président.

Pour faire la synthèse de ces trois familles d'approche, un homme réputé pour son sens de la concision, notre ami Olivier Péronnet.

M. PERONNET.- Merci pour cet exercice difficile. Je vais essayer d'être bref.

Après tous ces exposés, la bonne pratique en matière d'évaluation, vous l'avez compris, c'est l'application d'une approche multi critères.

C'est une démarche structurée qui passe par l'identification, l'examen de ces critères qui vous ont été présentés par les différents intervenants.

Cette analyse va conduire à en écarter certains, l'actif net comptable, et à hiérarchiser les autres. Didier vous a dit que le DCF était une méthode centrale. C'est vrai en général, mais sous toutes les limites qu'il vient lui-même d'évoquer. Tout cela en fonction de leur pertinence dans le contexte considéré, pour procéder à des choix en tant qu'évaluateurs et déterminer, apprécier et émettre une opinion sur

ladite valeur.

La divergence entre les résultantes de ces différents critères est accentuée dans le contexte de volatilité actuelle du marché boursier et rend donc l'exercice d'évaluation, au moment où il faut faire la synthèse, particulièrement complexe.

Pour évacuer ce débat, le recours aux moyennes et aux pondérations n'est pas une réponse à la difficulté. Ce recours doit être proscrit en toute circonstance, y compris dans un contexte de crise. L'évaluation ne procède pas d'une approche mécanique, pseudo mathématique, mais de choix argumentés dans un nuage de points de valeur établis selon différents critères.

C'est bien là que l'opinion de l'expert doit s'exercer et non pas par un calcul plus ou moins artificiel.

La difficulté existe donc au travers des données de marché qui font apparaître de façon singulière cette divergence. Une transaction constitue-t-elle une référence si elle a lieu dans un contexte de crise ? Je prendrai l'exemple du secteur bancaire au premier trimestre 2009 où, je vous le rappelle, le Groupe BNP Paribas a fait l'acquisition du Groupe Fortis. Les repères de valorisation dans ce contexte étaient totalement perdus puisque toutes les banques américaines, sans parler même de Lehman qui avait fait faillite et déposé le bilan, s'étaient regroupées. Des marques considérables comme Bernstein avaient disparu tout simplement.

Comment fixer un prix de transaction dans un contexte de crise aussi aigu ?

Un cours de bourse a-t-il un sens quand la volatilité lui fait subir des fluctuations de plus de 10 % en une séance de cotation ?

Le marché exprimé par les indices comme le CAC 40 a perdu 45 % en 2008 pour perdre encore 30 % sur les trois premiers mois de l'année 2009, pour enfin revenir à son niveau du 1^{er} janvier en quelques semaines, voire le dépasser depuis à plusieurs reprises.

L'incertitude provient essentiellement aujourd'hui de facteurs macro économiques. Les valeurs de marché reflètent des primes de risque élevées, mais traduisent des anticipations de flux d'exploitation et de trésorerie futurs que certains jugent trop optimistes.

Auquel cas, lesdites primes de risque ne seraient pas aussi élevées, par rapport aux primes historiques, que ce que l'on peut penser à les observer rapidement.

Warren Buffett a, par exemple, une opinion très arrêtée au moment où il faisait l'acquisition de Goldman Sachs dans le contexte de crise que j'évoquais tout à l'heure. Il considérait (je le cite) : « *Ne pas investir avec des primes de risque de 10 %, c'est comme garder l'amour pour ses vieux jours* ».

Les débats de spécialistes ne tranchent pour autant pas la question, et seul l'avenir tranchera la question de savoir qui de la prime de risque constatée au cœur de la crise en mars dernier ou des estimations de flux futurs était au bon niveau ?

Pour l'évaluateur, cette situation de volatilité et de court-termisme reste une réelle difficulté quand elle fait apparaître des valorisations très divergentes selon les critères. Mais peut-on s'abstraire des données de marché dans une démarche d'évaluation en prétendant que le marché a tort ? Peut-on ne pas se référer à un cours de bourse lorsque l'entreprise à évaluer est cotée et dispose d'un flottement suffisant, d'une action liquide qui rend le cours de bourse fondamentalement significatif ?

Dans le choix d'une valeur, après le choix des critères pertinents, comment émettre une opinion ou une appréciation ? Pour apporter une réponse pragmatique et humble à ces questions de principe, il s'avère que tout est en réalité affaire de circonstance.

J'en retiendrai deux pour l'illustrer.

La première est celle de la fusion ou de l'échange. Dans un contexte de fusion où il s'agit d'établir les termes d'un échange d'actions sur des bases relatives, si les critères et calculs d'évaluation entre des entités concernées sont homogènes, les fluctuations de marché peuvent avoir une incidence limitée, voire nulle.

L'évaluateur n'est donc pas nécessairement gêné dans une telle circonstance par les données de marché atypiques affectées de fluctuations totalement erratiques.

