



**LOUVAIN**  
School of Management

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN

LOUVAIN SCHOOL OF MANAGEMENT

LA DIFFÉRENCE DE VALORISATION ENTRE UNE ENTREPRISE COTÉE ET UNE  
ENTREPRISE NON COTÉE

Promoteur :

Professeur Bruno COLMANT

Mémoire-projet  
présenté en vue de  
l'obtention du grade de  
Master en sciences de  
gestion

par Charles HARMEL

ANNÉE ACADÉMIQUE 2014 - 2015



A titre de préambule à ce mémoire, je souhaite adresser mes remerciements à toutes les personnes qui y ont contribué.

Tout d'abord, je remercie tout particulièrement mon promoteur, le professeur M. Bruno Colmant qui m'a accompagné et dirigé tout au long de ce travail de recherche.

Ensuite, mes remerciements s'adressent à ma tante, Sophie Goblet, pour le temps qu'elle m'a consacré de même que l'aide et les conseils précieux qu'elle m'a apportés.

Enfin, je tiens également à remercier ma mère, son aide et ses encouragements ont été essentiels dans l'accomplissement de celui-ci.

Merci à tous.



|   |           |
|---|-----------|
| <b>INTRODUCTION</b>   | <b>1</b>  |
| <b>CHAPITRE 1 : VALORISATION : METHODES ET CONCEPTS</b>                               | <b>3</b>  |
| <b>1.1 Aperçu des méthodes de valorisations</b>                                       | <b>3</b>  |
| <b>1.2 Concept de valeur</b>  | <b>7</b>  |
| <b>CHAPITRE 2 : LES ETUDES EMPIRIQUES</b>   | <b>10</b> |
| <b>2.1 La notion de liquidité</b>   | <b>12</b> |
| <b>2.2 Analyse des études</b>   | <b>13</b> |
| 2.2.1 Pre-IPO studies   | 13        |
| 2.2.1.1 L'étude de J.D. Emory   | 13        |
| 2.2.1.2 L'étude de Valuation Advisors   | 16        |
| 2.2.1.3 L'étude de Willamette Management Associates                                   | 17        |
| 2.2.2 Les études sur les actions restreintes (restricted or unregistered stock study) | 20        |
| 2.2.2.1 L'étude de Sibling  | 22        |
| 2.2.2.2 L'étude de Wruck  | 24        |
| 2.2.2.3 L'étude de Hertz et Smith   | 26        |
| 2.2.2.4 L'étude de Bajaj & al   | 27        |
| 2.2.2.5 L'étude de Liquistat Database   | 30        |
| 2.2.3 L'approche d'acquisition (the acquisition approach)                             | 32        |
| 2.2.3.1 L'étude de Koeplin, Sarin et Shapiro  | 33        |
| 2.2.3.2 L'étude de Block  | 36        |
| <b>CHAPITRE 3 : LIMITES ET APPORTS DES ETUDES</b>                                     | <b>39</b> |
| <b>3.1 Limites des études</b>   | <b>39</b> |
| 3.1.1 Limites générale  | 39        |
| 3.1.2 Limites spécifiques   | 40        |
| 3.1.2.1 Limites des Pre-IPO studies   | 40        |
| 3.1.2.2 Limites des Restricted stock studies  | 41        |
| 3.1.2.3 Limite de l'acquisition approach  | 42        |
| <b>3.2 Les apports de ces études</b>  | <b>43</b> |
| 3.2.1 Apports sur la décote d'illiquidité   | 45        |

#### IV.

|   |           |
|---|-----------|
| 3.2.2 Apports sur les autres facteurs   | 47        |
| <b>3.3 Conclusion : essai de formulation de la décote pour une société non cotée (private company discount)</b> | <b>51</b> |
| <b>CHAPITRE 4 : LES DECOTES DE VALORISATION :</b>   | <b>53</b> |
| <b>4.1 Les décotes « au niveau de l'entreprise » (entity-level)</b>   | <b>53</b> |
| 4.1.1 Prime de contrôle et décote de minorité :   | 53        |
| 4.1.1.1 La prime de contrôle  | 53        |
| 4.1.1.2 La décote de minorité :   | 56        |
| 4.1.2 Les décotes pour les actions sans droit de vote en comparaison avec les actions avec droit de vote        | 60        |
| <b>4.2 Les décotes « au niveau de l'entreprise »</b>  | <b>61</b> |
| 4.2.1 Décote pour la perte d'une personne clé (Key person discount)   | 61        |
| 4.2.2 Passif éventuel :   | 65        |
| 4.2.3 « Décote de portefeuille » (Portfolio discount) :   | 66        |
| 4.2.4 La décote de taille   | 68        |
| <b>4.3 Autres facteurs</b>  | <b>70</b> |
| 4.3.1 Le contexte institutionnel  | 70        |
| 4.3.2 Le pouvoir de négociation des Venture Capitalist  | 71        |
| 4.3.3 Coûts de transactions   | 72        |
| 4.3.4 Les compléments de prix et autres accords entourant la transaction  | 73        |
| <b>CONCLUSION</b>   | <b>74</b> |
| <b>BIBLIOGRAPHIE</b>  | <b>77</b> |
| <b>TABLE DES FIGURES</b>  | <b>83</b> |

## Introduction

La valorisation apparaît être un sujet central au cœur de la vie des entreprises et ce à tous les stades de leur développement.

L'évaluation des sociétés ou des titres qu'elles ont émis demeure un problème qui se pose dans de nombreuses circonstances.

En effet, les entreprises peuvent devoir estimer leur valeur pour des raisons aussi nombreuses que variées comme notamment l'alignement à la législation fiscale et comptable, la cession des titres lors du retrait d'un associé, la mise en œuvre de clause d'agrément et de préemption, les augmentations de capital, le rachat des titres par une société ou les absorptions et fusions de sociétés.

Toutes ces opérations nécessitent que la valeur des sociétés et de leurs titres soient chiffrées.

Il existe plusieurs méthodes afin d'aider les entreprises à évaluer leurs capitaux propres.

Lorsqu'il s'agit de titres cotés en bourse, nous disposons souvent d'un prix résultant théoriquement du libre fonctionnement du marché.

Pour l'évaluation des sociétés non cotées, l'évaluation est plus délicate car elle doit se fonder sur d'autres éléments puisqu'elle n'a pas de prix d'action observable pouvant servir comme mesure objective de la valeur de marché.

Il est couramment observé que les entreprises qui ne sont pas vendues dans les marchés boursiers sont évaluées à un prix inférieur à leurs équivalentes négociées en bourse.

La littérature financière et les diverses valorisations d'entreprises non cotées confirment que les entreprises non cotées font face à une décote.

Il n'est d'ailleurs pas rare dans le cas de valorisation d'une entreprise non cotée que les évaluateurs aient recours à des décotes théoriques qu'ils appliquent à la valeur trouvée par la méthode de valorisation choisie.

2.

Dès lors, la question qui se pose est de savoir s'il existe un lien entre la valorisation d'une entreprise cotée et une entreprise non cotée et quelles sont les composantes des décotes que l'on peut observer pour les sociétés non cotées. L'évaluation des sociétés non cotées se révèle être particulièrement intéressante sachant que la majorité des entreprises qui représentent le paysage économique sont non cotées.

En outre, le nombre de fusions et acquisitions pour les entreprises non cotées continue à augmenter.

Ce mémoire a pour but de mettre en exergue les forces en jeu lors de la valorisation d'une entreprise non cotée et de tenter de les relier à la valeur des entreprises cotées en analysant les différences de valorisation.

Dans le premier chapitre, nous aborderons brièvement les méthodes de valorisation des entreprises.

Ensuite, nous nous intéresserons aux études réalisées sur la problématique de la liquidité, ce qui se révèle particulièrement intéressant pour l'analyse de la décote d'une société non cotée et de ses composantes.

Nous présenterons dans un autre chapitre les conclusions et enseignements de ces études afin de mettre en évidence les facteurs qui peuvent influencer la décote pour les entreprises non cotées.

Le dernier chapitre sera consacré à mettre en relation les facteurs identifiés avec la littérature existante sur les différentes décotes de valorisation.

En conclusion, nous tirerons les enseignements de notre analyse.

## Chapitre 1 : Valorisation : Méthodes et concepts

A l'entame de ce chapitre, nous tenons à préciser qu'il n'a pas pour but de présenter de manière exhaustive les différentes méthodes de valorisation mais plutôt de fournir un aperçu des méthodes de valorisation qui seront utiles au lecteur pour les analyses ultérieures de certaines études sur la valorisation.

En effet, il existe un grand nombre de méthodes de valorisation employées dans la pratique, ayant toutes pour but de déterminer la valeur des actions des sociétés mais qui diffèrent dans leur approche d'estimation.

### 1.1 Aperçu des méthodes de valorisations

Comme nous enseigne S. Parienté : « *pour évaluer une société, que ce soit à l'occasion d'une opération financière la concernant (OPA, OPE, OPR, etc...) ou notamment au moment de son introduction en bourse, plusieurs méthodes sont généralement utilisées.*

*Celles-ci doivent toutefois être en harmonie avec les spécificités de la société évaluée et son secteur d'activité* » (Parienté S. 2013, p.243).

Outre la référence à des cours de bourse, lorsque la société est déjà cotée, les principales approches font appel :

1.-aux revenus attendus par les actionnaires (dividendes et bénéfices excédentaires).

Nous avons, d'une part, le modèle d'actualisation des dividendes (*dividend discount model*) qui consiste selon la définition de Dispas et Boudghene « à projeter le montant des dividendes de la société (à l'infini) et à les actualiser en utilisant le coût des fonds propres de cette même société » (Dispas C. & Boudghene. Y. 2013, p.31).

D'autre part, nous avons les modèles de résultats résiduels (*Residual Income Models*) et les modèles à croissance anormale des résultats (*Abnormal Earning Growth*) qui sont des approches consistant à majorer la valeur comptable des

4.

fonds propres d'un excès de valeur censée correspondre à des bénéfices anormaux par suite d'avantages économiques acquis (Parienté S. 2013, p.259).

Ainsi que l'exposent Alphonse et al : « *Leur intérêt est de replacer au premier plan de l'évaluation les variables comptables de résultat et de valeur au bilan, tout en restant parfaitement cohérent avec le modèle financier d'évaluation à partir des flux de trésorerie actualisés* »(Alphonse P. & al. 2013, p.336-337).

2. aux flux de trésorerie à destination de tous les investisseurs.

Le modèle utilisé est le modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (*Discounted Free Cash Flow*) qui considère la valeur de l'entreprise du point de vue de l'ensemble des investisseurs, qu'ils soient détenteurs des capitaux propres ou de titres de dettes (Berk J. & al. 2009, p.269).

Ce modèle s'intéresse donc à la capitalisation boursière d'une entreprise et consiste à actualiser les flux de trésorerie futurs provenant de l'activité de l'entreprise.

3. à la situation patrimoniale (actif net réévalué).

Dans ce cas, on se réfère à la valeur attribuable aux actions par l'actif net réévalué. Selon S. Parienté « *cette approche consiste à ajuster la situation nette comptable (actif moins passif réel) afin de tenir compte de plus ou moins value latentes sur biens ou droits, de la valeur de toutes les dettes, en prix de marché le cas échéant, et aussi d'engagements hors bilan capables d'affecter les capitaux propres futurs par l'intermédiaire du résultat* » (Parienté S. 2013, p.269).

4. à des transactions comparables ou à des références analogiques (multiples).

C'est une approche qui vise à fournir une valeur de marché de l'entreprise sur base de ses références sectorielles, transactionnelles et boursières.

Les deux premières approches reposent sur les projections de flux futurs tandis que la troisième approche sur des éléments comptables.

Etant donné qu'elles ne sont peu ou pas utilisées dans les études qui abordent la valorisation à laquelle nous allons nous intéresser, nous ne nous attarderons pas à les développer.

Nous nous référerons à certaines d'entre elles dans le chapitre sur les décotes mais estimant être en présence de lecteurs avec des notions de base en finance, il ne nous apparaît pas important de les développer plus en profondeur.

Par contre, la méthode des multiples occupe une place centrale dans ces études et son analyse apparaît dès lors importante et nécessaire.

Cette dernière approche qui repose sur la valorisation par multiples, consiste, selon Dispas et Boudghene, à « *dériver la valeur d'une société ou d'une action sur base de l'observation de certains multiples clés moyens ou médians de sociétés du même secteur que celui de la société que l'on cherche à valoriser* » (Dispas C. & Boudghene. Y. 2013, p.37).

Dans ce cas-ci, plutôt que d'estimer directement les flux futurs, il est possible d'estimer la valeur d'une entreprise ou d'un actif par comparaison avec la valeur d'une entreprise ou d'un actif produisant les mêmes flux futurs et ayant le même risque (Berk J. & al. 2009, p.273).

Comme il n'existe évidemment pas deux entreprises qui soient exactement identiques, la méthode des multiples a pour objectif de comparer deux entreprises qui ont une structure ou une taille différente en exprimant les variables sous forme d'un multiple (c'est à dire un ratio).

Nous citerons parmi ceux qui sont utilisés communément pour la valorisation des entreprises traditionnelles, les multiples suivants :

-EV/EBITDA et EV/EBIT : Le premier est un ratio de profitabilité qui permet d'identifier le profit généré par l'entreprise en faisant abstraction de sa structure financière, des amortissements, des risques (provisions), et de la fiscalité. C'est un des multiples le plus utilisé par la communauté financière car il se révèle très utile lorsqu'il s'agit de comparer des entreprises d'un même secteur et parce qu'il est transposable à tous les pays et ne dépend pas des décisions de gestion de l'entreprise (Kachurina, Y. 2011, p.51).

Le second prend en compte les décisions d'investissement et donc les politiques d'amortissement et de dépréciation. Les revenus considérés ne dépendent donc pas uniquement des activités opérationnelles.

6.

-P/S : « price-to sales ratio », c'est un ratio boursier se calculant en divisant la capitalisation boursière d'un titre par le chiffre d'affaires de l'entreprise.

- « price-to-book ratio » : c'est un ratio financier se calculant en divisant la capitalisation boursière par les capitaux propres.

-P/E : « Price Earning Ratio », c'est le ratio de capitalisation des bénéfices, il relie la valeur de l'entreprise à sa capacité de générer du profit.

Berk J. souligne que « *La méthode des multiples peut être considérée comme un raccourci : en effet plutôt que d'évaluer les coûts des capitaux propres, les bénéfices ou les flux futurs de trésorerie disponible d'une entreprise, cette méthode repose principalement sur la comparaison avec la valeur d'une entreprise similaire. Outre son évidente simplicité, l'approche par les multiples présente donc l'avantage de reposer sur des éléments comptables, observés pour des entreprises réelles, plutôt que d'être fondée sur une prévision de flux futurs potentiellement irréaliste* » (Berk J. & al. 2009,p. 276).

Cette méthode repose uniquement sur des éléments du passé et des éléments qui sont quantifiables.

L'inconvénient majeur de la méthode réside dans l'ignorance des différences entre entreprises « comparables ».

Même au sein des industries clairement définies, il est souvent difficile d'identifier des entreprises comparables.

Beaucoup d'entreprises sont présentes dans de multiples industries, ce qui rend l'identification de repères représentatifs plus difficile.

En outre, les entreprises du même secteur ont souvent des stratégies différentes ainsi que des possibilités de croissance et de rentabilités différentes, créant des problèmes de sélection. (Palepu et al. 2010, p.327).

Nous concluons en soulignant que la méthode des comparables, contrairement aux méthodes actuarielles, ne prend pas en compte le fait qu'une entreprise soit particulièrement bien gérée, qu'elle détienne un brevet spécialement prometteur, qu'elle maîtrise un processus de production plus efficace que les autres ou bien qu'elle puisse être exposé a des risques particuliers (Berk J. & al. 2009, p.276).

## 1.2 Concept de valeur

Il semble judicieux, puisque nous aborderons les décotes ultérieurement, de parler du concept de valeur dans un premier temps car pour appliquer une décote à une entreprise, il convient de définir la valeur sur laquelle on va appliquer ses primes et décotes.

Le concept de valeur renvoi au fait qu'il faille définir les différentes références de valeurs d'une entreprise (« standard of value ») afin de définir la base sur laquelle on va appliquer les primes et les décotes.

La sphère financière distingue plusieurs notions de valeurs d'une société qui font d'ailleurs de débats entre les auteurs.

On peut citer comme valeur :

La valeur de référence (« fair value ») qui est dérivée de la valorisation d'actifs et de passifs sur la base d'une estimation de leurs valeur de marché, ou à défaut, selon la valeur calculé par la somme actualisée des flux de trésoreries attendus de leurs utilisation.

La valeur de référence est inséparable de l'anticipation des perspectives futures d'une société, elle coïncide à la somme des valeurs que pourrait prendre l'entreprise dans chacun des scenarios d'avenir possibles, pondérées par leurs probabilités respectives d'occurrence (SFEV 2008, p.9).

La valeur d'investissement (« investment value ») correspond à la valeur spécifique d'un investissement pour un investisseur particulier ou un groupe d'investisseurs basés sur des besoins individuels d'investissement (Pratt S.P. 2008, p43).

8.

Elle est dérivée de la valeur de marché à laquelle sont ajoutées ses besoins spécifiques qui peuvent être traduits par des synergies opérationnelles et financières et qui représentent des suppléments que l'investisseur est prêt à déboursé par rapport à la valeur de référence (SFEV 2008, p.8).

Cette valeur est propre à chaque investisseur et ne peut donc pas être utilisée comme base de valeur pour l'ensemble du marché contrairement à la valeur de référence.

On peut considérer que la valeur découlant du cours de bourse correspond à une valeur de référence.

Si nous avons introduit cette notion de valeur, c'est parce que lors de l'application d'une prime ou d'une décote, elle doit être appliquée à une base de valeur définie.

Par exemple, dans le cas où c'est la valeur d'investissement qui est retenue, il faudra prendre comme hypothèse que la prime de contrôle est déjà incluse dans les flux car elle a été incorporée dans la valeur en incorporant les besoins spécifiques de l'investisseur.

Il apparaît également important de souligner les différences qu'il peut y avoir entre les notions de valeur et prix.

Il est en effet nécessaire de préciser que bien que ces notions puissent paraître semblables, elles diffèrent fondamentalement.

La valeur correspond à l'appréciation d'un prix de marché à un moment donné qui va être fait sur base d'éléments qui sont internes et externes à l'entreprise tandis que le prix est le montant qui résulte d'une négociation entre un acheteur et un vendeur lors d'une transaction. (Fronville H. 2011, p.6).

On comprend donc que le prix peut s'écarter de la valeur pour certaines raisons, notamment lorsque l'on est en présence de décotes ou de primes.

Nous verrons lors de l'analyse des décotes et primes dans le chapitre 4 que cette différence qu'il peut y avoir entre la valeur et le prix est un élément important lors de la valorisation d'une entreprise.

Si pour les entreprises cotées, le cours de bourse et donc la capitalisation boursière peut servir de base de valeur, en ce qui concerne les entreprises non cotées, la valeur de référence ne peut quant à elle que s'apprécier sur la base d'une analyse multicritère.

Cette analyse multicritère consiste en une combinaison des méthodes analogiques et intrinsèques et qui est fondé principalement sur l'actualisation des cash-flows futurs, recoupé par des multiples boursiers dérivés de sociétés comparables (SFEV 2008, p.10).

Cette analyse permet d'être non biaisée par les considérations propres à telle ou telle partie et constitue ainsi une valeur de référence.

C'est la valeur de référence qui doit être utilisé pour les primes et décotes car c'est la seule qui constitue une donnée commune et une référence à l'ensemble des investisseurs.

## Chapitre 2 : Les études empiriques

Dans ce chapitre, nous allons nous intéresser aux différentes études réalisées afin de comparer la valeur des sociétés cotées et non cotées.

Les premières études ont surtout tentées de quantifier la différence de valeur entre entreprises cotées et non cotées en partant du principe que la différence – principale voir unique - était la liquidité et la négociabilité de ces entreprises.

Ces études ont été entreprise afin de comparer la valeur des sociétés cotées et non cotées.

Il y a eu un très grand nombre d'études réalisées sur les décotes de liquidité et de négociabilité et elles constituent la branche la plus prolifique de la littérature sur les décotes.

