

À QUOI SERT L'ÉVALUATION DES SOCIÉTÉS SOUS LBO EN DIFFICULTÉ ?

Evaluer une entreprise sous LBO en difficulté est un exercice vertueux porteur de leçons. D'une part, il permet de comprendre d'où vient la volatilité de la valeur des actions. D'autre part, il démontre que détenir l'action d'une telle société, c'est détenir une option ! Ce changement de perspective permet d'expliquer bon nombre de décisions prises...

Nombreuses sont les sociétés achetées il y a peu via des montages à effet de levier (LBO - *Leveraged Buy Out*) et qui sont aujourd'hui en situation délicate : elles se sont fortement endettées sur la base d'une valeur des actifs qui est aujourd'hui remise en cause et, pour certaines, elles ne sont plus capables aujourd'hui de respecter les engagements contractés avec leurs créanciers (rupture de *covenants*, report d'échéances, etc.). Faillite des investisseurs, des banquiers prêteurs ou conseils, voire de la communauté financière en général, diront les contempteurs de la théorie financière... Pire, il ne servirait à rien d'essayer

Imaginons maintenant que d'une année sur l'autre la valeur d'entreprise de Waterloo SA progresse modestement d'un pour cent (de 100 à 101 millions d'euros). Si l'endettement n'a pas varié, la valeur des capitaux propres peut alors être estimée à 2 millions d'euros. Le patrimoine des actionnaires a donc doublé, alors que, finalement, la valeur des actifs, de l'activité, n'a que peu progressé. La théorie financière nous enseigne ici qu'il s'agit de la simple mise en œuvre de « l'effet de levier » qui explique mécaniquement la volatilité de la valeur des entreprises au bord de la faillite. Revers de la médaille, l'effet de levier, rémunérateur pour l'actionnaire lorsque l'activité redémarre, s'accompagne d'une prise de risque conséquente pour ce dernier. En effet, si la valeur d'entreprise avait diminué de seulement un pour cent, c'est toute la valeur des fonds propres de la société qui se serait évaporée !

L'action d'une entreprise en difficulté est une sorte d'option !

d'évaluer une entreprise en difficulté ! Pourtant, il y a quelques leçons à tirer de l'évaluation de ces entreprises¹, leçons dont l'enjeu peut se révéler stratégique au cours de cette période de turbulences.

Rappelons tout d'abord que toutes les méthodes modernes d'évaluation financière procèdent en suivant une démarche en trois étapes :

- dans un premier temps, il s'agit d'estimer la valeur de marché du portefeuille d'activités de la société (ou « valeur d'entreprise »), sans prise en compte (ou indépendamment) de ses modalités de financement ;
- puis, on estime la valeur de l'endettement financier net ;
- enfin, on en déduit par soustraction la valeur des capitaux propres.

Prenons un exemple simple. Imaginons une société, Waterloo SA, dont le portefeuille d'activités vaut 100 millions d'euros (il s'agit donc de la valeur d'entreprise). Cette société affiche une dette de 99 millions d'euros. Il ne reste donc qu'un million d'euros (la valeur des capitaux propres) à partager entre les actionnaires de cette société dans une triste situation.

On peut poser le problème d'une manière un peu différente. Imaginons que Waterloo SA soit acquise par un repreneur (Titanic Capital Partners), à un prix égal à sa « juste valeur », soit 1 million d'euros. Cet entrepreneur est face à une alternative assez simple :

- au bout d'un an si l'activité a progressé, il pourra rembourser sa dette d'acquisition et pourra bénéficier, une fois cette dette remboursée, de la création de valeur réalisée ;
- *a contrario* si la valeur de l'activité a décliné, il perdra sa mise de départ, perte finalement assez limitée au regard de la valeur totale du portefeuille d'activités.

La théorie financière offre une lecture originale de cette situation : le repreneur est dans une position assez proche de celle du détenteur d'une option d'achat sur les marchés financiers. Rappelons que, dans sa forme la plus simple, une option d'achat assure à son détenteur la possibilité, mais pas l'obligation, d'acheter un actif à une date déterminée et pour un prix fixé dès aujourd'hui. Le repreneur d'une entreprise en difficulté est donc le détenteur d'une option d'achat sur les actifs de l'entreprise, en échange du remboursement futur de la dette (le prix à payer pour « détenir » les actifs). La théorie financière nous éclaire alors sur le comportement futur de ce repreneur ; la valeur d'une option dépend essentiellement du risque de l'actif sous-jacent : plus ce risque est élevé, plus

l'option a de la valeur. Fort logiquement, le repreneur d'une entreprise, qui considère que son action est une option, a tout intérêt à chercher à maximiser les risques pris par l'entreprise pour maximiser la valeur de son action... Entre deux opérations industrielles, voire entre deux stratégies d'entreprise, il choisira celle qui offre le gain potentiel le plus élevé (même si c'est la plus risquée pour les actionnaires et les autres bailleurs de fonds) et non pas celle qui offre en moyenne le gain le plus important !



