



L'évolution de la pratique de l'évaluation d'entreprises après l'adoption des normes IFRS

MEMOIRE DE FIN D'ETUDES

Master CCA

Formation initiale,

Ecole de Management de Strasbourg

Université de Strasbourg

M. Rasolofo Riana

Tuteur universitaire : **NASRALLAH Nohad**

Année universitaire 2022-2023

Résumé/Abstract

Les normes International Financial Reporting Standards ont joué un rôle majeur dans l'économie depuis leur obligation en 2005 pour les sociétés cotées françaises réalisant des comptes consolidés. Nous cherchons à savoir si leur influence s'est étendue jusqu'à la pratique de l'évaluation d'entreprise et dans quel mesure. Pour ce faire, nous avons réalisé une étude sur 20 Opération publique d'acquisition en France dont 10 avant 2005 et 10 après 2005. Nous avons mis en évidence que les méthodes d'évaluations utilisées étaient toujours les mêmes. Nous avons aussi trouvé que le nombre de comparable et le nombre de comparables étrangers ont légèrement augmenté après 2005. Nous avons également mis en évidence que les multiples d'EBIT et d'EBITDA étaient les plus utilisées. Nous n'avons cependant pas réussi à ressortir un lien de causalité entre ces nouvelles pratiques et l'adoption des normes IFRS.

The International Financial Reporting Standards (IFRS) have played a significant role in the economy since their mandatory implementation in 2005 for French listed companies preparing consolidated financial statements. We are seeking to determine if their influence has extended to the practice of business valuation and to what extent. To do so, we conducted a study on 20 public acquisition transactions in France, with 10 conducted before 2005 and 10 conducted after 2005. We found that the valuation methods used remained the same. Additionally, we discovered a slight increase in the number of comparables and foreign comparables after 2005. We also observed that multiples of EBIT and EBITDA were the most commonly used. However, we were unable to establish a causal link between these new practices and the adoption of IFRS standards.

Remerciements

Je tenais à remercier les personnes qui m'ont permis de rédiger ce mémoire.

Je remercie tout d'abord Madame Nasrallah qui a su me guider dans le choix de ma problématique et tout au long de l'écriture de ce mémoire.

Je remercie également le professeur Alan SCHATT de l'HEC Lausanne pour avoir pris le temps de répondre à mes interrogations.

Je remercie aussi l'expert-comptable Nicolas KLECK et tout son cabinet pour leur accueil au sein du cabinet.

Je remercie ensuite ma copine du moment, Léa Ferrand, qui a largement contribué à la rédaction de ce mémoire en me fournissant des informations méthodologiques et qui fut ma première lectrice.

Sommaire

INTRODUCTION	1
1. CADRE THEORIQUE ET REVUE DE LITTERATURE	3
1.1. L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES : LA THEORIE ET LA PRATIQUE	3
1.1.1. <i>Les méthodes de valorisation</i>	3
1.1.2. <i>La pratique de l'évaluation d'entreprise</i>	13
1.2. LES NORMES IFRS ET LA PRATIQUE DE L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES	20
1.2.1. <i>Les IFRS en France</i>	20
1.2.2. <i>L'impact des normes IFRS sur la pratique de l'évaluation d'entreprise</i>	23
3. HYPOTHESES.....	28
4. METHODOLOGIE DE RECHERCHE ET ECHANTILLON	30
5. ANALYSE DES RESULTATS ET INTERPRETATION	32
5.1. PEU DE CHANGEMENTS CONCERNANT LES METHODES D'ÉVALUATION APPLIQUEES	32
5.2. ACCROISSEMENT RELATIF DES COMPARABLES ET DES COMPARABLES ETRANGERS	35
5.3. PREFERENCE DE MULTIPLES EXCLUANT LA STRUCTURE FINANCIERE DES ENTREPRISES COMPAREES	36
5.4. LA METHODE DES MULTIPLES PEU DETERMINANTE DU PRIX DE L'OFFRE	37
CONCLUSION	39
INDEX	41
BIBLIOGRAPHIE.....	42
ARTICLE JURIDIQUE	48
SITOGRAFIE.....	48

Introduction

La pratique de l'évaluation d'entreprise est une discipline fondamentale dans le monde de la finance. En effet, que cela soit dans le cadre d'une offre publique d'acquisition (OPA), d'une introduction en Bourse, ou tout simplement pour évaluer le cours d'une action, l'évaluation d'entreprise est omniprésente. De plus la pratique de l'évaluation fait appel à des notions juridiques, comptables et fiscale qu'il est plus que nécessaire de maîtriser pour être un bon évaluateur. Outre ces notions, l'évaluateur devra avoir une appréciation plus que solide de l'économie en général pour pouvoir appréhender au mieux les projections émises lors des évaluations. Ainsi, il est naturel que l'évaluateur maîtrise les bases des *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Effectivement, l'évaluation d'entreprises nécessite la manipulation des chiffres présents dans les états financiers. Ces derniers peuvent différer selon le référentiel sous lequel ils sont publiés. A cet égard, les normes IFRS disposent de règles de comptabilisation particulières qui peuvent peu ou prou changer par rapport au référentiel français. De plus, depuis 2005, les entreprises cotées en France qui réalisent des comptes consolidés ont été contraintes, ou non pour certaines, de publier leurs comptes consolidés en respectant le référentiel IFRS. De par les modifications qu'elles apportent, il n'est pas inopportun de penser que les évaluateurs ont dû modeler leurs pratique eu égard au référentiel IFRS. En effet, les normes IFRS peuvent affecter l'endettement d'une société, son résultat, ou encore ses Capitaux propres. La problématique est donc la suivante :