La majorité des études que nous avons choisies de vous présenter ont été réalisées aux Etats-Unis.

Ces études avaient également l'avantage de se compléter et de se référer les unes au autres.

Notre analyse va se porter sur trois grandes approches développées par ces études et qui sont :

-Les études sur les « Pre-IPO » : Elles comparent un même actif à des moments différents dans le temps avant et après introduction en bourse.

-Les études sur les « Restricted Stock » : Elles comparent un même actif mais dont un fait face a des restrictions au niveau de sa cessibilité.

-Les études sur l' « Acquisition Approach » qui comparent deux actifs différents mais qui sont comparables.

Ces études sont plus prudentes et ne parlent plus d'une décote de liquidité ou négociabilité mais plutôt d'un « private company discount ».

Ces études occupent donc une place un peu à part comparées aux études sur les décotes de liquidité et de négociabilité.

Nous avons décidé de sortir du cadre d'analyse classique proposé par la littérature financière et de parler des décotes de liquidité et négociabilité avant les autres décotes.

Si nous avons choisi de procéder de la sorte, c'est avant tout pour montrer à quel point les études sur les décotes de liquidité et négociabilité sont importantes pour expliquer les décotes que l'on observe pour les entreprises non cotées comparées aux entreprises cotées.

Il apparaît évident que la littérature relative à la liquidité est de loin la plus prolifique en comparaison avec les études sur les autres décotes et cela montre bien que cette notion de liquidité a occupé une place centrale lors des recherches sur la valorisation d'entreprises non cotées.

On s'aperçoit également après analyse de ces études que les auteurs vont réaliser à travers leurs études que la notion de liquidité ne peut pas expliquer à elle seule la différence de valorisation entre une entreprise cotée et non cotée et que d'autres facteurs explicatifs doivent être pris en compte.

On verra d'ailleurs avec l'analyse des études sur l'« Acquisition Approach » qu'elles prennent bien en compte cette réalité multifactorielle et qu'elles ne parleront plus seulement d'une décote de liquidité ou de négociabilité mais bien d'une « private company discount » qui reflète la multiplicité des facteurs affectant la décote pour les entreprises non-cotées.

Comme nous l'avons dit, ce chapitre s'intéressera à présenter et analyser les différentes études relatives à la liquidité et la négociabilité.

Nous commencerons par exposer la notion de liquidité avant de nous intéresser aux différentes études.

Le chapitre 3 présentera quant à lui les conclusions et les apports de ces études afin de pouvoir les mettre en lien par la suite avec les autres décotes rentrant en jeux lors de la valorisation des entreprises.

## 2.1 La notion de liquidité

Le facteur le plus important influençant la décote de l'entreprise non cotée par rapport à une entreprise cotée est la décote de liquidité et de négociabilité.

Dans la littérature américaine, la décote d'illiquidité peut se référer à deux composantes différentes : « Marketability discount » et « Illiquidity discount ».

La première se réfère à la possibilité de céder les titres sur un marché efficient

La seconde se réfère à la rapidité avec laquelle un actif peut être converti en espèce sans encourir des coûts de transaction élevés ou des concessions de prix.

Bien qu'il existe théoriquement une différence entre ces deux notions, les études que nous allons analyser se réfèrent généralement au « marketability discount » alors qu'elles se rapportent à la décote d'illiquidité.

La valeur marchande d'un actif se réfère à la mesure dans laquelle un actif peut être converti en cash rapidement sans encourir des coûts de transaction ou des concessions de prix. Tout chose étant égales par ailleurs, plus un actif est commercialisable, plus le prix qu'un investisseur sera prêt à payer pour l'actif sera grand (Bajaj M. & al 2001, p.90).

Les actionnaires de sociétés cotées ont généralement un marché où vendre leurs actions alors que les actionnaires de sociétés non cotées n'ont pas cette opportunité (Koeplin J. & al. 2000, p.99).

Par conséquent, il convient d'appliquer une réduction de la valeur compte tenu de l'absence de liquidité et de négociabilité.

En effet, les investisseurs sont généralement disposés à payer des prix plus élevés pour les actifs plus liquides que pour les actifs illiquides par ailleurs similaires.

Bien que cette proposition soit largement acceptée, il y a un débat de fond sur la façon de mesurer le manque de liquidité et de l'incorporer dans la valeur (Damodaran A. 2006, p.693).

## 2.2 Analyse des études

### 2.2.1 Pre-IPO studies

Une façon de calculer la décote de négociabilité est de comparer le prix des actions des entreprises lors de l'offre publique initiale avec les prix des transactions impliquant ces mêmes actions avant l'offre publique initiale.

La différence peut être considérée comme une décote de négociabilité. (Damodaran A. 2006, p.664).

#### 2.2.1.1 L'étude de J.D. Emory

J.D. Emory (2002) s'est intéressé à la question et a réalisé des études sur le sujet entre 1982 et 2000.

Ses études examinent les prix d'actions de transactions privées réalisées dans les cinq mois précédent une introduction en bourse.

Les opérations ont principalement deux formes :

- 1) L'octroi d'options d'achat d'actions à un prix d'exercice égal à la juste valeur marchande de l'action
- 2) la vente d'action, ou dans certains cas, les ventes de titres de créances convertibles en actions pour lesquels le prix de conversion est accepté comme étant représentatif de la juste valeur marchande de l'action (Emory J.D. 1997, p.124).

Ces prix sont ensuite comparés avec le prix auquel les actions de cette entreprise ont été vendues lors de son introduction en bourse.

Le tableau ci dessous résume les différents résultats obtenus lors de ses études :

| Study         | Number of IPO Prospectuses Reviewed | Number of Qualifying Transactions | Discount |        |
|---------------|-------------------------------------|-----------------------------------|----------|--------|
|               |                                     |                                   | Mean     | Median |
| 1997-2000     | 1847                                | 266                               | 50       | 52     |
| 1995-97       | 732                                 | 84                                | 43       | 41     |
| 1994-95       | 318                                 | 45                                | 45       | 47     |
| 1991-93       | 443                                 | 49                                | 45       | 13     |
| 1990-92       | 266                                 | 30                                | 34       | 33     |
| 1989-90       | 157                                 | 17                                | 46       | 40     |
| 1987-89       | 98                                  | 21                                | 38       | 43     |
| 1985-86       | 130                                 | 19                                | 43       | 43     |
| 1980-81       | 97                                  | 12                                | 59       | 68     |
| All 8 studies | 2,241                               | 543                               | 46%      | 47%    |

Figure 1: La valeur de négociabilité comme illustré dans les offres publiques initiales d'actions ordinaires (Emory J.D. et al. 2002, p.2).

J.D Emory (2002) a trouvé une décote moyenne de 46% pour les placements privés.

Nous notons toutefois, que l'étude faite en 1997 portait sur les sociétés « dot.com » (internet) et n'était pas directement comparable avec les autres études.

Dès lors, si nous excluons cette étude, nous obtenons une décote moyenne ajustée pour les huit autres études de 44%.

Un premier élément intéressant qu'il observe à travers ses études est que, en moyenne, les opérations de ventes ont des décotes plus élevées que les opérations sur options et que cette différence a augmenté de façon significative (Emory J.D 1997, pp.126-127).

Les deux tableaux ci-dessous rendent compte de ses différences :

| <b>Study</b>  | <b>Sale Transactions</b> |                      |                        |
|---------------|--------------------------|----------------------|------------------------|
|               | <b># of Transactions</b> | <b>Mean Discount</b> | <b>Median Discount</b> |
| 1995 – 1997   | 22                       | 54%                  | 61%                    |
| 1994 – 1995   | 13                       | 46%                  | 47%                    |
| 1992 – 1993   | 7                        | 49%                  | 46%                    |
| All 8 Studies | 67                       | 50%                  | 51%                    |

| <b>Study</b>  | <b>Option Transactions</b> |                      |                        |
|---------------|----------------------------|----------------------|------------------------|
|               | <b># of Transactions</b>   | <b>Mean Discount</b> | <b>Median Discount</b> |
| 1995 – 1997   | 69                         | 39%                  | 40%                    |
| 1994 – 1995   | 33                         | 44%                  | 43%                    |
| 1992 – 1993   | 46                         | 45%                  | 44%                    |
| All 8 Studies | 239                        | 43%                  | 43%                    |

Figure 2 : Type de transactions (Emory J.D. 1997, p.126-127).

L'analyse des données révèle une décote moyenne de 50% pour les opérations de ventes et une décote moyenne de 43% pour les opérations sur options.

Les décotes découlant des opérations sur options pour la période 1995-1997 étaient nettement inférieures à celles des opérations de ventes.

Cela s'explique par le fait que les investisseurs ne voulaient pas prendre le risque d'acheter des actions et préféraient plutôt disposer d'une option sur ses mêmes actions. Ils ne voulaient pas prendre le risque que la société change entre la période antérieure à l'introduction en bourse et la période ultérieure.

Emory a également analysé la relation de la décote par rapport au temps entre une opération et l'introduction en bourse.

Le tableau ci dessous rend compte de cette relation :

| <b>Discounts versus Time<br/>Between Transactions and IPO</b> |             |               |              |
|---|-------------|---------------|--------------|
| <b>Days</b>   | <b>Mean</b> | <b>Median</b> | <b>Count</b> |
| 0 – 30  | 30%         | 25%           | 18           |
| 30 – 60   | 40          | 38            | 72           |
| 60 – 90   | 42          | 43            | 162          |
| 90 – 120  | 49          | 50            | 161          |
| 120 – 153   | 55          | 54            | 130          |
| <b>Total</b>  |             |               | <b>543</b>   |

Figure 3 : Décotes par rapport au temps entre les opérations et les introductions en bourse (Emory, 2002).

A travers ces données, nous pouvons observer que, plus loin nous nous trouvons de la date d'introduction en bourse des sociétés, plus grandes sont les décotes.

Ph. Saunders (2000) va examiner plus précisément les raisons qui peuvent expliquer cette relation.

Il observe que les études ont montré une dispersion importante des décotes autour de leurs moyennes d'échantillon.

Il fournit la preuve à travers son étude qu'une partie de la dispersion est liée au risque perçu que l'introduction en bourse peut ne pas avoir lieu ou bien peut ne pas avoir lieu à l'offre de prix prévue au moment de la transaction privée avant l'offre publique initiale.

Toute chose étant égale, au plus la transaction privée se produit longtemps avant l'offre publique initiale ou au plus l'entreprise est risquée intrinsèquement, plus grande en sera la décote (Saunders Ph. 2000, p.189).

J. D. Emory conclut dès lors que la taille de la décote pour l'absence de négociabilité dépend de la situation individuelle des entreprises.

Même si il n'y a pas une décote pour l'absence de négociabilité applicable en tout temps et à toutes les situations, il est évident que le manque de négociabilité est l'un des éléments les plus importants de la valeur, et le marché public insiste sur ce point (Emory J.D & al. 2000, p.116).

#### 2.2.1.2 L'étude de Valuation Advisors

Valuation Advisors a réalisé des études sur le manque de négociabilité pour les transactions faites avant l'introduction en bourse couvrant la période entre 1999 et 2002.

Les transactions avant l'introduction en bourse (offre publique initiale) sont organisées en 5 périodes de temps différentes : quatre intervalles de trois mois pour les douze mois précédant immédiatement l'introduction en bourse et un intervalle pour la période de un à deux an avant l'introduction en bourse (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.260).

| IPO Year | Period Before IPO in Which Transaction Occurred |            |            |              |           | Number of Transactions |
|----------|---|------------|------------|--------------|-----------|------------------------|
|          | 0-3 Months                                      | 4-6 Months | 7-9 Months | 10-12 Months | 1-2 years |                        |
| 1999     | 30.8%   | 54.2%      | 75.0%      | 76.9%        | 82.2%     | 695                    |
| 2000     | 28.7%   | 45.1%      | 61.5%      | 68.9%        | 76.6%     | 653                    |
| 2001     | 14.7%   | 33.2%      | 33.4%      | 52.1%        | 51.6%     | 115                    |
| 2002     | 6.2%  | 17.3%      | 21.9%      | 39.5%        | 55.0%     | 61                     |

Figure 4 : Décotes de l'étude de Valuation Advisors (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.261).

Nous observons, à travers l'analyse de ces données, que plus loin nous nous trouvons de la date d'introduction en bourse des sociétés, plus grandes sont les décotes.

Ce résultat est conforme avec les résultats obtenus par les études de J.D. Emory. Nous remarquons également que les décotes pour les années 2001 et 2002 sont inférieures aux décotes obtenues pour les années antérieures étudiées et qu'elles sont influencées par les conditions de marché.

### *2.2.1.3 L'étude de Willamette Management Associates*

Willamette Management Associates a réalisé 18 études couvrant la période entre 1975 et 1997 ainsi qu'une étude supplémentaire couvrant la période entre 1998 et 2002.

Les études de Willamette Management Associates se différencient des études de J. D. Emory au niveau de plusieurs aspects.

Premièrement, une différence majeure repose sur les documents de base utilisés pour les études. En effet, les études de Willamette Management Associates ont employé les déclarations complètes d'enregistrement de la SEC alors que les études de J.D. Emory sont basées sur les prospectus de la SEC.

Les prospectus requièrent seulement la divulgation des transactions avec les parties liées alors que les déclarations d'enregistrement requièrent la divulgation de toutes les transactions privées.

Ensuite, Les études de Willamette Management Associates ont tenté de n'inclure que les transactions réalisées aux conditions du marché (Pratt, S.P. 2008, p.436).

Willamette Management Associates a étendu cette étude et a examiné les transactions pour les trois années précédant l'offre publique initiale (Damodaran A. 2006, pp.664-665).

Parce que les transactions privées se sont produites sur une période pouvant aller jusqu'à trois ans avant l'introduction en bourse, Willamette Management Associates a effectué des ajustements pour refléter les différences dans les

18.

conditions du marché pour les actions des industries respectives entre le moment de chaque transaction privée et le moment de chaque offre publique ultérieure (Pratt S.P. 2008, p.436).

Pour ce faire, Willamette Management Associates a tenu compte de l'indexation entre les deux périodes.

Le tableau ci-dessous reprend les différentes décotes qu'ils ont trouvées à travers leurs études :

| Time Period Analyzed | Number of Companies Analyzed | Number of Transactions Analyzed | Standard Mean Price Discount | Trimmed Mean Price Discount* | Median Price Discount | Price Discount Standard Deviation |
|----------------------|------------------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|
| 1975-78              | 17                           | 31                              | 34.0%                        | 43.4%                        | 52.5%                 | 58.6%                             |
| 1979                 | 9                            | 17                              | 55.6%                        | 56.8%                        | 62.7%                 | 30.2%                             |
| 1980-82              | 58                           | 113                             | 48.0%                        | 51.9%                        | 56.5%                 | 29.8%                             |
| 1983                 | 85                           | 214                             | 50.1%                        | 55.2%                        | 60.7%                 | 34.7%                             |
| 1984                 | 20                           | 33                              | 43.2%                        | 52.9%                        | 73.1%                 | 63.9%                             |
| 1985                 | 18                           | 25                              | 41.3%                        | 47.3%                        | 42.6%                 | 43.5%                             |
| 1986                 | 47                           | 74                              | 38.5%                        | 44.7%                        | 47.4%                 | 44.2%                             |
| 1987                 | 25                           | 40                              | 36.9%                        | 44.9%                        | 43.8%                 | 49.9%                             |
| 1988                 | 13                           | 19                              | 41.5%                        | 42.5%                        | 51.8%                 | 29.5%                             |
| 1989                 | 9                            | 19                              | 47.3%                        | 46.9%                        | 50.3%                 | 18.6%                             |
| 1990                 | 17                           | 23                              | 30.5%                        | 33.0%                        | 48.5%                 | 42.7%                             |
| 1991                 | 27                           | 34                              | 24.2%                        | 28.9%                        | 31.8%                 | 37.7%                             |
| 1992                 | 36                           | 75                              | 41.9%                        | 47.0%                        | 51.7%                 | 42.6%                             |
| 1993                 | 51                           | 110                             | 46.9%                        | 49.9%                        | 53.3%                 | 33.9%                             |
| 1994                 | 31                           | 48                              | 31.9%                        | 38.4%                        | 42.0%                 | 49.6%                             |
| 1995                 | 42                           | 66                              | 32.2%                        | 47.4%                        | 58.7%                 | 76.4%                             |
| 1996                 | 17                           | 22                              | 31.5%                        | 34.5%                        | 44.3%                 | 45.4%                             |
| 1997                 | 34                           | 44                              | 28.4%                        | 30.5%                        | 35.2%                 | 46.7%                             |
| 1998                 | 14                           | 21                              | 35.0%                        | 39.8%                        | 49.4%                 | 43.3%                             |
| 1999                 | 22                           | 28                              | 26.4%                        | 27.1%                        | 27.7%                 | 45.2%                             |
| 2000                 | 13                           | 15                              | 18.0%                        | 22.9%                        | 31.9%                 | 58.5%                             |
| 2001                 | 2                            | 2                               | -195.8%                      | NA                           | -195.8%               | NA                                |
| 2002                 | 5                            | 7                               | 55.8%                        | NA                           | 76.2%                 | 42.8%                             |

\*Excludes the highest and lowest deciles of indicated discounts.  
 NA = Not Applicable  
 Source: Pamela Garland & Ashley Reilly, *Update on the Willamette Management Associates Pre-IPO Discount for Lack of Marketability Study for the Period 1998 Through 2002*, INSIGHTS (Willamette Management Associates) (Spring 2004).

Figure 5 : Décotes des études de Willamette Management Associates (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.262).

Les études de Willamette Management Associates ont enregistré des décotes moyennes allant de 32% à 76%.

Nous pouvons constater que les décotes moyennes des prix varient d'une période à l'autre.

Cependant, dans la plupart des cas, les décotes moyennes de prix obtenues par ces études sont plus importantes que celles des études d'actions restreintes (Voir infra).

La différence est probablement due au fait que contrairement aux transactions avant offre publique initiale, les transactions concernant les actions restreintes impliquent des sociétés qui ont déjà un marché public initial. (Robert R. & Rotwoski A. 2007,262).

Les résultats pour les années 1999 et 2000 semblent s'écarter de ce qui a pu être observé entre les années 1975 et 1998.

Cette différence s'expliquerait par le fait qu'il y a d'abord eu relativement peu d'entreprises et de transactions observées pour cette période. Ensuite, l'ampleur de la bulle internet a eu lieu au cours de cette période de deux ans. Enfin, les rendements moyens pour les actions qui ont précédés l'offre publique initiale étaient particulièrement élevés pour cette période (Pratt S.P. 2008, p.437).

En outre, les résultats pour l'année 2001 et 2002 semblent être déraisonnables. Ce qui pourrait être dû au fait qu'il y avait trop peu de transactions qui répondaient aux critères de l'étude de Willamette Mangement Associates pour être statistiquement significatives.

Basé sur ces facteurs, les analystes devraient soit s'appuyer sur les résultats collectifs de la période de 5ans entre 1998 et 2002 qui seraient une indication raisonnable de la décote pour manque de négociabilité, ou ignorer les résultats de la période 2001 et 2002 (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.263).

\*

\* \*

Nous remarquons que cette méthode qui consiste à comparer la valeur d'un même actif avant et après introduction en bourse a permis de mettre en évidence la présence d'une forte décote.

Les décotes dans les études sont significatives et indiquent qu'il y a plusieurs facteurs qui influencent la décote et pas seulement le manque de liquidité.

Nous y reviendrons dans le chapitre 3.

### 2.2.2 Les études sur les actions restreintes (restricted or unregistered stock study)

Aux Etats-Unis, les titres restreints sont des titres émis (majoritairement via un placement privé) par une société cotée en bourse, qui ne sont pas enregistrés auprès de la commission des titres et échange (SEC) et qui sont vendus par l'entremise de placements privés à des investisseurs professionnels et institutionnels et qui ne peuvent être cédés qu'en application de la règle 144 de la SEC. Ils ne peuvent pas être revendus sur le marché libre avant un an de détention et ne peuvent ensuite être vendus qu'en quantité limitée (Damodaran A. 2006, p.662).

Nous précisons également que la période de détention s'élevait à deux ans avant d'être réduite à un an en 1997.

Ces études sont basées sur la comparaison des prix des actions de deux créances sur le même actif sous-jacent, ou l'une est commercialisable et l'autre non. (Harjoto M.A. & Paglia J.K. 2010, p.3).