Rodolphe Pacciarella, Associé



Henri Philippe, Vice-Président

Ainsi, on peut expliquer l'engouement observé ces dernières années dans de nombreuses entreprises sous LBO pour les cessions d'actifs immobiliers ou industriels directement nécessaires à l'exploitation. *A priori*, dans un marché efficient qui évalue les actifs à leur juste valeur, ces opérations devraient être sans impact sur le patrimoine des actionnaires. Quel intérêt alors de procéder à de telles opérations ? En cédant leur patrimoine immobilier, les entreprises sous LBO modifient sensiblement leur profil de risque en augmentant leur levier opérationnel : elles sont désormais soumises à une pression supplémentaire, le règlement d'un loyer conséquent pour l'utilisation de l'immobilier d'exploitation qui a été

cédé ! Les actionnaires contrôlants de ces entreprises choisissent délibérément une stratégie plus risquée... suivant ainsi un raisonnement conforme à la « logique optionnelle » décrite ci-dessus.

Quelques leçons simples qui expliquent les raisonnements sous-jacents à certaines des décisions prises dans les entreprises en difficulté, mais aussi la progression, parfois explosive, de la valeur de ces dernières. En effet, tout comme les options sur les marchés financiers, la valeur des fonds propres des sociétés en difficulté peut varier très significativement sur de courtes périodes en fonction de la matérialisation ou non de certains risques !

On peut conclure de ces quelques analyses que, face à une entreprise en difficulté, l'évaluateur doit s'attendre à obtenir une fourchette d'estimations relativement large reflétant à la fois l'étendue des risques et l'ampleur des effets de levier (opérationnel et financier) supportés par les actionnaires de ces entreprises. Dans ses travaux, l'évaluateur doit également s'attacher à comprendre et prendre en compte le modèle économique de l'entreprise qu'il évalue. Ainsi, l'évaluateur doit être à même d'estimer l'impact des principaux enjeux qui feront qu'elle sera en mesure de se redresser ou pas : scénarios d'évolution des prix de vente unitaires, des coûts de production, réor-

ganisation des structures de production, renégociation de la dette ou de ses covenants, apports de fonds par un nouveau partenaire éventuel, etc. Plus encore que pour une entreprise en bonne santé, lorsqu'il s'agit de l'évaluation d'une entreprise en difficulté, l'évaluateur doit être à même d'expliquer l'amplitude de la fourchette d'estimations obtenue. En effet, cette fourchette de valeurs est représentative d'autant de scénarios de développement futurs possibles pour l'entreprise. Ainsi, en réalisant l'évaluation d'une entreprise en difficulté, l'évaluateur fait œuvre de conseil auprès des dirigeants de l'entreprise en traduisant en termes financiers les stratégies opérationnelles qui s'offrent à eux. L'évaluateur peut également donner quelques clés à l'actionnaire pour qu'il mesure l'étendue des risques qu'il a pris et l'ampleur des risques qu'il doit encore encourir. Ainsi, il offre un éclairage pertinent pour convaincre, ou pas, l'actionnaire de réinvestir dans une société qui vaut peut être plus qu'il ne le croit.

En ces temps de difficulté et de volatilité importantes des marchés financiers, la tentation est forte pour de nombreux commentateurs de se retrancher derrière l'irrationalité des investisseurs pour rejeter l'analyse et la réflexion financière. Bien au contraire, l'évaluation des entreprises en difficulté nous montre que pour comprendre et expliquer l'évolution de la valeur des actifs il est plus que jamais indispensable de revenir aux fondements théoriques de la finance.

¹ Par « entreprise en difficulté », nous restreignons nos analyses aux sociétés lourdement endettées sous LBO, proches mais pas encore sous le coup d'une procédure amiable (mandat *ad hoc* ou procédure de conciliation).

LES POINTS CLÉS

- L'effet de levier financier, potentiellement créateur de valeur pour l'actionnaire, est aussi une source d'incertitude.
- Le détenteur d'une action dans une société en difficulté se comporte comme le détenteur d'une option : il a un grand appétit pour le risque.

Deux leçons trop souvent ignorées !

SUR LES AUTEURS

Rodolphe Pacciarella et Henri Philippe sont respectivement Associé et Vice-Président d'Accuracy, société de conseil en finance d'entreprise. Rodolphe Pacciarella est en charge de la ligne de service redressement d'entreprises et situations spéciales. Henri Philippe est membre de l'équipe évaluation. Accuracy compte aujourd'hui 20 associés et 120 consultants à Paris et à l'étranger (Madrid, Amsterdam, Milan et Francfort).