Le Magazine des
Affaires
Pour une meilleure information des professionnels

Bilan M&A 2012

Banques

Fonds

TAS

Avocats

+ Table ronde Restructuring

P.66 Dossier Transaction Services

P.88 Dossier Juridique

P.104 Les valeurs montantes du Barreau des Affaires

- 50 Classement des banques d'affaires en volume
- 50 Classement des boutiques M&A et du Smid-Cap

Dossier Private Equity

- 55 Lbo : un bilan mitigé en 2012
- 58 Classement des fonds

Dossier Transaction Services

- 68 Les acteurs du Transaction Services contraints à la flexibilité face au rétrécissement du marché transactionnel
- 71 Les principales caractéristiques de la décote de holding Par P. Campos, Afival
- 72 Classements TS
- 77 Classement des acteurs de la restructuration en France
- 86 Investisseurs dans un LBO en difficulté: la prudence est de mise quand on a le pouvoir Par F. Leloup et Guilain Hippolyte, White & Case

Dossier Juridique

- 90 Classements
- 94 Le palmarès 2012 consacre le service à haute valeur ajoutée
- 102 « Say on pay » à la française : leçons du droit comparé,Par N. Lafont et B. Delafaye, McDermott Will & Emery
- 104 Les valeurs montantes du Barreau des Affaires

Les principales caractéristiques de la décote de holding

Par Philippe Campos, Associé Afival, Expert Judiciaire près la Cour d'Appel de Paris en Evaluation d'entreprise et de droits sociaux.

Les sociétés holding sont généralement évaluées sur la base de leur Actif Net Réévalué (ANR) afin d'obtenir la valeur dite fondamentale du holding. L'estimation de la valeur vénale, quant à elle, implique d'estimer le prix qui pourrait être obtenu par le jeu de l'offre et de la demande. L'obsewrvation des transactions sur des titres de sociétés holding donne généralement lieu à la constatation d'une décote, dite « décote de holding ».

Les sociétés holding ont pour objet de détenir des actifs diversifiés, généralement des titres de participation. Il existe plusieurs natures de holding, tels que les holding de contrôle destinés à conserver la majorité du capital en multipliant les minoritaires (ex : Holding du groupe Casino), les holding familiaux souhaitant diversifier leurs actifs (ex : Famille Peugeot via le holding FFP), les conglomérats (certains parlent alors de « décote de conglomérat ») qui conduisent une stratégie de diversification (ex : Bouygues) et les sociétés d'investissement, tels que les fonds d'investissements.

Plusieurs paramètres cumulatifs peuvent expliquer cette décote, parmi les principaux :

- l'illiquidité des actions. Le holding est ainsi moins liquide que les actifs sous-jacents qui seraient cotés.
- la fiscalité latente liée aux plus-values latentes des actifs sous-jacents.
- l'absence de réelles synergies entre les actifs détenus et une stratégie moins évidente à comprendre pour un investisseur.
- le coût de fonctionnement humain et technique afin d'assurer la gestion des participations.
- la position de minoritaire du holding.

Il est difficile d'apprécier avec exactitude le niveau de décote de holding à appliquer. Néanmoins, l'observation des décotes des sociétés holding cotées constitue une bonne référence de départ. Il est préférable de comparer des holding présentant des caractéristiques similaires.

L'observation de la décote de holding issue des holding cotés n'est pas exempte de tout reproche. En effet, le niveau de la décote dépendra du calcul de l'ANR qui sera plus ou moins sensible à l'évolution du marché selon que les actifs sous-jacents du holding seront principalement constitués ou non de sociétés cotées. En outre, la méthodologie de calcul peut présenter des divergences. Nous observons que, dans un contexte d'incertitude économique et fiscale (quid du sort des plus-values d'imposition, des reports déficitaires…), la décote a tendance à s'accentuer.

Après avoir observé le niveau des décotes de holding sur le marché, il convient de considérer les caractéristiques intrinsèques du holding :

- le niveau des plus-values latentes et le niveau d'imposition qui en résulte, notamment au regard des reports déficitaires éventuellement imputables.
- le niveau des coûts de fonctionnement du holding qui peut être modélisé par l'actualisation des coûts annuels.
- le degré d'illiquidité de l'action, notamment au travers de l'analyse du caractère liquide ou non des actifs sous-jacents.
- quelques autres spécificités : transparence des informations concernant les différentes activités portées par le holding ; qualité de l'équipe d'une société d'investissement dès lors que celle-ci est en mesure d'influer sur la stratégie des actifs sous-jacents, a fortiori si elle détient la majorité du capital ; existence de synergies éventuelles entre certaines participations détenues. Par contre, les holding disposant de réserves de trésorerie ne se valorisent pas forcément mieux que ceux qui sont endettés.

Tous ces paramètres sont à considérer lors de l'estimation de la décote de holding. Le risque de majoration ou de minoration pourrait intervenir dès lors que l'analyse serait limitée à un nombre de critères restreint. Ainsi, certaines sociétés holding ont pu s'introduire sur le marché sur la base de leur seul ANR sans considération d'une décote de holding mais le marché a rapidement retrouvé ses « marques » ■