En conséquence, les acheteurs de parts non-enregistrées doivent attendre pendant une période de temps déterminée avant que les actions deviennent commercialisables (Bajaj M. & al. 2001, p.96).

Une manière d'estimer la décote de négociabilité est de comparer le prix auquel les sociétés cotées émettent des actions restreintes à placements privés par rapport au prix de l'action cotée en bourse. Les actions restreintes sont généralement censées être identiques aux actions cotées en bourse. Si cela est vrai, le prix plus faible payé pour l'action placée en privé doit refléter une décote pour le manque de liquidité (Koeplin J. & al. 2000, p.95).

Comme nous allons le voir à travers plusieurs études, les entreprises cotées émettent des actions avec comme but un placement privé et elles le font généralement avec une décote.

Dans la littérature financière, nous pouvons trouver plusieurs explications qui ont été avancées pour comprendre cette décote.

L'explication la plus fréquente se réfère à l'effet du manque de liquidité mais certains auteurs se sont également intéressés à d'autres facteurs tel que effets résultant des contrôles et de la surveillance ou de l'asymétrie d'informations.

De nombreuses études ont été réalisées dans la littérature fiscale et comptable, cependant notre attention sera portée tout particulièrement sur les études issues de la littérature financière.

Notre allons d'abord présenter les principaux résultats sur les décotes identifiées par les études issue de la littérature fiscale et comptable avant d'analyser les études issues de la littérature financière.

Pratt (2008) a identifié douze études sur les actions restreintes entre la fin des années 1960 jusqu'à 1998.

Ces études son résumées dans le tableau ci-dessous :

| Summary of Restricted Stock Studies  |                        |                            |
|--------------------------------------|------------------------|----------------------------|
| Empirical Study                      | Years Covered in Study | Average Price Discount (%) |
| SEC overall average [a]              | 1966–1969              | 25.8                       |
| SEC nonreporting OTC companies [a]   | 1966–1969              | 32.6                       |
| Gelman [b]                           | 1968–1970              | 33.0                       |
| Trout [c]                            | 1968–1972              | 33.5                       |
| Moroney [d]                          | [k]                    | 35.6                       |
| Maher [e]                            | 1969–1973              | 35.4                       |
| Standard Research Consultants [f]    | 1978–1982              | 45.0 [1]                   |
| Willamette Management Associates [g] | 1981–1984              | 31.2 [1]                   |
| Silber [h]                           | 1981–1988              | 33.8                       |
| FMV Opinions, Inc. [i]               | April 1992             | 23.0                       |
| Management Planning, Inc. [j]        | 1980–1996              | 27.1                       |
| Johnson (m)                          | 1991–1995              | 20.0                       |
| Columbia Financial Advisors          | 1996–April 1997 (n)    | 21.0                       |
| Columbia Financial Advisors          | May 1997–1998 (n)      | 13.0                       |

a. "Discounts Involved in Purchases of Common Stock (1966–1969)," *Institutional Investor Study Report of the Securities and Exchange Commission*, H.R. Doc. No. 64, Part 5, 92nd Congress, 1st Session, 1971, pp. 2444–56.

b. Gelman, Milton, "An Economist-Financial Analyst's Approach to Valuing Stock in a Closely Held Company," *Journal of Taxation*, June 1972, p. 353.

c. Trout, Robert R., "Estimation of the Discount Associated with the Transfer of Restricted Securities," *Taxes*, June 1977, pp. 381–85.

d. Moroney, Robert E., "Most Courts Overvalue Closely Held Stocks," *Taxes*, March 1973, pp. 144–55.

e. Maher, J. Michael, "Discounts for Lack of Marketability for Closely Held Business Interests," *Taxes*, September 1976, pp. 562–71.

f. Pittock, William F., and Charles H. Stryker, "Revenue Ruling 77-276 Revisited," *SRC Quarterly Reports*, Spring 1983, pp. 1–3.

g. Willamette Management Associates study (unpublished).

h. Silber, William L., "Discounts on Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Prices," *Financial Analysts Journal*, July–August 1991, pp. 60–64.

i. Hall, Lance S., and Timothy C. Polacek, "Strategies for Obtaining the Largest Valuation Discounts," *Estate Planning*, January/February 1994, pp. 38–44.

j. Oliver, Robert P., and Roy H. Meyers, "Discounts Seen in Private Placements of Restricted Stock: The Management Planning, Inc., Long-Term Study (1980–1996)" (Chapter 5) in Robert F. Reilly and Robert P. Schweihs, eds. *The Handbook of Advanced Business Valuation* (New York: McGraw-Hill, 2000).

k. Although the years covered in this study the likely to be 1969–1972, no specific years were given in the published account.

l. Median discounts.

m. Johnson, Bruce, "Restricted Stock Discounts, 1991–95," *Shannon Pratt's Business Valuation Update*, March 1999, p. 1–3; "Quantitative Support for Discounts for Lack of Marketability," *Business Valuation Review*, December 1999, pp. 152–155.

n. Aschwald, Kathryn, F., "Restricted Stock Discounts Decline as Result of 1-Year Holding Period," *Shannon Pratt's Business Valuation Update*, May 2000, p. 1–5.

Figure 6 : Décotes des études sur les actions restreintes (Pratt S.P. 2008, p.431).

Comme nous pouvons l'observer, ces études indiquent une décote de liquidité allant de 13% à 45%.

La décote s'est rétrécie au cours des dernières années, avec l'étude la plus récente indiquant une décote de 13%, ce qui reflète le changement de la période d'attente pour la revente de deux ans à un an seulement sous la règle 144A.

Nous noterons également qu'excepté l'étude de Sibler (1991), toutes ces études sont tirées de la littérature fiscale et comptable.

Comme nous l'avons dit, nous nous concentrerons ici à l'analyse des études tirées de la littérature financière, à savoir, l'étude de Sibler (1991) et les études de Bajaj & al. (2001) et Roback (2007) survenue ultérieurement à cette classification et que nous compléterons également avec les études de Wruck (1989), Hertz et Smith (1993).

### 2.2.2.1 L'étude de Sibler

Sibler (1991) examine les émissions d'actions restreintes entre 1981 et 1988 et constate une décote médiane pour les actions restreintes de l'ordre de 33,75%. Sibler(1991) va se concentrer sur certains facteurs spécifique relatifs aux entreprises afin d'essayer de mieux interpréter les raisons de la décote.

|  | <i>Mean</i> | <i>SD</i> | <i>Max.</i> | <i>Min.</i> |
|--|-------------|-----------|-------------|-------------|
| 1. Percentage Discount <sup>a</sup>              | 33.75%      | 23.7%     | 84%         | -12.7%      |
| 2. Dollar Size of Issue <sup>b</sup> (millions)  | \$4.3       | \$6.6     | \$40.0      | \$0.17      |
| 3. Restricted/Total <sup>c</sup>                 | 13.6%       | 10.3%     | 56%         | 1%          |
| 4. Earnings <sup>d</sup> (thousands)             | \$912       | \$11,663  | \$65,039    | -\$8,863    |
| 5. Revenues <sup>e</sup> (millions)              | \$40.0      | \$106.0   | \$595       | 0           |
| 6. Market Capitalization <sup>f</sup> (millions) | \$54.0      | \$88.4    | \$532       | \$4.4       |

a. *Percentage discount* =  $[1 - p^*/p] \cdot 100$ , where  $p^*$  is the price per share of the restricted stock and  $p$  is the closing price of common stock on the placement date.

b. *Dollar size of issue* =  $p^*$  times number of restricted shares.

c. *Restricted/total* = number of restricted shares divided by total common stock (including restricted stock).

d. *Earnings* = total earnings for fiscal year prior to placement date.

e. *Revenues* = total revenues for fiscal year prior to placement date.

f. *Market capitalization* =  $P$  times number of shares outstanding prior to placement date.

Figure 7 : Caractéristique de l'échantillon (Sibler W.L. 1991, P.61)

Il retire deux observations importantes de cette analyse, les entreprises qui émettent des actions restreintes sont relativement petites et pas très rentables.

Il observe également que, même si la décote moyenne est de 33,75%, il y a des variations considérables dans l'échantillon avec des valeurs qui sont comprises entre 84% et -12,7% (qui est un premium dans ce cas-ci) (Sibler W.L. 1991, P.60-61).

Il va alors également diviser son échantillon entre les entreprises qui ont subi une décote supérieure à 35% et celles qui ont subi une décote inférieure à 35%.

|                                     | <i>Discounts &gt; 35%</i><br><i>(34 companies)</i> |           | <i>Discounts &lt; 35%</i><br><i>(35 companies)</i> |           |
|-------------------------------------|--|-----------|--|-----------|
|                                     | <i>Mean</i>  | <i>SD</i> | <i>Mean</i>  | <i>SD</i> |
| 1. Percentage Discount              | 53.9%  | 13.1%     | 14.1%  | 12.6%     |
| 2. Dollar Size of Issue (millions)  | \$2.7  | \$3.9     | \$5.8  | \$8.2     |
| 3. Restricted/Total                 | 16.3%  | 12.4%     | 10.9%  | 7%        |
| 4. Earnings (thousands)             | -\$1,440   | \$2,736   | \$3,198  | \$15,934  |
| 5. Revenues (millions)              | \$13.9   | \$22.2    | \$65.4   | \$144.9   |
| 6. Market Capitalization (millions) | \$33.8   | \$27.8    | \$74.6   | \$118.4   |

Figure 8 : Caractéristique de l'échantillon pour les décotes au-dessus et en dessous de 35% (Sibler W.L. 1991, P.61).

En appliquant cela, il a constaté que les entreprises qui ont la décote la plus élevée sont celles qui ont le pourcentage le plus élevé d'actions restreintes par rapport à l'émission totale d'actions, les plus petits bénéfices, la plus faible valeur de marché de leurs fonds propre ainsi que les plus petites taille d'émissions d'actions restreintes en terme absolu (Sibler W.L. 1991, p..62).

Ensuite, Sibler (1991) va également réaliser un modèle de régression transversale par lequel il découvre que la décote est positivement liée aux bénéfices, une variable dummy dénotant des bénéfices positifs, une variable dummy indiquant si l'acheteur des actions restreintes avait une relation spéciale avec la société émettrice.

La décote est par contre négativement liée à la taille des émissions d'actions restreinte par rapport au nombre total d'actions en circulation. (Sibler W.L 1991, p.63).

Cependant, il constate que La décote est plus sensible à la taille de l'émission d'actions restreinte que à sa situation financière.

Ces résultats suggèrent qu'il est incorrect de simplement appliquer une réduction constante pour toutes les émissions d'actions restreinte.

Au contraire, il semble que plusieurs caractéristiques de l'entreprise et des actions restreintes émises sont associées à la décote du prix relatif aux actions cotées en bourse de l'entreprise (Bajaj & al 2001, p.99-100).

\*  
\*       \*

Les études de Wruck (1989, Hertz et Smith (1993) et Bajaj et al (2001) proposent une variante par rapport aux études traditionnelles sur les actions restreintes en comparant les actions restreintes avec des actions nominatives émises de manière privées.

### 2.2.2.2 L'étude de Wruck

Wruck (1989), a constaté que la différence de moyenne entre les décotes des actions restreintes et des actions nominatives, était de 17,6%, alors que la différence entre les médianes des décotes était de 10,4%.

|                    | Offer price/Market price |        |       |         | Sample size |
|--------------------|--------------------------|--------|-------|---------|-------------|
|                    | Minimum                  | Median | Mean  | Maximum |             |
| Unregistered sales | 0.050                    | 0.878  | 0.865 | 1.482   | 37          |
| Registered sales   | 0.480                    | 0.982  | 1.041 | 2.051   | 36          |

Figure 9 : Ratio du prix de l'offre par rapport au prix de marché dans les ventes privées de titres de capital (Wruck K.H. 1989, p.17).

On peut voir qu'en ce qui concerne le prix de marché un jour avant l'annonce, le prix d'offre est fixé, en moyenne, à 86,5% du prix de marché dans les ventes non enregistrées et 104% du prix du marché dans les ventes enregistrées.

Puisque chaque type d'actions pourrait avoir été donné à titre d'indemnisation et que seulement les actions restreintes ont des déficiences de négociabilité, cela suppose que la différence entre les décotes est une mesure pour la décote de liquidité.

Par conséquent, la décote de négociabilité est considérablement plus petite que les décotes des études uniquement basées sur les actions restreintes (Bajaj M. & al 2001, p.100).

Dans son étude, Wruck (1989), ne contrôle pas les différences systématiques entre les entreprises émettant des actions restreintes et celle émettant des actions nominatives et la différence observée entre les décotes pourrait donc s'expliquer par d'autres facteurs que la différence de négociabilité.

Wruck (1989) va également analyser la réaction du cours des actions suite à un placement privé et a trouvé une période de rendements anormaux d'une valeur moyenne de 4,4% suite à l'annonce de ce placement.

La réaction positive contraste avec la réaction négative du marché aux annonces d'émission publique d'actions, et est particulièrement surprenant à la lumière de la décote importante.

Les placements privés permettent d'examiner la modification de la concentration de l'actionnariat sur la valeur de l'entreprise.

Wruck (1989) a observé que lorsque le niveau de concentration de la propriété après la vente est faible (0% à 5%) ou élevé (plus de 25%), la relation est positive entre les changements dans la valeur de l'entreprise lors de l'annonce et les changements dans la concentration de propriété.

Cependant, lorsque le niveau de concentration de la propriété après la vente est moyen (5% à 25%), ce rapport est négatif.

Lorsque les gestionnaires conviennent d'une vente qui donne à l'acheteur une relation de contrôle avec l'entreprise, ou met l'acheteur dans le conseil d'administration, l'effet marginal sur la valeur de l'entreprise est négatif. Convenir d'un changement de contrôle ou d'un nouveau membre du conseil d'administration sans l'approbation des actionnaires dégrade leur situation (Wruck K.H. 1989, p.23).

Il faut cependant précisé qu'il est impossible de tiré une constatation générale des modèles estimés parce que l'intervalle dans lequel l'effet de la concentration de propriété devient négatif semble être spécifique à l'entreprise.

Finalement, Wruck considère que les changements de concentration de la propriété peuvent expliquer en partie l'effet positif de l'annonce et suggère que les décotes de placements privés reflètent en partie l'indemnisation des conseils des experts ou des services de surveillance fournis par les investisseurs privés (Hertzel M. & Smith R.L. 1993, p.461).

### 2.2.2.3 L'étude de Hartzel et Smith

Hartzel et Smith (1993) vont aussi s'intéresser à la concentration de propriété mais également à l'effet que va avoir la résolution de l'asymétrie d'informations sur les décotes de placements privés et le prix des actions.

Ils vont observer que la décote pour les placements privés est plus grande lorsque l'on se trouve en présence d'entreprises qui ont des difficultés financières et qui sont engagées dans le développement de produits spéculatifs et le placement d'actions restreintes.

Ils affirment que les décotes sur les actions de ces entreprises sont nécessaires à titre de compensation pour les coûts supérieurs d'information et de contrôle du placement (Hartzel M. & Smith R.L. 1993, p.479-481).

Après le contrôle, à travers une régression multi-variée des déterminants non-négociables des décotes des placements privés, ils ont constaté que la décote des actions restreintes n'était que de 13,5% supérieure à celle des actions nominatives.

| Independent Variables <sup>a</sup> | Predicted Sign | Coefficient | p-Value |
|------------------------------------|----------------|-------------|---------|
| Intercept                          |                | 1.402       | 0.00    |
| Fraction placed                    | (+)            | 0.410       | 0.02    |
| Financial distress                 | (+)            | 0.091       | 0.12    |
| Book-to-market-equity              | (-)            | -0.141      | 0.02    |
| Log of proceeds                    | (-)            | -0.078      | 0.00    |
| Restricted shares                  | (+)            | 0.135       | 0.00    |
| Single investor                    |                | -0.091      | 0.06    |
| Management buyer                   |                | 0.021       | 0.43    |
| F-value                            |                | 11.55       | 0.00    |
| Adjusted R <sup>2</sup>            |                | 41.3%       |         |

Figure 10 : Régression transversale des décotes de placements privés (Hartzel M. & Smith R.L. 1993, p.479).

C'est une preuve supplémentaire que les décotes de liquidités proposées par les premières études d'action restreinte étaient trop élevées (Bajaj & al. 2001, p.101).

Par ailleurs, ses résultats laissent supposer une fois de plus que la prise en compte d'autres facteurs explicatifs pour expliquer la décote s'avèrent nécessaire.

### 2.2.2.4 L'étude de Bajaj & al

Bajaj & al (2001) ont analysé 88 placements privés d'actions restreintes qui ont eu lieu entre 1<sup>er</sup> janvier 1990 et le 31 décembre 1995.

Dans ces 88 placements, 51 émissions font référence à des émissions d'actions restreintes et 37 font référence à des émissions d'actions cotées en bourse.

Comme nous allons le voir, cette étude est unique car Bajaj & al (2001) vont essayer de séparer l'effet de la liquidité des autres effets.

Les résultats de l'échantillon analysé sont repris dans le tableau ci-dessous :

| <b>Panel A: Issue Characteristics</b>           |        |        |         |          |         |
|---|--------|--------|---------|----------|---------|
| Characteristic                                  | Mean   | Median | Minimum | Maximum  |         |
| Amount Offered (\$ million)                     | 13.04  | 7.84   | 0.82    | 126      |         |
| Market Capitalization of Equity                 | 117.74 | 61.50  | 1.78    | 1,190.20 |         |
| Shares Offered/Total Shares<br>After Issue (%)  | 15.87  | 14.50  | 0.92    | 44.52    |         |
| <b>Panel B: Discounts on Private Placements</b> |        |        |         |          |         |
|   | Number | Mean   | Median  | Minimum  | Maximum |
| All Issues                                      | 88     | 22.21  | 20.67   | -14.28   | 68.00   |
| Registered Issues                               | 37     | 14.04  | 9.85    | -14.28   | 62.13   |
| Unregistered Issues                             | 51     | 28.13  | 26.47   | -7.14    | 68.00   |

Figure 11 : Statistique des placements privés (Bajaj & al. 2001, p.109)

Nous remarquons une décote moyenne de 22,21% pour les émissions d'actions placées de manière privée en comparaison avec les prix du marché des actions cotées en bourse de l'entreprise.

D'autre part, il y a également une décote de 28,13% pour les placements privés d'actions restreintes et une décote de 14,04% pour les placements privés d'actions cotées.

L'hypothèse sous-jacente de cette étude est que si les placements privés d'actions cotées se vendent à rabais par rapport au cours de bourse, cela doit être lié à d'autres raisons que le manque de négociabilité puisque ces actions peuvent être vendues dans le marché public (Harjoto M.A. & Paglia J.K. p.5).

Ce résultat est conforté par l'analyse que Hertz et Smith (1993) ont réalisée et au terme de laquelle ils sont arrivés à une décote de 15,6% dans un échantillon similaire de placements privés réalisés entre 1980 et 1987.

Bajaj et al (2001) estiment qu'un certain nombre de caractéristiques observables de l'entreprise et de son placement privé devraient être liées à la décote observée sur les transactions.

Ils identifient quatre facteurs :

- 1) Le pourcentage du total des actions offertes dans le placement privé ;
- 2) le risque de l'entreprise, mesuré par la volatilité des prix sur les actions cotées en bourse de l'émetteur ;
- 3) la difficulté financière, mesurée par le Z-score d'Altman ;
- 4) le montant totale de la transaction du placement privé.

Le tableau ci-dessous montre l'influence que ces facteurs ont sur les décotes et comment ils varient avec le niveau des décotes :

| Characteristics    | Low Discount |        | Medium Discount |        | High Discount |        |
|--------------------|--------------|--------|-----------------|--------|---------------|--------|
|                    | Mean         | Median | Mean            | Median | Mean          | Median |
| Discount           | 2.21%        | 3.49%  | 20.36%          | 20.59% | 43.33%        | 40.32% |
| Proceeds (\$ mil.) | 12.26        | 10.00  | 17.06           | 9.85   | 9.90          | 4.96   |
| Shares Issued      | 11.53%       | 10.05% | 15.16%          | 14.59% | 20.76%        | 17.49% |
| Volatility         | 3.74%        | 4.15%  | 4.47%           | 4.44%  | 5.90%         | 5.25%  |
| Z-Score            | 21.93        | 3.56   | 10.14           | 5.42   | 3.24          | 1.85   |

Figure 12 : Comparaison des entreprises en fonction des décotes de placements privés (Bajaj & al. 2001, p.112).