Si les fluctuations se constatent de façon analogue chez les deux émetteurs à comparer, par exemple, c'est absolument évident.

Si elles ne se constatent pas de façon proportionnée chez les deux émetteurs, il convient alors de s'interroger sur des différences objectives dans leur situation respective, leur niveau d'endettement, leur exposition particulière sur certains risques ou marchés.

L'approche par le DCF dans ce contexte particulier qui permet d'appliquer les mêmes méthodes à deux objets à comparer peut s'avérer radicalement pertinente, indépendamment des valeurs absolues sur lesquelles elles débouchent.

On peut retenir que sur le terrain des valeurs relatives les fluctuations peuvent avoir généralement une portée limitée qui n'empêchera pas, sauf exception, d'établir des bases de comparaisons praticables et donc d'émettre une appréciation sur les termes de l'échange.

La deuxième circonstance est celle de l'offre publique. Dans un contexte d'offre publique, les considérations ne sont pas nécessairement identiques quand on ne parle pas de valeur relative pour établir les termes d'un échange de papier, comme dans une offre publique d'échange, mais d'établir un prix qui sera payé en numéraire, en cash. Là, il faut effectivement distinguer.

Dans un cadre d'offre publique d'achat, l'initiateur de l'offre peut être tenté de proposer une valeur faible en profitant des circonstances de marché qui lui permettent de ramasser les actions en circulation à bon compte.

Mais c'est une vision quelque peu illusoire car les actionnaires restent libres d'apporter leurs actions à l'offre en fonction de leur propre appréciation du nouveau prix qui leur est offert.

L'expert intervenant dans le cadre du Règlement AMF devra néanmoins mettre en perspective le prix offert dans son approche multi critères, et son opinion peut effectivement influencer sensiblement sur la position des actionnaires.

Plus encore dans le cadre d'une offre publique de retrait avec retrait obligatoire, le rapport de l'expert indépendant sert à une expropriation. Les actionnaires n'auront pas le choix et percevront le prix fixé par l'initiateur. L'avis de l'expert indépendant revêt alors une importance beaucoup plus grande.

Dans la circonstance où les données de marché instantanées et spots feraient apparaître des décotes significatives par rapport à d'autres critères de valorisation ou aux mêmes critères sur des périodes moins perturbées, les références instantanées doivent être largement relativisées. La prudence s'impose pour l'expert.

Une observation sur une plus longue période des données de marché est donc probablement nécessaire, voire impérative, pour faire preuve du discernement voulu.

En synthèse, sur ce point, on peut imaginer que le dogme du tout marché est ébranlé à court terme. Il est démontré aujourd'hui que le marché n'a pas forcément raison à court terme, et donc à tout moment, en particulier quand sa volatilité atteint des niveaux inhabituels. A plus long terme, si le marché restait durablement et immanquablement à un niveau initialement jugé très faible, l'ajustement à la baisse des valeurs s'opérerait car la convergence entre les valeurs vers celles issues de l'observation du marché est à terme inéluctable.

Je ne crois pas que, de ce point de vue, on puisse encore aujourd'hui parler de changement de paradigme.

M. CARDON.- Merci mon cher Olivier.

Il est intéressant de noter que, dans les missions classiques qui sont confiées aux experts comptables de justice, il y a celles qui consistent à établir les décomptes entre les parties, mission assez « mécaniques » et traditionnelles, et toutes ces missions d'évaluation.

Ce qui fait l'intérêt de ces missions, c'est l'importance laissée au jugement de l'expert. Soit les

familles de méthodes d'évaluation qu'il utilise convergent, et « la vie est belle », soit elles ne convergent pas, et toute la valeur ajoutée de l'expert est de ne pas donner une fausse sécurité arithmétique en prenant une moyenne pondérée ou une racine carrée de plusieurs agrégats, mais de prendre du recul et de dire : dans ce secteur d'activité, pour telle ou telle raison, eu égard à l'historique, à la croissance de cette société, etc, j'explique, je retiens, je privilégie telle famille de méthodes ; et on a montré que la crise accentuait cet effort de réflexion, puisqu'il y avait d'autres paramètres à prendre en considération.

On a vu des évolutions, des volatilités très fortes, des cours de bourse qui décotent de 40 %, des primes de risque qui montent de 10 % dans une période retenue. C'est tout l'intérêt et toute la valeur ajoutée que peut apporter l'expert.

Je remercie les différents intervenants d'avoir réussi à traiter toutes ces questions en 2 heures, alors qu'elles auraient pu prendre une journée de séminaire. C'est beaucoup de travail. Plus on fait court, plus c'est difficile. Ils l'ont fait avec beaucoup de talent et je les en remercie.

Je remercie les hauts magistrats qui nous ont accueillis, et vous-mêmes pour votre patience.

Je vous propose -une fois n'est pas coutume - de nous retrouver pour le cocktail.

Ce sera l'occasion de poser les questions qui n'ont pas pu être posées ce soir par les participants à ce colloque.

Merci.

(Applaudissements)