L'analyse du tableau nous montre que la plupart des variables retenues comme déterminants potentiels de la décote varient en effet systématiquement avec le niveau des décotes.

La seule variable qui ne semble pas être systématiquement liée aux décotes est la taille de l'émission en montant absolu.

Si les facteurs ci-dessus étaient présents dans une proportion similaire entre les placements privés d'actions restreintes et d'actions cotées, la décote supplémentaire observée pour les placements privés d'actions restreinte aurait pu être attribuée uniquement à leur manque de négociabilité (Bajaj & al 2001, p.112).

Comme l'atteste le tableau ci-dessous, ce n'est pas le cas :

| <b>Characteristic</b>                | <b>Unregistered Issues</b> | <b>Registered Issues</b> |
|--------------------------------------|----------------------------|--------------------------|
| Proceeds of the Issue (\$ mil.) [**] | 5.00                       | 11.00                    |
| Fraction of Shares Issued (%)        | 15.07                      | 13.10                    |
| Returns Volatility                   | 4.73                       | 4.22                     |
| Z-Score [**]                         | 2.19                       | 5.34                     |

Figure 13: Comparaison des entreprises entre les émissions d'actions enregistrées et non-enregistrées (Bajaj & al. 2001, p.113).

Par conséquent, si les émissions d'actions restreintes ont une décote supplémentaire moyenne de 14,09% (28,13%-14,04%) par rapport aux émissions d'actions cotées, une partie de cette décote reflète que les émissions d'actions restreintes ont tendance à être faites par des sociétés financièrement plus faibles et qui ont tendance à impliquer des plus petits produits de l'émission (Bajaj et al, 2001, p.113).

Pour Bajaj et al (2001), le défi central dans l'identification de l'impact de la non-négociabilité sur les décotes de placement privé est de contrôler l'influence simultanée exercée sur la décote par d'autres facteurs externes.

Pour ce faire, ils vont analyser l'influence simultanée de plusieurs facteurs sur la décote à travers une régression multi variée.

Les résultats sont repris dans le tableau ci-dessous :

| <b>Variable</b>               | <b>Coefficient</b> | <b>Std. Error</b> | <b>t-Statistic</b> | <b>Prob.</b> |
|-------------------------------|--------------------|-------------------|--------------------|--------------|
| Intercept                     | 4.91               | 5.526399          | 0.889140           | 37.65%       |
| Percentage of Shares Issued   | 0.40               | 0.204315          | 1.999084           | 4.89%        |
| Z-Score                       | -0.08              | 0.032588          | -2.519890          | 1.37%        |
| Registration Indicator        | -7.23              | 3.278803          | -2.205249          | 3.02%        |
| Standard Deviation of Returns | 3.13               | 0.799971          | 3.924254           | 0.02%        |
| R-squared                     | 35.38%             |                   |                    |              |
| Adjusted R-squared            | 32.27%             |                   |                    |              |

Figure 14 : Résultat de la régression multi-variée (Bajaj & al. 2001, p.113).

Ces résultats nous montrent qu'une émission d'actions restreintes aurait exigé une décote de 7,23% moins élevée par rapport à l'émission d'action cotée similaire.

Par conséquent, nous pouvons conclure que la part de la décote due au manque de négociabilité s'élève à 7,23% et que le reste de la décote est expliquée par d'autres facteurs.

#### 2.2.2.5 L'étude de Liquistat Database

Cette étude a été réalisée par Robak (2007) chez Pluris Valuation Advisors LLC. Robak (2007) a identifié deux faiblesses dans les études antérieures sur les actions restreintes : le manque de paramètres mesurables à l'égard de la décote du prix et l'impossibilité d'établir deux ensembles de données distincts, l'un complètement liquide et l'autre complètement non-liquide.

Robak (2007) a estimé que les réductions de prix observées à partir d'études d'actions restreintes précédentes ont probablement été influencées par des facteurs non liés au manque de liquidité tel que les effets d'asymétrie de l'information, le contrôle et la surveillance et la « rareté » du capital.

Pour surmonter ces faiblesses perçues Robak (2007) analyse les décotes prises lorsque des investisseurs qui ne sont pas affiliés avec la société émettrice, vendent les actions restreintes dans des transactions privées à d'autres investisseurs.

La base de donnée Liquistat est une base de donnée des transactions sur le marché secondaire continuellement mise à jour.

L'ensemble des données pour cette analyse s'élève à 41 transactions d'actions restreintes ordinaires.

Les résultats découlant de l'analyse sont repris dans le tableau ci-dessous :

| LiquiStat Database Descriptive Statistics |                  |                  |           |         |            |                 |
|---|------------------|------------------|-----------|---------|------------|-----------------|
|   | Shares-to-Volume | Market Cap (\$m) | Days Left | Price   | Volatility | Market Discount |
| Mean                                      | 3.4x             | 400              | 122.6     | \$12.49 | 93.0%      | 30.6%           |
| Standard Deviation                        | 9.0x             | 307              | 81.4      | \$9.15  | 38.7%      | 16.5%           |
| Minimum                                   | 0.0x             | 7                | 3.0       | \$0.29  | 63.0%      | 7.5%            |
| Maximum                                   | 56.5x            | 1079             | 353.0     | \$33.41 | 211.9%     | 61.5%           |
| 1st Quartile                              | 0.2x             | 125              | 55.0      | \$6.03  | 69.6%      | 15.7%           |
| Median                                    | 0.9x             | 324              | 115.0     | \$11.12 | 80.6%      | 31.7%           |
| 3rd Quartile                              | 2.6x             | 556              | 188.0     | \$18.67 | 87.9%      | 44.1%           |

Figure 15 : Statistique descriptive de la base de données Liquistat (Robak E. 2007, p.12).

A travers l'analyse des résultats, nous percevons que le nombre moyen de jours restant avant que les actions vendues deviennent disponibles pour le commerce dans le marché public est de 123.

La décote moyenne pour les données de la base de donnée Liquistat est de 30,7%, ce qui est plus grand que les décotes moyennes observées dans la plupart de placements privés et dans les études d'actions restreintes.( Robak E. 2007, p.11).

#### Regression Analysis

| Variables        | Coefficients | Std.   | Error t (df=36) |
|------------------|--------------|--------|-----------------|
| Intercept        | 0.1563       | 0.0623 | 2.510           |
| Root-of-Days     | 0.0162       | 0.0043 | 3.743           |
| Price            | -0.0061      | 0.0021 | -2.899          |
| Shares-to-Volume | 0.0836       | 0.0444 | 1.881           |
| Variance         | 0.0434       | 0.0188 | 2.306           |

Figure 16: Analyse de la régression (Robak E. 2007, p.14).

L'analyse de la régression multi-variée permet de constater que les décotes sont plus élevées pour les grands blocs d'actions par rapport au volume de négociations sur le marché, les actions avec un prix plus faible et les actions plus risquées.

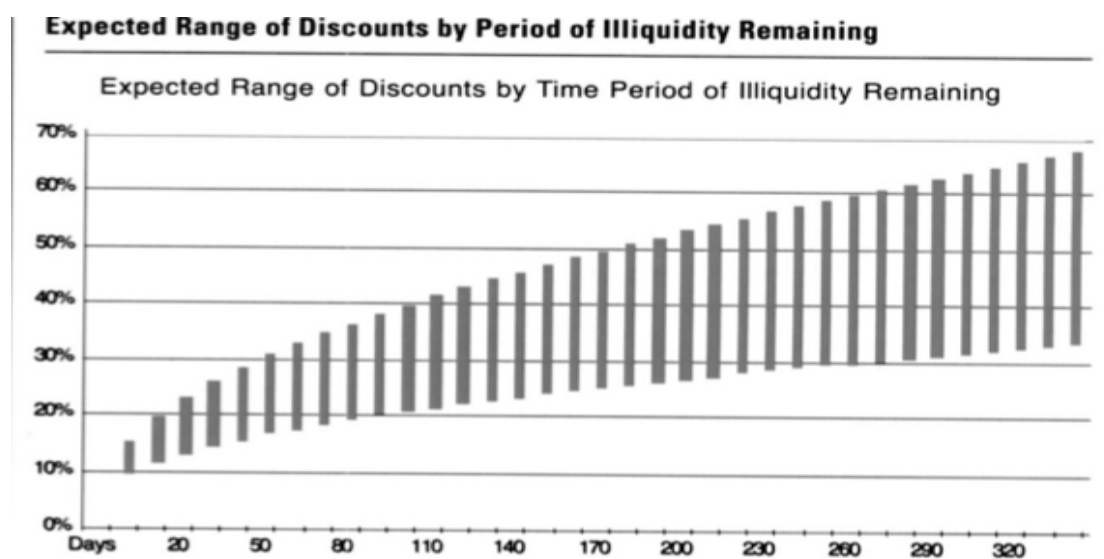


Figure 17 : Gamme prévue de décote par période de manque de liquidité restante (Robak E. 2007, p.14).

Ce graphique nous indique également que la décote est plus grande pour les actions avec un plus grand nombre de jours restants d'illiquidité.

Robak (2007) conclut que c'est impossible de dénouer la décote de liquidité des autres parties de la décote privée et de mesurer chaque partie séparément avec précision.

Le manque de mesures précises de la décote globale et le manque de certitude concernant les droits d'inscription (registration rights) pour les placements privés sont des incitations supplémentaires à développer des approches alternatives.

\*  
\*   \*

Après analyse de ces études concernant les actions restreintes, force est de constater que leur nombre est plus important que pour les autres approches mais surtout elles démontrent une grande variété de facteurs à prendre en compte à côté de la liquidité.

### **2.2.3 L'approche d'acquisition (the acquisition approach)**

Tenant compte des lacunes présentes dans les méthodes traditionnellement utilisées, Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) ont développé une nouvelle méthode pour valoriser la décote de négociabilité.

Cette méthode qui est appelée « l'approche d'acquisition », évalue la décote des sociétés non-cotées en comparant le prix d'acquisition des entreprises cotées et non cotées.

Il est intéressant de souligner que le prix d'acquisition se réfère à une valeur d'investissement et non à une valeur de référence (cour de bourse) comme c'était le cas dans les deux autres approches.

Nous allons nous intéresser dans un premier temps à l'étude faite par Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) qui est considérée comme le fondement théorique de cette méthode puis nous nous pencherons sur l'étude réalisée par Block (2007), qui s'inscrit dans la continuité de celle réalisée par Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) mais qui s'intéresse plus particulièrement aux variations que peut avoir la décote au sein des différentes industries.

### *2.2.3.1 L'étude de Koeplin, Sarin et Shapiro*

Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) ont analysé 192 acquisitions d'entreprises non-cotées entre 1984 et 1998, excluant toutes les acquisitions de sociétés financières ou entreprises réglementées et limitant l'échantillon à toutes les transactions dans lesquelles une participation majoritaire avait été acquise.

Ces critères de sélection ont donné lieu à un échantillon de 84 transactions aux Etats-Unis et 108 transactions étrangères.

Pour chacune de ces opérations, ils ont trouvé une société cotée en bourse dans le même secteur d'activité, acquise à la même époque et la plus proche en taille à l'entreprise non cotée.

Dans le cas où plusieurs entreprises cotées répondaient à ces critères, la société avec les ventes les plus proches de la société non cotée, était choisie.

Ainsi, chaque entreprise non cotée a été reliée à une entreprise cotée similaire acquise à la même époque. (Bajaj M. & al 2001, p.102).

En moyenne, les sociétés non cotées étaient plus petites mais avaient un taux de croissance de leurs revenus plus élevés que leurs homologues cotées.

Cependant pour les transactions étrangères, cette tendance était inversée

Pour estimer la décote liée aux entreprises non cotées, ils ont calculé les ratios de la valeur des entreprises par rapport à leurs bénéfices, leurs ventes et leurs valeurs comptables.

Dans leur étude, ils ont utilisé quatre mesures différentes.

Deux d'entre elles utilisent des multiples basés sur deux mesures différentes des bénéfices : EBIT (Bénéfice avant intérêts et impôts) et EBITDA (Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements).

Les deux autres mesures sur lesquelles ils se sont appuyés dans leur étude sont les multiples des ventes et de la valeur comptable.

Le premier permet aux entreprises qui cherchent à étendre leurs activités de connaître le prix payé par dollar de vente supplémentaire.

Le second permet de savoir combien a été payé pour chaque dollar de capital investi dans l'entreprise.

Ces paramètres sont ensuite comparés à la valeur de l'entreprise, qui comprend à la fois les dettes et les capitaux propres.

Ces quatre ratios sont couramment utilisés dans l'analyse des fusions et acquisitions pour juger de la pertinence du prix payé ou offert (Koeplin J. & al. 2000, p.97).

Les résultats obtenus pour les différents ratios sont résumés dans le tableau ci-dessous :

|                                       | Private Targets |        | Public Targets |        | Discount |          |
|---------------------------------------|-----------------|--------|----------------|--------|----------|----------|
|                                       | Mean            | Median | Mean           | Median | Mean     | Median   |
| <b>PANEL A: DOMESTIC TRANSACTIONS</b> |                 |        |                |        |          |          |
| Enterprise Value/EBIT                 | 11.76           | 8.58   | 16.39          | 12.37  | 28.26*** | 30.62*** |
| Enterprise Value/EBITDA               | 8.08            | 6.98   | 10.15          | 8.53   | 20.39*** | 18.14*** |
| Enterprise Value/Book Value           | 2.35            | 1.85   | 2.86           | 1.73   | 17.81*** | -7.00    |
| Enterprise Value/Sales                | 1.35            | 1.13   | 1.32           | 1.14   | -2.28    | 0.79     |
| <b>PANEL B: FOREIGN TRANSACTIONS</b>  |                 |        |                |        |          |          |
| Enterprise Value/EBIT                 | 16.26           | 11.37  | 28.97          | 12.09  | 43.87*** | 5.96**   |
| Enterprise Value/EBITDA               | 11.96           | 7.10   | 25.91          | 9.28   | 53.85**  | 23.49*   |
| Enterprise Value/Book Value           | 2.41            | 1.35   | 3.70           | 1.68   | 31.86    | 19.61    |
| Enterprise Value/Sales                | 2.63            | 1.35   | 4.59           | 1.63   | 42.70    | 17.18    |

Figure 18 : Décotes des sociétés non cotées de l'échantillon (Koeplin J. & al. 2000, p.99).

Nous pouvons constater qu'ils comparent les ratios de valorisation payés pour les entreprises cotées et non cotées afin d'estimer la décote pour les entreprises non cotées.

Analysons maintenant les principaux résultats de leur recherche.

Les entreprises nationales non cotées sont acquises à une valeur en moyenne 20 à 30% inférieure par rapport aux entreprises cotées similaires lors de l'utilisation des multiples de bénéfices comme base de valorisation de la transaction.

La décote moyenne calculée à l'aide des multiples de la valeur comptable est un peu plus faible et il n'y a pas de différence significative entre les multiples de chiffre d'affaire des sociétés cotées et non cotées.

En ce qui concerne les entreprises étrangères, on observe des décotes pour les entreprises non cotées qui sont encore plus grandes.

Nous remarquons à travers l'analyse de l'échantillon, que les entreprises étrangères et non cotées sont acquises avec une décote moyenne de 40% à 50% par rapport aux entreprises cotées similaires lors de l'utilisation de multiple de bénéfices comme base pour évaluer la transaction.

Par contre, il n'y a pas de différence significative entre les multiples de la valeur comptable et les multiples de chiffres d'affaires des entreprises cotées et non-cotées (Koeplin J. & al. 2000, p.99-100).

La plus grande variation des décotes parmi les transactions étrangères est probablement due au fait que différents pays ont différentes normes comptables.

En conséquence, les multiples pourraient varier d'un pays à l'autre tout simplement car ils n'ont pas les mêmes normes comptables (Bajaj & al. 2001, p.104).

Il est possible qu'il existe des différences systématiques dans les caractéristiques des entreprises cotées et non cotées qui sont acquises.

Les différences que nous observons dans les décotes pourraient être attribuables aux différences dans leurs caractéristiques plutôt qu'à une différence de négociabilité.

Koeplin & al (2000) ont effectué un modèle de régression transversale pour les différents multiples afin d'explorer cette possibilité mais ils n'ont pas trouvé de déterminants transversaux de la décote.

En effet, même après l'inclusion d'autres variables explicatives, leurs résultats indiquent que la décote pour les entreprises non cotées continue d'être importante pour les multiples de bénéfices et les multiples de la valeur comptable (Koeplin J. & al. 2000, p.100).

Cette approche est particulièrement intéressante, car après s'être intéressé aux différentes études réalisées sur les décotes de liquidité et/ou négociabilité, ils ont préféré parler à travers leur analyse d'une « private company discount » pour mettre en exergue le fait que cette décote ne peut être attribuée entièrement au manque de liquidité ou négociabilité mais que d'autres facteurs influencent cette décote.

### 2.2.3.2 L'étude de Block

Block (2007) a étendu l'analyse de Koeplin à la période 1999-2006.

Block a analysé 98 transactions qu'il a classifiées en 8 secteurs d'activités différents et contrairement à Koeplin, il intègre les acquisitions de sociétés financières et les entreprises règlementées.

Le tableau ci-dessous nous fournit les résultats que Block a obtenus suite à l'analyse de son échantillon :

|                             | Private Firms |        | Public Firms |        | Discount |        |
|-----------------------------|---------------|--------|--------------|--------|----------|--------|
|                             | Mean          | Median | Mean         | Median | Mean     | Median |
| Price/Earnings per Share    | 14.01         | 10.30  | 18.71        | 13.42  | 25.22    | 23.25  |
| Enterprise Value/EBIT       | 12.15         | 9.07   | 16.67        | 11.98  | 27.10    | 24.29  |
| Enterprise Value/EBITDA     | 9.09          | 7.17   | 12.05        | 9.25   | 24.56    | 22.49  |
| Enterprise Value/Book Value | 2.42          | 2.01   | 2.92         | 2.40   | 16.25    | 14.47  |
| Enterprise Value/Revenue    | 2.05          | 1.18   | 1.96         | 1.48   | 26.35    | 24.49  |

Figure 19 : Mesure des décotes des sociétés non cotées (Block S. 2007, p.38).

Nous observons que la plupart des variables sont comprises entre 15% et 30% avec la décote moyenne la plus élevée à 27.1% pour le ratio valeur de l'entreprise/EBIT et la décote moyenne la plus faible à 16.25% pour le ratio valeur d'entreprise/ Book value.

Nous pouvons en déduire que, globalement, la décote basée sur l'approche d'acquisition tourne autour des 25%.

Block va ensuite s'intéresser aux différentes industries qui composent l'échantillon :

|                | Price/ Earnings<br>Per share |        | Enterprise Value/<br>EBIT |        | Enterprise Value/<br>EBITDA |        | Enterprise Value/<br>Book Value |        | Enterprise Value/<br>Revenue |        |
|----------------|------------------------------|--------|---------------------------|--------|-----------------------------|--------|---------------------------------|--------|------------------------------|--------|
|                | Mean                         | Median | Mean                      | Median | Mean                        | Median | Mean                            | Median | Mean                         | Median |
| Energy         | 28.33                        | 25.18  | 30.08                     | 26.19  | 29.29                       | 27.04  | 20.08                           | 16.04  | 23.91                        | 19.67  |
| Manufacturing  | 37.17                        | 32.18  | 40.08                     | 35.07  | 36.08                       | 30.18  | 25.19                           | 22.68  | 31.08                        | 29.06  |
| Finance        | 9.97                         | 11.23  | 12.08                     | 9.06   | 13.03                       | 10.16  | 7.61                            | 2.09   | 8.42                         | 6.64   |
| Utilities      | 21.01                        | 21.01  | 23.18                     | 23.18  | 25.05                       | 25.05  | 15.42                           | 15.42  | 26.36                        | 26.36  |
| Technology     | 26.17                        | 19.04  | 24.72                     | 21.18  | 28.07                       | 24.09  | 14.87                           | 12.81  | 25.19                        | 24.08  |
| Retail         | 24.18                        | 21.62  | 28.68                     | 22.14  | 26.26                       | 21.57  | 17.92                           | 14.58  | 23.08                        | 22.17  |
| Healthcare     | 30.17                        | 26.08  | 32.16                     | 28.41  | 27.06                       | 22.92  | 19.04                           | 17.28  | 26.06                        | 24.25  |
| Transportation | 26.29                        | 24.18  | 27.07                     | 25.04  | 26.34                       | 25.18  | 18.26                           | 16.57  | 27.17                        | 26.36  |

Figure 20 : La liquidité associée à la classification des secteurs d'activités (Block S. 2007, p.39).

Après analyse du tableau, il apparaît très clairement que deux secteurs se différencient des autres au niveau des valeurs obtenues, à savoir, les secteurs relatifs à l'industrie et à la finance.

Pour le secteur de l'industrie, la moyenne de la plupart des ratios est supérieure à 30% excepté pour le ratio de la valeur de l'entreprise/Book value qui est légèrement inférieure avec une décote qui atteint quand même 25%.

Au niveau du secteur financier, si nous les comparons aux autres secteurs, nous nous trouvons en présence de décotes largement inférieures, avec des moyennes pour la plupart des ratios avoisinant seulement les 10%.

38.

Les tests statistiques indiquent une relation significative entre le secteur d'activité et la taille de la décote (Block S. 2007, p.39).

Nous ne pouvons dès lors plus parler d'une décote généralisée avoisinant les 20% - 25% car cela ne répond pas aux critères spécifiques de chaque secteur.

Nous comprenons donc toute l'utilité de cette étude faite par Block qui permet de lever le voile sur un domaine qui n'avait pas été abordée par l'étude précédente, à savoir, la classification par secteur d'activité.

Il en ressort que le secteur dans lequel une entreprise se trouve peut avoir un impact sur la taille de la décote et qu'il semblerait judicieux d'en tenir compte dans les affaires judiciaires et autres procédures de valorisations.

\*  
\*   \*

Après analyse de ces études sur l'approche d'acquisition, on peut premièrement constater que les auteurs ne parlent plus d'une décote d'illiquidité mais bien d'une décote pour une entreprise non cotée (*Private Company Discount*).

On reste en présence d'une décote élevée (20%-30%) qu'ils traduisent par l'influence simultanée de plusieurs facteurs et pas seulement par un manque de liquidité.

## Chapitre 3 : Limites et apports des études

Après avoir présenté et analysé les différentes études réalisées sur la liquidité et le manque de négociabilité, nous allons dans un premier temps nous consacrer aux limites et critiques de ces études, ensuite nous aborderons les apports qu'elles ont apportés avant de tirer des conclusions de ces analyses.

### 3.1 Limites des études

#### 3.1.1 Limites générale

Un reproche général adressé à l'égard de ces études est le fait qu'elles s'appuient sur des échantillons trop petits pour leurs analyses.

Ce reproche met effectivement en évidence la difficulté de rassembler un échantillon de taille jugé satisfaisant pour l'analyse.

En effet, vu le manque d'informations, les spécificités précises auxquelles les entreprises doivent répondre ainsi que les autres facteurs devant être pris en compte, les chercheurs arrivent généralement à rassembler des échantillons qui atteignent au maximum 100 entreprises.

Ensuite, il semble que chaque approche rencontre des limites spécifiques à leurs études et leur manière de procéder.

Une autre reproche que l'on peut faire à ses études, c'est le fait que dans les cas des transactions d'actions non cotées, il y a parfois des corrections à la hausse ou à la baisse qui se font sur une période qui peut être de plusieurs années et qu'elles ne le prennent pas en compte.

Le prix est adapté à la hausse ou à la baisse en fonction de la survenance ou pas de certains éléments identifiés au moment de la transaction.

### 3.1.2 Limites spécifiques

Nous allons donc maintenant nous intéresser aux limites de chacune des différentes approches et nous analyserons ensuite quel lien pour la décote des entreprises cotées nous pouvons trouver.

Il apparaît important de préciser que lorsque l'on parle de limites spécifiques aux études, nous allons développer les critiques émises par rapport à ces études qui démontrent que la notion de liquidité seule est insuffisante pour expliquer la décote observée pour les entreprises non cotées et que la prise en compte d'autres facteurs explicatifs s'avère indispensable.

On ne parle donc plus de limites à proprement parler mais plutôt d'observations et réflexions qui doivent d'être considérées pendant la valorisation.

#### 3.1.2.1 Limites des Pre-IPO studies

Premièrement, les transactions exécutées avant l'introduction en bourse sont susceptibles d'être de nature différente que celles qui ont lieu au moment de l'introduction en bourse.

En effet, les acheteurs des actions avant l'introduction en bourse sont souvent des initiés qui fournissent une sorte de service à l'entreprise.

Par exemple, les *venture capitalist* (investisseur) peuvent apporter leur expertise à la gestion de l'entreprise.

Ainsi, une partie de la décote pourrait être expliquée par cet effet plutôt que par la compensation pour le manque de négociabilité.

Tandis que les acheteurs de l'action au moment de l'introduction en bourse sont moins susceptibles d'être des initiés, par conséquent, le prix de vente sera vraisemblablement moins actualisé pour fournir une compensation pour d'éventuels services rendus (Bajaj M. & al. 2001, p.96).

Deuxièmement, Il n'y a pas non plus d'ajustement de la valeur temporelle de l'argent dans ces études. Une décote de 40% ou 50% sur une période de deux ou trois ans, lorsqu'elle est ajustée pour la valeur temporelle de l'argent, peut être plus petite qu'il n'y paraît aux premiers abords (Block S. 2007, p.35).

Troisièmement, et c'est le plus important, ces études souffrent d'un biais de sélection grave.

La seule situation dans laquelle ces décotes sont observables, c'est lorsque l'entreprise fait son introduction en bourse (Koeplin J. & al 2000, p.96).

Les entreprises vont décider de faire leur entrée en bourse lorsque leurs perspectives s'améliorent alors que les entreprises dont la performance est faible, vont choisir d'éviter l'introduction en bourse ou bien vont peut-être tout simplement échouer.

Au moment de la transaction privée, le marché ne peut évaluer l'action que sur la probabilité possible des différents résultats.

Lorsque l'introduction en bourse est finalisée, l'incertitude est résolue et seules les entreprises fructueuses émettront des actions (Bajaj M. & al. 2001, p.96).

Ces études incluent donc seulement les entreprises qui réussissent leur entrée en bourse et cela pourrait sous-estimer la taille de la décote de liquidité.

Ceci s'expliquerait par le fait que les entreprises moins fructueuses pourraient avoir un degré plus faible de liquidité et donc une décote plus grande.

### ***3.1.2.2 Limites des Restricted stock studies***

Une des difficultés avec les premières études, c'est qu'elles ignoraient le fait que la décote du placement privé résulte d'une variété de facteurs, dont la liquidité n'en est qu'un parmi d'autres.

Mais comme nous avons pu l'observer à travers notre analyse, les dernières études relatives aux actions restreintes ont pris conscience de la présence d'autres facteurs explicatifs de la décote.

42.

En effet, Hertz et Smith indiquent que les placements privés ont été souvent réalisés par des entreprises possédant des immobilisations corporelles limitées, engagées dans le développement de nouveaux produits spéculatifs ou en détresse financière. Ces facteurs peuvent avoir une influence sur le pourcentage de la décote. (Harjoto M.A. & Paglia J.K. p.6).

Finalement, les investisseurs avec lesquels les fonds sont placés de manière privée sont d'une part des investisseurs professionnels avec des caractéristiques d'investissement particulières (Horizon d'investissement, besoin de liquidité) et d'autre part ils peuvent fournir d'autres services à l'entreprise, la décote devient alors une manière de les compenser.

### *3.1.2.3 Limite de l'acquisition approach*

Si les études précédentes comparaient le même actif, les études de l'acquisition approach comparent des actifs différents.

Les auteurs eux mêmes considèrent que les résultats sont influencés suite aux différences inhérentes des entreprises considérées.

Ainsi ils ont constaté que les entreprises non cotées étaient systématiquement plus petites et avaient des taux de croissance supérieure juste avant leur acquisition.

Ces études se basent sur des prix de transaction, ils sont donc le résultat d'une négociation entre un acheteur et un vendeur et peuvent être influencées par des facteurs tels que les coûts liés à ces transactions (due diligence).

Koeplin mettra en évidence qu'un problème réside encore dans le fait que les contrats de travail pour les gestionnaires clés peuvent être différents dans l'acquisition d'une société non cotée par rapport à une société cotée.

Par conséquent, il est possible que les propriétaires de l'entreprise non cotée, qui sont aussi susceptibles d'être des cadres supérieurs de l'entreprise, reçoivent une partie de leur rémunération sous la forme d'un contrat de travail.

Si ces contrats de travail représentent une rémunération au dessus du marché, les valorisations observées des entreprises non cotées seront inférieures aux valorisations dites « à la juste valeur marchande », qui devraient inclure la valeur excédentaire associée à ces contrats.

Cela aura pour effet de réduire la valeur de l'entreprise non cotée par rapport à l'entreprise cotée (Koeplin J. & al 2000, p.100-101).

\*

\*      \*

Bien que ces approches/études aient leurs limites, elles ont permis d'ouvrir des perspectives en ce qui concerne la valorisation d'entreprises non cotées et de mettre en avant les différentes forces en jeu.

Nous avons d'ailleurs pu observer cette ouverture au niveau de la réflexion, tout particulièrement dans les études sur l' « *acquisition approach* » qui introduisent le « *private company discount* » et qui ne parlent plus seulement d'une décote de liquidité ou négociabilité.

### 3.2 Les apports de ces études

Toutes ces études s'accordent sur l'existence d'une décote de liquidité mais il existe une grande fluctuation dans les résultats de l'analyse de cette décote.

En effet dans les études sur les « Pre-IPO », nous remarquons des décotes allant de 30% à 70%, tandis que dans les études sur les « restricted stock », des décotes allant de 13% à 45% et finalement dans les études sur l' « *acquisition approach* », des décotes allant de 25% à 50%.

Nous pourrions dans un premier temps attribuer ces différences significatives aux différentes méthodes utilisées dans les études mais cela ne pourrait justifier totalement la différence entre les décotes.

L'élément le plus frappant est qu'il semblerait que ces études, malgré qu'elles utilisent des méthodes différentes, conçoivent que la valeur des décotes qu'elles ont trouvées représente plus que la valeur qu'on pourrait attribuer au manque de liquidité ou de négociabilité.

En effet, il est intéressant de constater qu'elles font référence à l'existence d'autres éléments qui pourraient jouer un rôle dans la détermination de la décote.

Nous remarquons d'ailleurs que cette constatation s'est faite au fur et à mesure des années et que ce sont surtout les dernières études qui le mettent en exergue. Koeplin & al (2000) ont en effet décidé de parler d'un « *private company discount* » et non plus d'une décote de liquidité ou négociabilité pour rendre compte de ces autres facteurs explicatifs jouant un rôle dans la décote des entreprises non cotées.

Roback (2007) souligne quant à lui la difficulté, voire l'impossibilité, de pouvoir dénouer la décote de liquidité des autres parties de la décote privée et de mesurer chaque partie séparément avec précision.

Cela apparaît d'ailleurs comme étant un problème assez constant qui semble se dégager de ces différentes études.

En effet, il semblerait qu'aucune méthode ne permette pour le moment de pouvoir identifier clairement le pourcentage de la décote à attribuer aux différents facteurs explicatifs de la décote des entreprises cotées.

Cependant, même si ces études ne permettent pas d'évaluer le pourcentage des différents facteurs qui influencent la décote, elles permettent de mettre en lumière les facteurs qui jouent un rôle dans cette décote des entreprises non cotées.

Dans un premier temps, nous allons diriger notre analyse vers ces facteurs, puis dans le prochain chapitre, nous les mettrons en lien avec la littérature existante sur les décotes de valorisation.

L'intérêt de l'analyse de ces études était d'une part de montrer toutes les forces qui entrent en jeu lors de la valorisation et d'autre part, que toutes les différentes décotes se doivent d'être mises en contexte les unes avec les autres pour arriver à une décote « globale », c'est à dire la décote privée, qui rassemble tous les facteurs pouvant influencer une entreprise (non cotée) lors de sa valorisation.

### 3.2.1 Apports sur la décote d'illiquidité

Premièrement, même si elle ne joue pas le rôle que l'on croyait, la notion de liquidité reste un facteur primordial lors de l'analyse de la valorisation d'une entreprise cotée ou non cotée.

On a vu la confirmation de son existence à travers toutes les études et on a également vu la difficulté qu'il peut y avoir à estimer le pourcentage qu'elle représente.

En ce qui concerne la décote de liquidité, un arrêt parut au Etats unis, l'arrêt Mandelbaum, fait souvent office de référence car il apparaît être une source d'information et de réflexion pertinentes pour la détermination de la décote d'illiquidité (Robert R. & Rotkwocki A. 2007, p.281).

Dans l'arrêt Mandelbaum, le tribunal a identifié neuf facteurs spécifiques exhaustifs à considérer lorsque l'on estime une décote pour manque de négociabilité :

- Analyse des états financiers
- Historique et la politique des dividendes
- Nature de l'entreprise, histoire, position dans l'industrie et perspectives économiques
- Gestion de l'entreprise
- Montant (pourcentage) de contrôle dans les actions transférées
- Restriction de transférabilité
- Période de détention de l'action
- Coûts associés à une offre publique
- Politique de rachat d'action

46.

En se basant sur les facteurs identifiés par l'arrêt Mandelbaum et les études empiriques, il est clair que la décote d'illiquidité est affectée par des dizaines de facteurs qui sont spécifiques aux entreprises et aux actions.

Selon Reilly et Rotwoski (2008) ces différents facteurs peuvent être répartis en trois catégories :

- Durée de détention
- Risque intrinsèque à l'entreprise
- Politique des dividendes

#### *Durée de détention*

Effectivement, la durée d'illiquidité qui frappe les actions influence le degré de la décote.

Il semble donc que la durée d'illiquidité et la proportion de la décote soient positivement corrélées.

Cela s'est confirmé à travers les études sur les actions restreintes où l'on observe une diminution de la décote lorsque la règle 144 de la SEC a été modifiée et que la période d'incessibilité est passée de 2ans à 1an de détention.

On a également pu observer cet effet à travers les études sur les Pre-IPO où l'on a pu constater une corrélation entre la décote et la période restant avant l'introduction en bourse.

#### *Risque intrinsèque à l'entreprise*

Les études démontrent également que les facteurs de risque intrinsèque à une société impactent également la décote de liquidité.

Les 2 principaux facteurs de risques liés à l'entreprise mais qui ont un impact sur la décote de liquidité sont la taille de l'entreprise et l'évolution de ses des bénéfices.

Or, ces facteurs de risques devraient logiquement être pris en considération au niveau de la société lors de sa valorisation et ne devrait donc pas avoir d'effet sur la décote pour manque de liquidité.

### *Politique des dividendes*

Selon Pratt (2008), les actions avec peu ou pas de dividendes souffrent plus du manque de liquidité que les actions avec des dividendes élevés.

Si l'action ne donne pas de dividendes, le rendement pour l'actionnaire dépendra de son aptitude à vendre l'action contrairement au cas d'une action qui donne des dividendes et qui bénéficiera d'un rendement annuel.

La distribution de dividende peut donc avoir un impact sur la décote de liquidité et une distribution plus ou moins régulière permet de réduire le risque pour un investisseur comparé à la situation où seule la valeur potentielle de sortie représente une source de revenu.

### **3.2.2 Apports sur les autres facteurs**

Dans les quelques pages qui suivent, nous reprenons les principaux facteurs autres que celui de la liquidité qui ont été développés dans les études analysées et qui peuvent impacter la différence de valorisation entre une entreprise cotée et non cotée.

### *Coûts des transactions*

Premièrement, un facteur qui apparaît dans les études et qui paraît avoir une certaine influence sur la décote est l'asymétrie d'informations.

Les investisseurs qui achètent des actions qui sont placées de manière privée doivent consacrer des ressources considérables dans l'évaluation de la qualité de la société émettrice.

Une partie de la décote pourrait effectivement être attribuée au coût supérieur d'informations engendré par les sociétés non cotées.

Une décote plus grande serait significative dans cette hypothèse d'une certaine compensation pour les coûts supérieurs d'informations supportés.

Le manque d'informations fiables disponibles pour les sociétés non cotées comparé aux sociétés cotées entraîne des coûts de *due diligence* plus élevés et la décote observée peut être liée aux coûts de *due diligence*.

Dans cette optique de coûts engendrés par la valorisation, les entreprises qui sont plus risquées semblent plus difficiles à évaluer et font souvent face à une décote supérieure exigée par les investisseurs.

### *Taille de l'émission*

On a aussi remarqué que la décote a tendance à augmenter avec la portion d'actions émises.

Nous pourrions expliquer cela par le fait que les entreprises qui émettent une portion importante d'actions par rapport à leur total d'action sont des entreprises orientées vers la croissance et qui ont un besoin important de capital.

Mais comme il est plus difficile d'évaluer la valeur d'une entreprise qui repose largement sur les opportunités de croissance future que sur ses actifs existants, la décote constatée est plus importante.

### *Besoin en capital*

Ensuite, un autre facteur qui apparaît à travers ses études est le manque de capital.

Il semble que lorsque des entreprises éprouvent des difficultés à rassembler le capital qui leur est nécessaire, une partie de la décote privée peut être une compensation pour la contribution au capital de ces entreprises qui montrent des signes de détresse financière.

Lee et Kocher (2001) se sont intéressés à cette question et on trouvé qu'une des motivations majeures pour les entreprises émettrices de capitaux propres privés est qu'ils ont besoin d'une injection de capital mais ne peuvent pas lever des fonds par le biais des marchés publics traditionnels en raison de leur situation financière.

En d'autre terme, la fenêtre d'offre publique est effectivement fermée et une partie de la décote de placement privé peut être une compensation pour contribuer au capital des entreprises qui montrent des signes de détresses financières. (Robak E. 2007, p.6).

Les entreprises qui font face à des difficultés financières exigent un examen beaucoup plus intensif pour évaluer leur valeur. Ils bénéficieront également de plus grands niveaux de surveillance par leurs détenteurs de blocs.

Par conséquent, les entreprises en détresse financière devront offrir une plus grande réduction aux acheteurs potentiels de leurs placements privés en comparaison avec les entreprises qui sont financièrement à l'abri.

Cette observation vaut autant pour les entreprises cotées que pour les entreprises non cotées.

En effet, une des motivations majeures pour les entreprises émettrices de capitaux propres privés est qu'ils ont besoin d'une injection de capital mais ne peuvent pas lever des fonds par le biais des marchés publics traditionnels en raison de leur situation financière.

### *Notion de Contrôle*

La notion de contrôle apparaît également jouer un rôle lors de l'évaluation d'une entreprise.

Deux auteurs, Wruck (1989) et Hertz et Smith se sont notamment intéressés à cette notion de contrôle et ont remarqué que lorsque les gestionnaires conviennent d'une vente qui donne à l'acheteur une relation de contrôle avec l'entreprise ou met l'acheteur dans le conseil d'administration, l'effet marginal sur la valeur de l'entreprise est négatif.

Il semblerait que convenir d'un changement de contrôle ou d'un nouveau membre du conseil d'administration sans l'approbation des actionnaires, dégrade leur situation.

La notion de contrôle a également fait l'objet d'une forte attention dans la littérature économique à travers notamment les notions de « *prime de contrôle* » et « *décote de minorité* ».

50.

Nous verrons dans le prochain chapitre les conclusions qui ont pu être exposées par les chercheurs en ce qui concerne l'impact du contrôle dans la valorisation d'une entreprise non cotée.

### *Types d'acheteurs*

La relation de l'acquéreur par rapport à l'entreprise peut également influencer la décote.

Effectivement, Il y a une différence entre la vente à des initiés et des non-initiés. Les initiés peuvent apporter leur expertise à la gestion de l'entreprise et une partie de la décote pourrait être expliquée comme étant une compensation pour l'expertise fournie.

Avec les acheteurs non-initiés, le prix de vente est moins susceptible d'être actualisé pour fournir une compensation pour d'éventuels services rendus.

Par contre, les initiés ont généralement accès à de l'information sur l'entreprise qui n'est pas disponible/connue par le publique et cela pourrait influencer la décote de manière positive.

L'effet de la relation de l'acquéreur par rapport à l'entreprise reste dès lors ambigu.

### *Normes Comptables*

Par ailleurs, il semblerait que la décote soit également influencée par les normes comptables des différents pays.

En effet, dans leur étude Koeplin, Sarin et Shapiro (2000) ont trouvé des décotes plus grandes pour les transactions étrangères que pour les transactions nationales et expliquent cette variation par la différence de norme comptable entre les pays.

### *Secteur d'activité*

De plus, l'industrie dans lequel se trouve l'entreprise non cotée que l'on cherche à valoriser peut également se révéler être un facteur influençant la décote.

En effet, Block (2007) a montré à travers son analyse qu'il y avait des variations de la décote entre les différentes catégories d'industries et que l'industrie dans laquelle se trouve une entreprise peut avoir un impact sur la taille de la décote.

### 3.3 Conclusion : essai de formulation de la décote pour une société non cotée (private company discount)

Grace a ces études nous observons que la valorisation d'une entreprise, et plus encore dans le cas d'une entreprise non cotée, se révèle être une tâche ardue.

L'évaluateur fait face à une multiplicité de facteurs pouvant influencer la valeur de l'entreprise qu'il devra prendre en compte lors de la valorisation.

Après lecture et analyse de ces différentes études et leurs apports, nous pourrions schématiser la décote qui frappe les entreprises non cotées, en nous appuyant sur les conclusions de la décote de Bajaj & al (2001) et de la classification de Pratt S.P. à travers ses ouvrages.

Nous obtenons alors :

Décote pour sociétés non cotées  
 - Décote de liquidité  
 = Décote des autres facteurs

Avec l'analyse que nous avons suivie et la littérature existante sur les autres décotes qui entrent en jeu lors de la valorisation et que nous présenterons dans le prochain chapitre, nous pourrions classifier la décote des autres facteurs de cette manière-ci :

Décote des autres facteurs  
 =  
 Décotes au niveau des actionnaires (« shareholder-level »)  
 +  
 Décotes au niveau de l'entreprise (« entity level »)

Pour être complet et prendre en compte tous ce qui est susceptible d'influencer la valorisation d'une entreprise non cotée, il faut également considérer d'autres facteurs tels que le contexte institutionnel ou le pouvoir de négociation des « Venture capitalist » par exemple, d'où le schéma suivant :

$$\begin{array}{c} \text{Décote de sociétés non cotées} \\ = \\ \text{Décote de liquidité} \\ + \\ \text{Décotes au niveau des actionnaires} \\ + \\ \text{Décotes au niveau de l'entreprise} \\ + \\ \text{Autres facteurs} \end{array}$$

La liquidité est généralement classée dans les décotes au niveau de l'actionnaire, mais nous avons décidé de nous écarter de cette classification pour mettre en exergue le lien qu'il y a entre la liquidité et ses autres facteurs ainsi que l'importance qu'elle représente dans la différence de valorisation.

Schématiser la décote de société non cotée de cette manière permet de montrer la multiplicité des facteurs et de mieux comprendre que, même si la liquidité apparaît généralement comme le premier facteur à prendre en compte, étant donné qu'une société non cotée n'a pas accès à un marché liquide, d'autres facteurs entrent également en compte lors de sa valorisation et peuvent jouer un rôle tout aussi important.

Ces autres facteurs et décotes qui doivent être examinées lors de la valorisation d'une entreprise seront analysés dans le prochain chapitre.

Nous verrons également dans se prochain chapitre que l'on peut être en présence de prime à la place de décote.

## Chapitre 4 : Les décotes de valorisation :

Pour aborder ce chapitre, nous allons nous baser sur la typologie développée par Shannon P. Pratt dans ses nombreux ouvrages.

Il est important de rappeler que ces décotes peuvent influencer les entreprises non cotées mais également celles qui sont cotées.

Nous distinguerons deux catégories de décotes de valorisation.

D'une part, nous avons les décotes « au niveau de l'entreprise » (*entity-level*), qui sont des décotes applicables à l'ensemble de l'entreprise.

D'autre part nous avons les décotes « au niveau des actionnaires » (*shareholder-level*), qui s'appliquent à un bloc spécifique d'actions.

Nous allons maintenant passer en revue les décotes qui se révèlent être les plus importantes pour la valorisation d'une entreprise non cotée.

### 4.1 Les décotes « au niveau de l'entreprise » (*entity-level*)

#### 4.1.1 Prime de contrôle et décote de minorité :

Deux facteurs bien connus entrant en jeu lors de l'évaluation d'une entreprise sont la « prime de contrôle » et « la « décote de minorité ».

La notion de contrôle fait appel à une forme opérationnelle telle que la capacité à contrôler les ressources et à changer la stratégie de l'entreprise ou une forme purement juridique telle que le contrôle de l'assemblée générale et donc du conseil d'administration.

##### 4.1.1.1 La prime de contrôle

Les actions conférant le contrôle sont normalement plus précieuses que des participations minoritaires, car elles contiennent un ensemble de droits dont les actions minoritaires ne jouissent pas (Pratt S.P. 2008, p.385).

La « prime de contrôle » renvoie au montant au-dessus de la valeur de référence d'une société que l'investisseur offre pour ces actions lui conférant le contrôle.

Elle peut être définie au niveau schématique de cette manière :

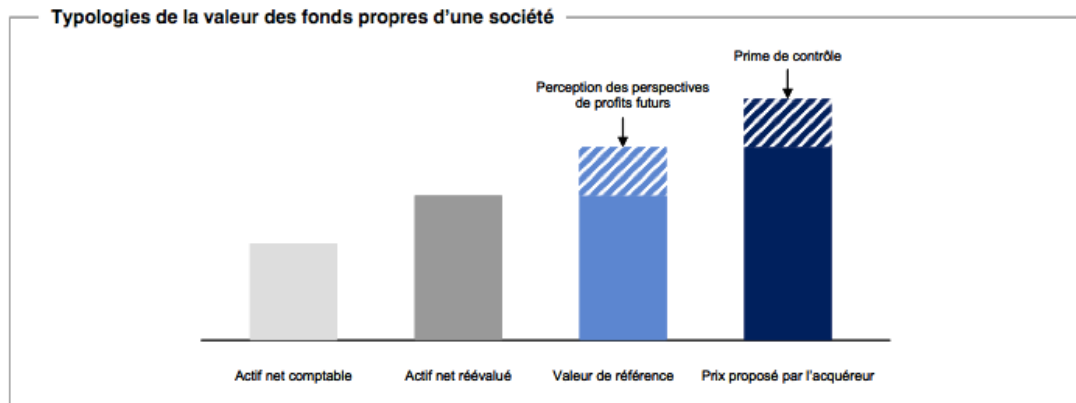


Figure 21 : Prime de contrôle (SFEV 2008, p.12)

Le prix qui est proposé par l'acheteur correspond à la valeur de référence de l'entreprise augmentée d'une prime de contrôle qui correspond pour l'acheteur à la création de valeur pressentie due à la prise de contrôle (SFEV 2008, p.12) Si le contrôle justifie pour l'acquéreur le paiement d'une prime, c'est qu'il confère des avantages.

On peut qualifier ces avantages de bénéfices privés dans le sens où n'en bénéficient que les actionnaires qui détiennent le contrôle et qu'ils se distinguent des bénéfices publics (dividendes) dont bénéficient tous les actionnaires (Nussenbaum M. 1998, p.15).

Ces avantages peuvent être classés en deux catégories, ceux étant objectifs et ceux étant subjectifs.

Les avantages objectifs se traduisent en autres par le pouvoir de désigner la majorité des administrateurs, de définir la politique de l'entreprise, de définir la politique financière et de décider de la politique de distribution de dividendes.

On y fait parfois référence comme à la prime de gestion.

Les avantages subjectifs se traduisent quant à eux par le surcroît de valeur d'exploitation que l'acquéreur espèrent pouvoir dégager. On y fait parfois référence comme à la prime de synergie (Colmant B. 2013)

Nous pouvons citer deux méthodes qui ont été utilisées pour essayer de quantifier ces bénéfices privés.

La première méthode nous vient de Barclay et Holderness (1989) et qui concernent les transferts des blocs de contrôle (controlling block) négociés en privé dans les entreprises cotées.

Ils concluent que la différence de prix payée par action par l'acquéreur et le prix par action qui prévaut sur le marché reflète le gain différentiel revenant à l'actionnaire majoritaire.

Cette différence, après ajustement, peut être utilisée comme une mesure des bénéfices privés de contrôle revenant à l'actionnaire.

La seconde méthode d'estimation de la valeur des bénéfices privés du contrôle utilise la différence de prix entre deux actions, avec des droits aux dividendes similaires ou identiques, mais avec des droits de votes différents.

Si le contrôle a de la valeur, alors les droits de votes qui allouent le contrôle devraient également avoir de la valeur.

Leur valeur dépend de l'importance que ces votes ont dans l'allocation du pouvoir et de la valeur qui est attribuée au contrôle.

C'est une stratégie suivie par Rydqvist (1987), Zingales (1995) et Nenova (2001).

Un reproche que nous pouvons faire à ces deux méthodes réside dans le fait qu'elles ne capturent pas la dimension subjective des bénéfices privés et donc qu'elles tendent à sous-estimer la valeur du contrôle.

Effectivement, dans les faits, les synergies occupent généralement une place importante dans les primes de contrôle.

Ces synergies peuvent être de types différents tels qu'opérationnel, financier ou managérial.

Dans un sens, l'acquéreur est prêt à payer plus car le contrôle va lui permettre de gérer l'entreprise afin de créer/faciliter des synergies avec son groupe et de pouvoir augmenter la somme des bénéfices.

A côté des bénéfices que génère le contrôle, il existe aussi des coûts pour le détenteur du contrôle comme la nécessité d'informer l'ensemble des actionnaires et de remplir toutes les obligations liées à la gestion d'une société.

56.

La prime de contrôle reflète donc la différence entre les avantages et les coûts liés au contrôle (Nussenbaum M. 1998, p.17).

Mergerstat Review publie depuis 1981 une grande variété de statistiques sur l'activité d'acquisition aux Etats-Unis et à l'étranger.

Leurs sources statistiques répertorient depuis près de deux décennies les primes de contrôle constatées lors des prises de contrôle de société cotées aux Etats - Unis.

Ces études font apparaître des valeurs médianes de primes variables selon les époques, comprises entre 30 et 40% (Pratt S.P. 2008, p388).

#### **4.1.1.2 La décote de minorité :**

Inversement, la « décote de minorité » est la réduction appliquée à l'évaluation d'une position de participation minoritaire dans une société en raison de l'absence de contrôle.

Cette absence de contrôle réduit la valeur de la participation minoritaire par rapport à la valeur totale de la société.

Sa justification est faite dans la littérature financière par les différents inconvénients dus à l'absence de pouvoir, notamment :

- l'incapacité de dicter l'orientation stratégique future de la société.

- l'incapacité d'influer sur l'élection des administrateurs et de modifier l'équipe dirigeante.

- l'incapacité de dicter la nature, le montant et la date de leur retour sur investissement. Ils ont donc des difficultés à influencer sur la politique des dividendes.

- la connaissance réduite du fonctionnement de l'entreprise. En effet l'actionnaire majoritaire peut, via la nomination des dirigeants, limiter l'information divulguée aux actionnaires minoritaires.

Cet effet sera encore plus grand pour les sociétés non cotées pour laquelle l'information publique est plus limitée (SFEV 2008, p.20).

Un problème pour évaluer les décotes de minorités consiste dans le fait qu'il n'y ait pas *de benchmark* pour les décotes de minorité. La seule possibilité théorique est de la calculer réciproquement à l'aide des primes de contrôle en utilisant cette formule :

$$1 - \frac{1}{1 + \text{premium}}$$

Figure 22 : Formule théorique de la décote de minorité (Pratt S.P. 2008, p405).

Cependant, il faut savoir que cette notion de décote de minorité fait débat dans la littérature. Ce qui pose problème, ce n'est pas le fait de dire qu'une valeur minoritaire soit inférieure à une valeur majoritaire car cela est accepté par tous mais c'est plutôt de dire qu'une valeur minoritaire entraîne forcément une décote.

Pour justifier cette décote de minorité, certains économistes s'appuient sur l'hypothèse que les méthodes pour la valorisation sont des méthodes qui sont destinées à déterminer une valeur « majoritaire ».

Ils considèrent que les minoritaires ne peuvent évaluer les flux de trésoreries de la même façon que les majoritaires (SFEV 2008, p.21).

Plusieurs arguments peuvent être avancé pour contredire cette approche :

-même si le minoritaire n'appréhende pas les flux futures de la même façon que le majoritaire et qu'il n'est pas en mesure de décider de la façon dont ces flux seront utilisés, l'actionnaire minoritaire bénéficiera de ces flux à du concurrence de sa participation dans l'entreprise.

58.

-la valeur déterminée selon la méthode des flux de trésorerie actualisée s'appuie sur la prime de risque du marché des actions qui est déterminée par la différence entre la performance du marché des actions et le rendement d'un actif sans risque. (SFEV 2008, p.21).

La performance du marché des actions se fonde sur les observations boursières qui représentent une approche minoritaire.

Cette analyse est également valable en cas d'application de la méthode des dividendes actualisés et de la méthode des multiples de cotations boursières. Il n'est donc pas justifié de réitérer les effets de ce caractère minoritaire par l'utilisation d'une décote. (SFEV 2008, p.22).

Philip Saunders (2014) souligne également que, bien que cette approche soit mathématiquement correcte, elle n'est pas d'une grande utilité pour estimer la décote vu que les actions cotées en bourse sont déjà évaluées comme des participations minoritaires et ne nécessitent pas une décote à partir de la valeur cotée de l'action.

Il faut également préciser que la valeur perçue du contrôle n'est pas la même si on se trouve en présence d'actions cotées ou non.

En effet, lorsque l'analyse porte sur une société non cotée, la dimension d'absence de liquidité doit être prise en compte, ce qui accentue l'importance du contrôle dans les sociétés non cotées et qui mènent souvent les investisseurs à éviter les participations minoritaires.

Si l'on se trouve en présence d'un marché liquide, les actionnaires ont l'occasion de pouvoir marquer leur désaccord en revendant leurs titres tandis qu'en présence d'un marché illiquide comme c'est le cas pour une société non cotée, le contrôle est subi de manière quasi-absolu pour les actionnaires (Nussenbaum M. 1998, p.18).

Nous noterons également que le manque de liquidité est encore pire pour un actionnaire minoritaire par rapport à un actionnaire majoritaire car l'actionnaire majoritaire peut lui décider seul d'une cession à un tiers.

Nous sommes dans ce cas dans une situation où une décote de minorité peut être justifiée par cette absence de liquidité.

Nous comprenons donc bien que le manque de contrôle et le manque de négociabilité sont des concepts bien distincts mais qui sont liés.

Les intérêts des participations majoritaires et minoritaires dans une société non cotée peuvent tous les deux souffrir d'un manque de négociabilité.

Une décote de minorité peut être appropriée lors de l'acquisition d'une participation minoritaire d'une société et dont l'actionnaire minoritaire n'est pas protégé par un pacte d'actionnaire.

Une décote peut également être justifiée lors de l'évaluation d'une participation minoritaire sur un marché qui n'a pas les mêmes standards que les pays développés ( ex : pays émergents) et qui ne bénéficient donc pas des mêmes protection pour les actionnaires minoritaires (Hagge, D. 2004).

Nous finirons par souligner qu'il est également possible d'être en présence d'une « prime de minorité ».

Effectivement, nous pouvons parfois observer une prime payée par un actionnaire majoritaire pour l'acquisition d'une part minoritaire.

Cette acquisition permet à l'actionnaire majoritaire de franchir un seuil de contrôle et de voir son pouvoir augmenter au sein de l'entreprise.

Cette prime de minorité payée par l'actionnaire majoritaire doit lui permettre de prendre le contrôle total de l'entreprise et de ne plus devoir faire face à une éventuelle opposition d'une résolution extraordinaire ou de ne plus à avoir à se justifier quant à la conduite de la stratégie de l'entreprise.

Nous préciserons également qu'en ce qui concerne les sociétés cotées, la réglementation boursière de la plupart des places financières protège les actionnaires minoritaires et oblige dans les faits les actionnaires majoritaires à payer une prime aux minoritaires dans le cadre d'offre publique. (SFEV 2008, p.24-25).

Le cadre ci dessous reprend les primes de minorité constatées lors des rachats de titres de minoritaires en Europe les plus importantes depuis 1999.

**Rachats de minoritaires en Europe - Taille supérieure à €1000m (1999-2007)**

*(Hors offres obligatoires et fusions légales)*

| Annnonce   | Initiateur                          | Cible                            | Taille (M€) | Règlement      | Prime <sup>1</sup> |
|------------|-------------------------------------|----------------------------------|-------------|----------------|--------------------|
| 10/04/2007 | Hisusa (Suez & Criteria Caixacorp.) | Agbar                            | 2 082       | Cash           | 12%                |
| 18/01/2007 | Allianz                             | AGF                              | 10 300      | Cash / Titres  | 28%                |
| 03/03/2006 | Generali                            | AMB                              | 1 529       | Cash           | 43%                |
| 09/09/2005 | Allianz                             | RAS                              | 5 662       | Cash           | 12%                |
| 09/08/2005 | Suez                                | Electrabel                       | 11 287      | Cash / Titres  | 14%                |
| 04/12/2004 | Telecom Italia                      | TIM                              | 13 754      | Cash           | 14%                |
| 23/02/2004 | France Telecom                      | Wanadoo                          | 3 892       | Cash / Titres  | 22%                |
| 01/09/2003 | France Telecom                      | Orange                           | 6 571       | Titres         | 23%                |
| 28/05/2003 | Telefonica                          | Terra Networks                   | 1 726       | Cash           | 13%                |
| 08/03/2002 | Kingfisher                          | Castorama                        | 4 994       | Cash           | 18%                |
| 10/09/2001 | PPR                                 | Gucci Group NV                   | 5 009       | Cash           | 19%                |
| 02/07/2001 | Italenergia                         | Montedison                       | 2 186       | Cash           | 10%                |
| 13/06/2000 | BNP Paribas                         | CoBePa                           | 1 397       | Cash           | 22%                |
| 07/06/2000 | San Paolo-IMI                       | Banco di Napoli                  | 1 142       | Cash           | 21%                |
| 01/04/2000 | Lagardère                           | Hachette Filipacchi Media        | 1 027       | Stock          | 17%                |
| 28/01/2000 | Fortis                              | Banque Generale du Luxembourg    | 1 629       | Cash / Titres  | 10%                |
| 14/10/1999 | Heidelberger Zement                 | Cimenteries CBR                  | 1 221       | Cash / Titres  | 26%                |
| 19/08/1999 | Suez Lyonnaise des Eaux             | Tractebel                        | 8 178       | Cash / Titres  | 24%                |
| 16/06/1999 | Cap Gemini SA                       | Cap Gemini NV                    | 1 035       | Titres         | 25%                |
| 14/04/1999 | Dexia                               | Banque Internationale Luxembourg | 1 074       | Cash / Titres  | 14%                |
| 08/02/1999 | RWE                                 | Lahmeyer                         | 1 518       | Cash           | 18%                |
|            |                                     |                                  |             | <b>Moyenne</b> | <b>19%</b>         |
|            |                                     |                                  |             | <b>Médiane</b> | <b>18%</b>         |

*(1) Prime calculée sur une moyenne 1 mois du cours avant annonce ou avant rumeurs*

Figure 23 : Rachat de minoritaire en Europe (SFEV 2008, p.25).

#### 4.1.2 Les décotes pour les actions sans droit de vote en comparaison avec les actions avec droit de vote

Si une entreprise a, à la fois, des actions conférant le droit de vote et d'autres non, il peut y avoir une différence de prix entre les deux en faveur de l'action avec droit de vote.

Nous nous trouvons généralement en présence de deux scénarios possibles lorsque nous sommes confrontés à des actions sans vote et des actions avec droit de vote.

Nous sommes en présence soit d'un nombre important des deux types d'actions ou bien alors d'un petit bloc (pourcentage) d'actions qui détiennent le contrôle (Pratt S.P. 2008, p. 465).

Quand il y a un nombre substantiel des deux actions, les études sur les marchés publics ont montré que la différence de valeur entre ces actions était très faible, généralement entre 0% et 7%, parce que le vote ne devait pas avoir beaucoup d'influence.

Le cadre ci-dessous reprend les résultats des études menées sur le sujet :

| Study   | Premium for voting shares |
|---|---------------------------|
| Lease, McConnell, and Mikkleson <sup>1</sup>    | 5.44%                     |
| O'Shea and Siwicki <sup>2</sup>                 | 3.5%                      |
| Houlihan, Lokey, Howard, and Zukin <sup>3</sup> | 2.05–3.20%                |
| Financial Valuation Group (Tampa) mean          | 44–9.08%                  |
| median <sup>4</sup>                             | 0–3.54%*                  |

Figure 24 : Etudes des actions avec droit de vote en comparaison avec les actions sans droit de vote (Pratt S.P. 2008, p466).

Par contre, lorsque le pouvoir de vote est concentré dans un petit bloc (pourcentage) d'actions, ce bloc peut avoir une valeur considérable en comparaison avec les actions sans vote.

Cependant certaines entreprises adoptent des clauses de protection (coattail protection) qui en cas de vente confèrent aux actions sans droit de vote la même valeur que celle des actions avec droit de vote (Pratt S.P. 2008, p465).

Pour Damodaran (2006), il serait plus pertinent de prendre en compte les particularités de la société et de l'équipe dirigeante en place.

En effet, le gain lié à une meilleure gestion serait représenté par la différence entre les deux classes d'actions avec et sans droit de vote lorsque la société n'est pas bien gérée mais cette différence de valeur entre les deux classes d'actions est négligeable dans le cas où la société est bien gérée (Bideau, L. 2012, p.30).

## 4.2 Les décotes « au niveau de l'entreprise »

### 4.2.1 Décote pour la perte d'une personne clé (Key person discount)

Une personne clé est un individu dont la contribution à une entreprise est tellement importante que l'on peut être certain que les revenus futurs seront affectés par la perte de cette personne.

Ce sont les entreprises à actionnariat restreint qui sont les premières concernées par cette décote mais il y a également de nombreuses entreprises non cotées et certaines petites entreprises cotées qui sont fortement tributaires de personnes clés.

Afin de déterminer si une décote doit être appliquée, deux facteurs importants doivent être pris en compte tel que la responsabilité réelle de l'individu dans le niveau des profits de l'entreprise et si son remplacement peut être effectué de manière adéquate (Pratt S.P. 2008, p460-461).

C'est la littérature américaine qui s'est montrée la plus prolifique sur le sujet avec une série d'études entre les années 1970 et 2000.

Le résumé de ces études est présenté dans le cadre ci-dessous :

| Study                                      | Period      | Total | With Decline | Range      | Average |
|--|-------------|-------|--------------|------------|---------|
| Lerch I                                    | 1977        | 13    | 3            | 26-45%     | 36.6%   |
| Lerch II                                   | 1988-1989   | 29    | 3            | 0-29.2%    | 12.9%   |
| Lerch II—four largest                      |             |       |              | 21.5-29.2% | 25.1%   |
| Larsen & Wright I                          | 1991 - 1995 | 30    | 13           | 0.8-55.71% | 8.35%   |
| Larsen & Wright II                         | 1991 - 1999 | 50    | 23           | 0.8-12.81% | 5.13%   |
| Larsen & Wright II<br>with omitted decline |             |       |              | 0.8-55.71% | 7.23%   |
| Bolten less than<br>\$280M cap             | 1996        | 27    |              | 0-27%      | 8.65%   |
| Bolten less than<br>six managers           |             | 20    |              | 0-23%      | 9.43%   |

Figure 25 : Résumé des études sur les personnes clés (Dye S. 2006, p.8).

Nous allons procéder à un bref résumé de ces études et les découvertes qu'elles ont permis de mettre au jour.

Mary Ann Lerch (1992) à réalisé deux études sur l'impact de la mort d'une personne clé pour des sociétés actives sur les marchés NYSE, ASE et OTC.

Dans l'étude de 1977, trois des treize sociétés indiquaient qu'il y avait un impact de la mort d'une personne clé.

L'effet sur le prix de la perte de la personne clé dans les trois cas étaient de 39%, 45% et 26%, soit une moyenne de 37%.

Dans l'étude de 1990, onze des 29 sociétés indiquaient qu'il y avait effectivement une décote en raison de la mort d'une personne clé.

Cependant, cela n'était significatif que pour quatre sociétés.

Les baisses de valeurs étaient de 21,5%, 23%, 26,07% et 29,2%, pour une moyenne de 25,1% (Lerch M.A. 1992, p.185).

Larsen et Wright (2001) ont également réalisé deux études sur l'impact de la perte d'une personne clé en analysant les cours de petites sociétés cotées de moins de 500 employés.

Dans leur première étude (1991-1995), treize des trente sociétés qu'ils ont analysées se sont révélées avoir une réduction de valeur après la perte d'une personne clé.

Les réductions de valeur étaient comprises entre 0,8% et 55,71% avec une moyenne de 8,35%.

Leur seconde étude (1991-1999) consiste à une extension de la première en incluant les données des entreprises jusqu'en 1999.

Leur échantillon était composé de 50 entreprises dont 23 se sont révélées avoir une réduction de valeur après la perte d'une personne clé.

Les réductions de valeur étaient comprises entre 0,8% et 12,81% avec une moyenne de 5,13% (Larsen J. & Wright J. 2001, p.8).

Bolten et Wang (1997) ont également réalisé une étude sur le même sujet en 1996 avec un échantillon de 101 sociétés.

Ils ont divisé l'échantillon entre entreprises ayant une capitalisation boursière supérieure/inférieure à 280 millions de dollar et aussi en fonction de la structure du management (nombre de managers : moins de 6, 6 à 10, 11 à 15 et plus de 16).

Ils ont observé 27 entreprises avec une capitalisation boursière inférieure à 280 millions de dollars.

Les réductions de valeur étaient comprises entre 0% et 27% avec une moyenne de 8,65%.

Ils ont également observé des décotes supérieures en fonction du nombre de managers dans l'entreprise, moins de managers rimant avec une décote supérieure.

Il est tout à fait évident à partir de la synthèse de ces études que, même dans des sociétés cotées en bourse, la perte d'une personne clé peut affecter la valeur de l'entreprise, et que la qualité de l'équipe de gestion est un facteur important (Dye S. 2006, p.7).

A côté de ces études, l'existence de cette décote a également été reconnue dans un certains nombres de décisions de justice comme le montre le cadre ci-dessous :

| Decision                   | Key Person Discount | Other Discounts   | Combined Discounts | Key Person as Percentage of All Discounts |
|----------------------------|---------------------|---|--------------------|---|
| <i>Estate of Mitchell</i>  | 10%                 | 35% + 1.5 million   | 43.54%             | 22.97%                                    |
| <i>Estate of Feldmar</i>   | 25%                 | 15% control premium<br>4% discount – possible litigation and adjustment for difference in valuation dates | 13.60%             | 184% <sup>1</sup>                         |
| <i>Estate of Rodriguez</i> | 27.39% <sup>2</sup> | 10% lack of marketability   | 34.65%             | 79.04%                                    |
| <i>Furman</i>              | 10%                 | 40% combined minority and marketability   | 46.00%             | 21.74%                                    |
| <i>Estate of Yeager</i>    | 10%                 | N/A <sup>3</sup>  | N/A                | N/A                                       |
| <i>Estate of Huntsman</i>  | 12.12% and 9.09%    | None mentioned  | 12.12% and 9.09%   | 100%                                      |

1. 184% = 25% ÷ 13.60%  
2. Based on 3-year pretax income average (1980–1982) of \$289,203  
3. The court applied discounts for lack of marketability and lack of control, but the amounts were not stated.

Figure 26: Décotes pour personne clés dans la décision du tribunal (Englebrecht T. & Pierce K 2011, p.56).

Le dénominateur commun dans toutes ces affaires est le rôle vital que l'individu a joué dans les activités quotidiennes de la société ou la réussite de l'entreprise, qui était dépendante de la vision ou de la créativité de l'individu. (Englebrecht T. & Pierce K 2011, p.57)

L'analyse de ces études et de ces affaires a permis de révéler les facteurs à prendre en compte lors de l'évaluation d'une décote pour personne clé : les relations avec les clients, fournisseurs et employés, les compétences spécialisées des particuliers, l'impact sur la rentabilité, l'implication opérationnelle quotidienne...

Il faut aussi prendre en compte les facteurs susceptibles de compenser l'effet dommageable de la perte d'une personne clé comme les économies d'indemnisation, l'assurance-vie et les clauses de non-concurrence. (Englebrecht T. & Pierce K 2011, p.56).

Une autre question qui se pose lorsque l'on parle de décote pour la perte d'une personne clé est la manière dont celle-ci devrait être appliquée.

Parfois, un ajustement du taux d'actualisation ou de capitalisation est fait pour refléter la décote pour cette perte.

Cependant, un ajustement du bénéfice ou une décote similaire aux décotes pour manque de contrôle ou de négociabilité sont les deux méthodes qui ont couramment été utilisées lors des affaires citées ci-dessus (Englebrecht T. & Pierce K 2011, p.57).

#### 4.2.2 Passif éventuel :

La prise en compte des passifs éventuels est nécessaire lors de la valorisation d'une société et peut mener à une décote.

Selon la définition de la règle IAS 37 des normes IRFS, un passif éventuel est :

- a) *« une obligation potentielle résultant d'événements passés et dont l'existence ne sera confirmée que par la survenance (ou non) d'un ou plusieurs événements futurs incertains qui ne sont pas totalement sous le contrôle de l'entité.*
- b) *une obligation actuelle résultant d'événements passés mais qui n'est pas comptabilisée car :*
  - i) *il n'est pas probable qu'une sortie de ressources représentatives d'avantages économiques soit nécessaire pour éteindre l'obligation ;*  
*ou*
  - ii) *le montant de l'obligation ne peut être évalué avec fiabilité suffisante ».*

Les passifs éventuels ne sont pas comptabilisés dans les états financiers, mais ils doivent être mentionnés si la probabilité d'un impact financier existe.

Les passifs éventuels doivent faire continuellement l'objet d'une surveillance et si un impact financier devient probable, ils doivent être comptabilisés à titres de provisions (Friedrich B. 2009, p.3).

Les passifs éventuels peuvent prendre différentes formes tels que les passifs environnementaux, les issues de poursuites judiciaires futurs, la responsabilité juridique, la garantie de produit, ...

Quand une estimation ponctuelle de la valeur d'une action est nécessaire à un moment dans le temps pour un contexte de valorisation, les estimations de ces passifs doivent être faites ((Pratt S.P. 2008, p464-465).

Le cas échéant, ces passifs éventuels pourront donner lieu à une décote.

Dans un contexte transactionnel, les passifs éventuels sont généralement traités par la mise en place de garantie de passifs qui assurent à l'acquéreur qu'il n'aura pas à subir d'impact financier en cas de survenance d'un de ces passifs.

Il est à noter que dans le cas de transaction sur des actions non cotées, les vendeurs acceptent dans certain cas de donner ces garanties pour éviter une décote sur le prix de vente.

Par contre, dans le cas d'acquisition de sociétés cotées, il n'est pas possible d'obtenir ce type de garantie de la part des vendeurs et une décote est appliquée.

#### 4.2.3 « Décote de portefeuille » (Portfolio discount) :

Une décote de portefeuille est généralement appliquée à une entreprise ou une participation dans une entreprise qui détient des opérations ou des actifs disparates et non-homogènes.

Les investisseurs ont tendance à préférer les entreprises dites *pure player*, c'est à dire dont l'activité est concentré sur peu de secteur d'activité (Pratt S.P. & Laro D. 2011, p.276).

Dans le marché public, les conglomérats ont tendance à se vendre à un prix inférieur que leur valeur de rupture (*break-up value*).

En effet les actions des sociétés de conglomérat se vendent habituellement à un prix inférieur à leur valeur de liquidation estimée.

Nous observons d'ailleurs que lorsqu'un conglomérat est démantelé, la valeur marchande globale résultant des parties dépasse généralement la valeur de marché de l'ensemble précédent (Pratt S.P. 2008, p. 464).

Colmant & al (2003) exposent dans leur livre que « *Matsuka (1993) et Hubbard et Palia (1999) ont trouvé des effets d'annonce positifs associés aux acquisitions de diversification des années soixante. Toutefois, les études les plus récentes ont mis en évidence le fait que la diversification n'était pas bénéfique pour les entreprises. Appliqué au cas américain, Lang et Stulz (1994), Berger et Ofek (1995) et Servaes (1996) ont montré l'effet néfaste que pouvait avoir la diversification. Les résultats indiquent qu'en moyenne, les entreprises n'ont pas été capables d'exploiter les bénéfices associés à la diversification tout en contrôlant les coûts, dont les plus importants sont les problèmes d'agence. Dans le cadre belge, une étude empirique menée par Dames (1978) tend à montrer que la diversification offerte par les holdings belges n'est pas bénéfique pour les investisseurs individuels* ».

Nous observons le même phénomène pour les holdings immobiliers.

Sherrer (1995) a réalisé une étude sur les fonds de placements immobiliers (REIT) et a découvert que les fonds de placement immobilier qui jouissent des concentrations géographique de leurs propriétés et se spécialisent dans certains types de propriétés (ex : centres commerciaux, complexes d'appartements,...) sont les plus favorisé par les investisseurs.

Les tribunaux américains ont également reconnu le concept de décote de portefeuille et comme chaque décote, celle-ci doit être appuyée par un témoignage d'expert convaincant.

Finalement, l'effet de la décote de portefeuille est particulièrement important pour l'évaluation des intérêts minoritaires, car les actionnaires minoritaires n'ont pas la capacité de reconvertir des actifs sous-performant et ne peuvent pas provoquer une liquidation du portefeuille d'actifs et/ou une dissolution de la société.

Ainsi, la décote pourrait être plus grande pour une position minoritaire, car l'actionnaire minoritaire n'a pas le pouvoir de mettre en œuvre les changements qui pourraient améliorer la valeur des opérations ou des actifs même si il le désire. (Pratt S.P. & Laro D. 2011, p. 277).

#### 4.2.4 La décote de taille

Cette décote a fait l'objet d'études qui partent du postulat qu'un risque accru est attaché aux entreprises de petite taille.

L'un des premiers auteurs à avoir évoqué l'influence de la notion de taille est Banz (1981).

Son étude s'inscrit dans la mouvance des critiques sur le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF ou CAPM en anglais) qui explique le rendement par la prime de marché et a été développée par Sharpe (1964), Lintner (1965) et Black(1972) ,ce qui constitue une extension du modèle de Markowitz (1959).

Banz (1981) a trouvé une forte relation négative entre le rendement moyen et la taille de l'entreprise à travers son étude.

Fama et French (1992), ont ajouté deux variables au modèle MEDAF, le ratio valeur comptable sur prix de marché et la capitalisation boursière pour représenter la taille et ont conclu que la rentabilité attendue pour les entreprises de petites tailles est plus élevée que pour les entreprises plus importantes. Quant à Banz (1981) et Fama et French (1992), ils ont choisi la variable de capitalisation boursière pour représenter la taille mais d'autres variables existent encore.

D'autres études ont également observé des décotes de tailles comme l'étude de Grabowski et King (2007), qui ont relevé une relation explicite entre la taille de l'entreprise et son taux de rendement.

Ils ont utilisé huit mesures de la taille de l'entreprise tels que la valeur comptable, le nombre de salariés, le chiffre d'affaire annuel et autres facteurs. Les résultats de leur étude indiquent que les plus petites entreprises ont un rendement annuel moyen de 13,8% supérieur au taux sans risque (représenté par le bon de trésor américain) et que les plus grandes sociétés ont un taux de rendement moyen de 5,9% supérieur au taux sans risque. Ils concluent qu'un investisseur requière une prime de risque avoisinant 7,7% pour investir dans les petites entreprises.

Ibboston (2011) est une base de données américaines se basant sur le marché boursier aux Etats-Unis et qui recense les différences de rendement observé. Elle constate des décotes allant de -0,36% jusqu'à 6,36% en classifiant les sociétés en 10 groupes distincts selon leurs tailles (Ibboston 2011, p.4).

| <b>Decile</b>                    | <b>Smallest<br/>Company</b> |   | <b>Largest<br/>Company</b> | <b>Size Premium<br/>(Return in Excess of<br/>CAPM)</b> |
|----------------------------------|-----------------------------|---|----------------------------|--|
| Mid-Cap (3–5)                    | \$1778.756                  | – | \$6793.876                 | 1.20%  |
| Low-Cap (6–8)                    | 478.102                     | – | 1775.966                   | 1.98   |
| Micro-Cap (9–10)                 | 1.222                       | – | 477.539                    | 4.07   |
| <b>Breakdown of Deciles 1-10</b> |                             |   |                            |  |
| 1-Largest                        | 15,273.943                  | – | 314,622.574                | -0.38  |
| 2                                | 6,895.258                   | – | 15,079.529                 | 0.81   |
| 3                                | 3,714.445                   | – | 6,793.876                  | 1.01   |
| 4                                | 2,512.137                   | – | 3,710.985                  | 1.20   |
| 5                                | 1,778.756                   | – | 2,509.152                  | 1.81   |
| 6                                | 1,214.679                   | – | 1,775.966                  | 1.82   |
| 7                                | 772.795                     | – | 1,212.290                  | 1.88   |
| 8                                | 478.102                     | – | 771.789                    | 2.65   |
| 9                                | 235.725                     | – | 477.539                    | 2.94   |
| 10-Smallest                      | 1.222                       |   | 235.647                    | 6.36   |

Figure 27 : Figure 27 : Etudes des petites capitalisations 1926 à 2010(Ibboston 2011, p.4)

70.

Les principales raisons de cette décote pour les entreprises de petite taille peuvent être attribuées à la concentration du management, une sensibilité plus grande à la situation économique, une structure de coût moins favorable et un accès au financement limité (SFEV 2008, p. 27).

Il semble que même si cette décote qui découle du risque et des coûts qui lui sont associés puisse être vérifiée en ce qui concerne les très petites entreprises ainsi que dans certains secteurs spécifiques où la taille joue un rôle important, elle n'est, par contre, pas confirmée en ce qui concerne les entreprises de taille moyenne (SFEV 2008, p. 27).

Nous devons donc rester prudents lors de l'évaluation et être conscients que la décote pourrait résulter d'autres facteurs que seulement l'effet de taille.

### **4.3 Autres facteurs**

Ici nous allons développer certains facteurs qui ont été évoqués comme des décotes dans la littérature mais bien comme des facteurs pouvant influencer la valorisation.

#### **4.3.1 Le contexte institutionnel**

Il existe de nombreuses études concernant la relation entre le système légal d'un pays et le développement de sa liquidité et de ses marchés financiers (La porta et al. (1998), Glaeser, Johnson et Shleifer (2001), Djankov et al (2003)).

Mais presque aucune étude n'a été réalisée pour expliquer à travers quels déterminants la nature du système légal influence le développement financier. Lerner et Schoar (2005) se sont penchés sur cette question et ont pu apporter quelques solutions.

Dans cette optique, ils ont analysé les différences entre le pays où l'application juridique est efficace et ceux où l'application juridique ne l'est pas.

Ils se sont basés sur un échantillon de 210 transactions à partir d'une grande variété de groupes d'investissement privés (private equity group) et de pays.

Ils constatent que les valorisations des entreprises sont nettement plus élevées dans les pays avec une tradition de droit commun (common law) où l'application juridique est supérieure et que les fonds de private equity qui investissent dans ces pays profitent de rendements plus élevés (Lerner J. & Schoar A. 2005, p.242). Même après contrôle de l'influence de la taille de l'entreprise (mesuré par les ventes dans l'année de l'investissement), les résultats restent les mêmes. Leurs résultats suggèrent que les différences des régimes légaux n'influencent pas seulement la structure des transactions mais peuvent aussi avoir des effets réels sur la valorisation des entreprises.

#### **4.3.2 Le pouvoir de négociation des Venture Capitalist**

Heughebaert et Manigart (2012) ont étudié l'influence du pouvoir de négociation des investisseurs sur l'évaluation des entreprises dans les phases de financement de capital à risque.

Le pouvoir de négociation de ce type d'investisseur a manifestement un impact sur la valorisation des sociétés émettrices.

En effet, au plus l'investisseur a de pouvoir de négociation, au plus il va pouvoir utiliser ce pouvoir de négociation pour obtenir une plus grande participation en capital (en actions) ou bien une valorisation plus faible de l'entreprise émettrice en comparaison à d'autres investisseurs bénéficiant d'un pouvoir de négociation inférieur (Heughebaert A. & Manigart S. 2012, p.4-5).

Ils ont analysé un échantillon qui inclut 362 phases d'investissement dans 180 sociétés émettrices belges.

Lors de leur étude, ils se sont tournés vers plusieurs types d'investisseur de capital à risque : Government, University, Independent, Corporate.

Suite à cela, ils ont observé que les investisseurs de capital à risque tels que les gouvernements et les universités valorisent les entreprises à un niveau inférieur que les investisseurs de capital à risque indépendants.

Leurs résultats empiriques suggèrent donc que les différents types d'investisseurs forment différentes valorisations dans leur phase d'investissement.

Ces résultats sont cohérents avec les arguments de pouvoir de négociation, les entreprises de capital à risque exploitent leur pouvoir de négociation pour négocier des valorisations plus faibles (Heughebaert A. & Manigart S. 2012, p.25).

Cette notion de pouvoir de négociation peut être intégrée dans la stratégie de l'entreprise de capital à risque.

Par exemple, les entreprises de capital à risque gouvernementales ciblent des marchés de niche où le taux de concurrence faible permet d'augmenter le pouvoir de négociation.

#### 4.3.3 Coûts de transactions

Les coûts de transaction sont des dépenses encourues lors de l'achat ou de la vente de titres. Ces coûts sont contractés pour surmonter les imperfections du marché.

Ce concept de coût de transaction est apparu pour la première fois dans l'article « *the nature of the firm* » écrit par Ronald Coase en 1937.

Coase (1937) explique dans son article que : « Lorsque l'on souhaite opérer une transaction sur un marché, il est nécessaire de rechercher son ou ses contractants, de leur apporter certaines informations nécessaires et de poser les conditions du contrat, de conduire les négociations instaurant ainsi un véritable marché, de conclure le contrat, de mettre en place une structure de contrôle des prestations respectives des obligations des parties, etc. » (Coase, R. 2005, p.23).

Ces différentes étapes entraînent des dépenses non négligeables.

Dahlman (1979) estime que l'on peut diviser ses coûts de transactions en 3 catégories : Les coûts de recherche et d'information, les coûts de négociation et de décision, les coûts de surveillance et d'application.

Dahlman (1979) précise cependant que cette classification fonctionnelle des différents coûts de transactions est inutilement compliquée car fondamentalement, ces trois catégories pourraient se réduire à une seule.

Ces trois catégories représentent toutes des pertes de ressource due au manque d'information.

Ces coûts sont donc susceptibles d'affecter dans une proportion supérieure les entreprises non cotées car comme nous l'avons vu, elles font souvent face à l'asymétrie d'information.

Il est donc important de tenir compte de ces coûts de transactions lors de la valorisation d'une entreprise et encore plus quand celle-ci est non-cotée.

#### 4.3.4 Les compléments de prix et autres accords entourant la transaction

Un évaluateur devra également faire attention au fait que les prix des transactions n'intègrent souvent pas les compléments de prix, les modalités de règlements et les divers accords pouvant lier l'acheteur au vendeur.

Le fait que ca puissent ne pas être repris dans les prix peut affecter le prix de valorisation de l'entreprise et biaisé les résultats lorsque la méthode des multiples sera utilisé.

\*  
\*      \*

L'analyse des différentes décotes abordées tout au long de ce chapitre démontre avec force que l'évaluation d'une entreprise est loin d'être une science exacte. En effet, le processus d'évaluation peut non seulement être influencé par le choix de la méthode, les différentes décotes qui peuvent être appliquées, mais aussi par des facteurs lié à l'environnement juridique ou apparaissant lors des négociations.

## Conclusion

Ce mémoire avait pour but d'aborder la question de la différence de valorisation existant entre une entreprise cotée et une entreprise non cotée et d'examiner si nous pouvions trouver des facteurs qui permettraient de faire le lien entre ces valorisations.

Nous avons observé à travers notre étude qu'il subsiste effectivement une différence de valorisation qui se traduit généralement par une décote appliquée aux sociétés non cotées.

Si l'absence de liquidité était une des raisons avancées de cette différence de valeurs, les études ont démontré et conclu qu'elle n'était pas l'unique explication. L'analyse a de fait révélé que les composantes de cette décote sont multiples et de natures diverses. Elles peuvent aussi bien être des décotes liées à l'entreprise qu'à la situation des actionnaires.

La mise en place d'une décote pour une société non cotée se révèle être un exercice difficile car elle requière l'identification de ses différents éléments ainsi que leur quantification.

Les multiples études sur ce sujet ont permis de déterminer des décotes moyennes observées et de confirmer leur existence ainsi que leur utilisation dans la sphère économique et plus particulièrement financière.

Cependant, même si ces études ont permis de quantifier certaines décotes, leurs résultats ne représentent en réalité qu'un ordre de grandeur et ne sont pas utilisés tels quels dans la pratique par les évaluateurs.

Ensuite, il semble également exister des divergences en ce qui concerne l'application de plusieurs décotes ou primes. Si certains prônent une possible addition ou soustraction, d'autres restent plus prudents quant à la manière de les mettre en pratique.

De plus, l'évaluation d'une société peut également être influencée par la méthode choisie ainsi que par l'environnement juridique ou lors de la négociation.

L'application des éventuelles décotes ou primes lors de l'évaluation d'une société non cotée fait souvent l'objet de débats longs et difficiles entre l'acheteur et le vendeur.

Il n'y a pas à l'heure actuelle de méthodes spécifiques ou générales pour valoriser une société non cotée et il appartiendra à l'évaluateur de choisir l'approche qui convienne le mieux à la société et ses spécificités afin d'approcher la valeur de valorisation la plus juste possible en tenant compte de son environnement, l'ensemble de ses caractéristiques et le rapport de force des actionnaires.

L'absence de consensus doit pousser sans cesse l'évaluateur à définir un cadre d'analyse le plus précis possible lors de la valorisation d'une société en prenant en considération tous les éléments pouvant affecter la valeur de l'entreprise.



## Bibliographie

Alphonse, P., Desmuliers, G., Grandin, P., & Levasseur, M. (2013). *Gestion de portefeuille et marchés financiers (2è éd)*. Montreuil : Pearson France, 637 p.

Bajaj, M., Denis, D.J., & Sarin A. (2001). Firm Value and Marketability Discounts. *Journal of Corporation Law*, 27(1), 89-115. En ligne : <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/articles/firmvalueanddiscounts.pdf>

Banz, R.W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, 9, 3-18. En ligne : [http://www.business.unr.edu/faculty/liuc/files/BADM742/Banz\\_sizeeffect\\_1980.pdf](http://www.business.unr.edu/faculty/liuc/files/BADM742/Banz_sizeeffect_1980.pdf)

Barclay, M.J., & Holderness, C.G. (2007). Private Placements and Managerial Entrenchement. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 461-484.

Berk, J., DeMarzo, P., Capelle-Blancard, G., & Couderc, N. (2008). *Finance d'entreprise*. Montreuil : Pearson France, 1048 p.

Bideau, L. (2012). *L'utilisation des décotes dans les évaluations d'entreprises non cotées : Existe-t-il des pratiques communément reconnues ?*. Document non publié, Conservatoire National des Arts et Métiers, Paris.

Block, S. (2007). The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies. *Journal of Applied Finance*, 17, 33-40.

Bolten, S.E., & Wang, Y. (1997). The Impact of Management Depth on Valuation. *Business Valuation Review*, 16(3), 143-145.

Bruner, R., & Palacios, M. (2004). *Valuing Control and Marketability*. Batten institute Working Paper, University of West Virginia.

78.

Coase, R.H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405. En ligne : <http://www.colorado.edu/ibs/eb/alston/econ4504/readings/The%20Nature%20of%20the%20Firm%20by%20Coase.pdf>

Coase, R. (2005). *L'entreprise, le marché et le droit*. Paris : Editions d'Organisation, 245p.

Colmant, B. (2013). *Le mystère des primes d'OPA*.  
<http://blogs.lecho.be/colmant/2013/09/le-myst%C3%A8re-des-primess-dopa.html>  
(Consulté le 23/07/2015)

Colmant, B., Detournay, A., & Servaty L. (2003). *La décote boursière des holdings belges*. Bruxelles : Larcier, 141 p.

Dahlman, C.J, (1979). The Problem of Externality. *The Journal of Law and Economics*, 22(1), 141-162. En ligne : <http://web.cenet.org.cn/upfile/100261.pdf>

Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation*. New York : John Wiley & Sons Inc., 696 p.

Dispas, C. & Boudghene, Y. (2013). *Gestion de portefeuille : Guide pratique*. Bruxelles : Larcier, 162 p.

Dye, S.T. (2006). Key Person Discount. *Valuation Strategies*, 9(5), 4-9.

Emory, J.D. (1997). The Value of Marketability as illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock , *Business Valuation Review*, 16(3), 123-131. En ligne : <http://www.emoryco.com/valuation-studies.shtml>

Emory Sr. , J.D., Dengel III, F.R. & Emory Jr., J.D.(2000). The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Dot-com Companies, *Business Valuation Review*, 19(1), 111-121. En ligne : <http://www.emoryco.com/valuation-studies.shtml>

Emory Sr., J.D (2002). Discount for Lack of Marketability Emory Pre-IPO Discount Studies 1980-2000 as Adjusted October 10, 2002. *Business Valuation Review*, 21(4), 1-2. En ligne : <http://www.emoryco.com/valuation-studies.shtml>

Englebrecht, T.D, & Pierce K.J. (2011). Key Person Value Adjustments for Closely Held Corporations. *The CPA Journal*, 81(7), 51-57.

Fama, E.F., & French, K.R. (1992). The Cross Section of Expected Return. *Journal of Finance*, 47, 427-466. En ligne : [http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The\\_Cross-Section\\_of\\_Expected\\_Stock\\_Returns.pdf](http://www.bengrahaminvesting.ca/Research/Papers/French/The_Cross-Section_of_Expected_Stock_Returns.pdf)

Friedrich, B., Friedrich, L. (2009). Norme comptable internationale 37 (IAS 37), Provisions, passifs éventuels et actifs éventuels. *Le Reper*, 1-9. En ligne : [https://www.cga-pdnet.org/Non\\_VerifiableProducts/ArticlePublication/IFRS\\_F/IAS\\_37\\_F.pdf](https://www.cga-pdnet.org/Non_VerifiableProducts/ArticlePublication/IFRS_F/IAS_37_F.pdf)

Fronville, H., & Streel, A. (2011). *Les principales techniques d'évaluation d'entreprises*. <https://www.financialforum.be/sites/financialforum.be/files/media/970b.pdf>  
(Consulté le 20/06/2015)

Fuller, K., Netter, J., & Stegemoller, M. (2002). What Do Returns To Acquiring Firms Tell Us ? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions. *Journal of Finance*, 57, 1763-1793.

Garbowski, R., & King, D. (2007). Risk Premium Report 2007. *Duff & Phelps LLC, Morningstar Inc.*, 34p.

Hagge, D. (2004). Evaluation de participations minoritaires. *Echanges*. 211, 1-4  
En ligne :

Harjoto M., & Paglia, J.K (2010). The Discount for Lack of Marketability in Privately Owned Companies : A Multiple Approach. *Journal of Business Valuation and Economics Loss Analysis*, 5(1), 1-26. En ligne :

[http://www.researchgate.net/publication/46555514\\_The\\_Discount\\_for\\_Lack\\_of\\_Marketability\\_in\\_Privately\\_Owned\\_Companies\\_A\\_Multiples\\_Approach](http://www.researchgate.net/publication/46555514_The_Discount_for_Lack_of_Marketability_in_Privately_Owned_Companies_A_Multiples_Approach)

Hertzel, M., & Smith R.L. (1993). Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately. *Journal of Finance*, 48 (2), 459-485.

Heughebaert, A., & Manigart, S. (2012). *Firm Valuation in Venture Capital Financing Rounds : The Role of Investor Bargaining Power*. Vlerick Leuven Gent Working Paper Series.

IBBOSTON (2011). 2011 *Ibboston Risk Premia Over Time Report*. Morningstar Inc., 40p.

Kachurina, Y. (2011). *Méthodes de valorisation des entreprises en « early stage » en Belgique*. . Document non publié, Université Libre de Bruxelles, Bruxelles.

Karsenti, C. & Nussenbaum, M. (2002). Evaluation d'entreprise : comment calculer les primes ou les décotes. *Option Finance*, 704, 27-33. En ligne :  
<http://www.sorgemeval.com/IMG/pdf/Eval-entreprise-comment-calculer-primes-et-decotes-2002.pdf>

Koeplin, J., Sarin, A. & Sarin A. (2000). The private Company Discount , *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 94-101. En ligne :  
[http://www.researchgate.net/publication/227561203\\_THE\\_PRIVATE\\_COMPANY\\_DISCOUNT](http://www.researchgate.net/publication/227561203_THE_PRIVATE_COMPANY_DISCOUNT)

Lee H.W., & Kocher C. (2001). Firm Characteristics and Seasoned Equity Issuance Method : Private Placement Versus Public Offering. *The Journal of Applied Business Research*, 17(3), 23-36.

Larsen, J., & Wright, J. (2001). Key Person Discount in Small Firms : Evidence from the 1990s. *Business Valuation Review*, 8, 8-14.

Lerner, J., & Schoar, A. (2005). Does Legal Enforcement Affect Financial Transactions ? The Contractual Channel in Private Equity. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(1), 223-246.

Lerch, M.A. (1992). Discount for Key Man Loss : A Quantitative Analysis. *Business Valuation Review*, 11(4), 183-194. En ligne : <http://www.keyvaluedata.com/pdf/articleofinterest/2732.pdf>

Nussebaum, M. (1998). Prime de Contrôle, Décote de Minorité et d'Illiquidité. *Revue de Jurisprudence Commerciale*, 11, 15-34. En ligne : <http://www.sorgemeval.com/IMG/pdf/Prime-de-contrôle-decote-de-minorité-nov1998.pdf>

Officer, M.S. (2007). The Price of Corporate Liquidity : Acquisition Discounts for Unlisted Targets. *Journal of Financial Economics*, 83(1), 571-598. En ligne : <http://down.cenet.org.cn/upfile/36/200811714541188.pdf>

Palepu, K.G., Healy, P.M & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation : IFRS Edition*. Andover : South-western Cengage Learning Inc. 784 p.

Parienté, S. (2013). *Analyse financière et évaluation d'entreprise*. Montreuil : Pearson France, 328 p.

Pratt, S.P. & Laro, D. (2005). *Business Valuation and Taxes*. New York : John Wiley & Sons Inc., 450 p.

Pratt, S.P. & Niculita, V. (2008). *Valuing a Business : The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies (5th Ed)*. New York : McGraw-Hill, 1098 p.

Robert, R. & Rotkowsky, A. (2007). The Discount for Lack of Marketability : Update on Current Studies and Analysis of Current Controversies, *The Tax Lawyer*, 61(1), 241-286. En ligne :

[http://www.willamette.com/pubs/presentations/tax\\_lawyer\\_article.pdf](http://www.willamette.com/pubs/presentations/tax_lawyer_article.pdf)

Saunders, P. (2000). Marketability Discounts and Risk in Transactions Prior to Initial Public Offerings, *Business Valuation Review*, 19(4), 186-195. En ligne :

<http://www.philipsaunders.com/TheFirm/Publications/MarketabilityDiscounts/tabid/97/Default.aspx>

Scherrer, P.S. (1995). Why REITs Face a Merger-Driven Consolidation Wave. *Mergers & Acquisition, The Dealmaker's Journal*, 41-42.

SFEV (2008). *Primes et décotes dans le cas des évaluations financières*. Groupe de travail, 54p.

Silber, W.L. (1991). Discounts of Restricted Stock: The Impact of Illiquidity on Stock Price. *Financial Analysts Journal*, 47(4), 60-64.

Vernimmen, P., Dalocchio, M., Le Fur, Y., Quiry, P., & Salvi, A. (2005). *Corporate Finance*. Chichester : John Wiley & Sons Inc., 1030 p.

Vernimmen, P. (2015). *La juste valeur*. [http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition\\_juste-valeur.html](http://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_juste-valeur.html) (Consulté le 29/06/2015)

Vignon, T. (2000). *Identification des méthodes de valorisation d'entreprise à forte croissance implicite : le cas du secteur internet*. Document non publié, Université Libre de Bruxelles, Bruxelles.

Wruck, K.H. (1989). Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence from Private Equity Financings. *Journal of Financial Economics*, 23(1), 3-28.

En ligne : [http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/jfe89\\_kw.pdf](http://schwert.ssb.rochester.edu/f423/jfe89_kw.pdf)

## Table des Figures

2.2.1.1 Figure 1: La valeur de négociabilité comme illustrée dans les offres publiques initiales d'actions ordinaires (Emory J.D. et al. 2002, p.2).

2.2.1.1 Figure 2 : Type de transactions (Emory J.D. 1997, p.126-127).

2.2.1.1 Figure 3 : Décotes par rapport au temps entre les opérations et les introductions en bourse (Emory, 2002).

2.2.1.2 Figure 4 : Décotes de l'étude de Valuation Advisors (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.261).

2.2.1.3 Figure 5 : Décotes des études de Willamette Management Associates (Robert R. & Rotwoski A. 2007, p.262).

2.2.2 Figure 6 : Décotes des études sur les actions restreintes Pratt S.P. 2008, p.431).

2.2.2.1 Figure 7 : Caractéristique de l'échantillon (Sibler W.L. 1991, P.61).

2.2.2.1 Figure 8 : Caractéristique de l'échantillon pour les décotes au-dessus et en dessous de 35% (Sibler W.L. 1991, P.61).

2.2.2.2 Figure 9 : Ratio du prix de l'offre par rapport au prix de marché dans les ventes privées de titres de capital (Wruck K.H. 1989, p.17).

2.2.2.3 Figure 10 : Régression transversale des décotes de placements privés (Hertzel M. & Smith R.L. 1993, p.479).

2.2.2.4 Figure 11 : Statistique des placements privés (Bajaj & al. 2001, p.109).

2.2.2.4 Figure 12 : Comparaison des entreprises en fonction des décotes de placements privés (Bajaj & al. 2001, p.112).

2.2.2.4 Figure 13 : Comparaison des entreprises entre les émissions d'actions enregistrées et non-enregistrées (Bajaj & al. 2001, p.113).

2.2.2.4 Figure 14 : Résultat de la régression multi-variée (Bajaj & al. 2001, p.113).

2.2.2.5 Figure 15 : Statistique descriptive de la base de données Liquistat (Robak E. 2007, p.12).

2.2.2.5 Figure 16 : Analyse de la régression (Robak E. 2007, p.14).

2.2.2.5 Figure 17 : Gamme prévue de décotes par période de manque de liquidité restante (Robak E. 2007, p.14).

84.

2.2.3.1 Figure 18 : Décotes des sociétés non cotées de l'échantillon (Koeplin J. & al. 2000, p.99).

2.2.3.2 Figure 19 : Mesure des décotes des sociétés non cotées (Block S. 2007, p.38).

2.2.3.2 Figure 20 : La liquidité associée à la classification des secteurs d'activités (Block S. 2007, p.39).

4.1.1.1 Figure 21 : Prime de contrôle (SFEV 2008, p.12).

4.1.1.2 Figure 22 : Formule théorique de la décote de minorité (Pratt S.P. 2008, p405).

4.1.1.2 Figure 23 : Rachat de minoritaire en Europe (SFEV 2008, p.25).

4.1.2 Figure 24 : Etudes des actions avec droit de vote en comparaison avec les actions sans droit de vote (Pratt S.P. 2008, p466).

4.2.1 Figure 25 : Résumé des études sur les personnes clés (Dye S. 2006, p.8).

4.2.1 Figure 26: Décotes pour personne clés dans la décision du tribunal (Englebrecht T. & Pierce K 2011, p.56).

4.2.4 Figure 27 : Etudes des petites capitalisations 1926 à 2010(Ibboston 2011, p.4).