La pratique d'évaluation des entreprises cotées en France a-t-elle été modifiée après l'adoption des normes IFRS

La problématique que nous posons n'est pas fortuite. En effet, la recherche regorge de travaux portant sur l'impact des normes IFRS ainsi que de travaux sur l'évaluation des entreprises. Cependant, à notre connaissance, personne n'a mis en évidence un lien entre les normes IFRS et la pratique de l'évaluation d'entreprise. Nous posons dès lors les bases d'un sujet qui n'est que très peu étudiée. Nos travaux montrent que, bien que les entreprises soient toujours évaluées à la lumière des mêmes méthodes, il n'en demeure pas moins que la pratique de l'évaluation des entreprises à quelques peu évolué et plus particulièrement l'évaluation des entreprises qui reposent sur les comparables boursiers. En effet, nous montrons que le nombre de comparable a légèrement augmenté après l'adoption des normes IFRS. De plus, les évaluateurs semblent recourir à plus de comparables étrangers qu'avant 2005. Par ailleurs, nous montrons que, pour calculer le multiple pour comparer la société évalué, les évaluateurs

délaissent les agrégats comptables qui sont sensiblement influencés par la structure financière des entreprises comparables. Enfin, nous montrons que l'accroissement relatif de la comparabilité mit en avant par la recherche ne permet pas d'améliorer le poids de la méthode des comparables boursiers dans la détermination du prix des offres d'OPAs. Nous échouons cependant mettre en évidence un lien de cause à effet entre l'adoption des normes IFRS et les modifications dans la pratique de l'évaluation d'entreprise.

Notre étude se présente comme tel. Dans un premier temps, nous réaliserons une revue de littérature sur les méthodes d'évaluation des entreprises et leur application pratique selon la recherche. Dans un deuxième temps, dans cette même revue, nous mettrons en exergue l'adoption des normes IFRS en France ainsi que leurs impacts sur la pratique de l'évaluation d'entreprises. Ensuite, nous présenterons la méthodologie pour mener notre recherche. Puis, nous analyserons et discuterons des résultats obtenues. Enfin, nous conclurons.

1. Cadre théorique et revue de littérature

L'étude de la problématique nécessite de mettre en lumière les éléments suivants. Dans un premier temps, il semble nécessaire de commencer une revue des méthodes d'évaluation des entreprises que cela soit dans la théorie ou dans la pratique de ces dernières (2.1.). Dans un second temps, nous mentionnerons les normes IFRS et leur impact sur la pratique de l'évaluation d'entreprise (2.2.)

1.1.L'évaluation des entreprises : la théorie et la pratique

L'évaluation d'entreprise consiste bien souvent à donner une valeur aux capitaux propres d'une société ou à des actions. Pour ce faire, il existe deux approches : une approche directe et une approche indirecte. La première nécessite d'évaluer l'actif économique, c'est-à-dire la valeur de la somme des actifs immobilisés et du besoin en fond de roulement, auquel il y sera retranché la valeur de l'endettement net de la société. Il s'agit d'une approche indirecte. Nous pouvons citer parmi ces méthodes la méthode des Flux de trésorerie disponible (*Discounted cash-flow* DCF) ou encore celle du multiple du résultat d'exploitation. La seconde permet d'évaluer la valeur des capitaux propres sans passer par la valeur de l'actif économique. Il s'agit alors d'une approche directe. C'est ainsi le cas de la méthode de l'actualisation des dividendes ou du multiple du *Price earning ratio* (PER). Il existe, parmi ces deux approches, deux méthodes. D'une part une méthode dite intrinsèque car elle permet d'obtenir la valeur de l'actif économique, et, d'autre part la méthode comparative qui consiste à sélectionner des pairs avec lesquels l'évaluateur comparera l'entreprise évaluée sur la base de différents multiples.

Si, en théorie, il existe plusieurs méthodes d'évaluation, il n'en demeure pas moins, que, en pratique, les mêmes méthodes sont souvent utilisées par les évaluateurs. Ainsi, nous verrons dans une première partie les différentes méthodes d'évaluation (3.1.2.). Puis, dans une seconde partie, nous observerons comment se déroulent les évaluations d'entreprise dans la pratique (3.1.2.).

1.1.1. Les méthodes de valorisation

Nous pouvons mettre en lumière l'existence de quatre catégories de méthodes d'évaluation : les méthodes intrinsèques, les méthodes comparatives, et la méthode patrimoniale. Nous étudierons distinctement les méthodes intrinsèques (3.1.1.1) et les méthodes comparatives (3.1.1.2). Puis, dans une dernière partie nous définirons la méthode

patrimoniale (3.1.1.3).

1.1.1.1. Les méthodes intrinsèques par l'actualisation des flux de trésorerie

L'actualisation des flux de trésorerie disponible (FTD) refléchit en termes de flux dégagés par l'actif économique. Cette méthode part du postulat que la valeur d'un actif correspond à la valeur actualisée des flux de trésorerie dégagé par l'actif du fait de la détention de celui-ci. En l'occurrence, les flux de trésorerie dans la méthode DCF sont constitués ainsi :

FTD

= résultat d'exploitation + dotations aux amortissements

– impôts sur les sociétés théorique calculé sur la base du résultat d'exploitation et

– variation du Besoin en Fond de Roulement

– investissements net des désinvestissements

Nous utilisons le résultat d'exploitation car l'usage de la méthode DCF nécessite de raisonner au niveau de l'exploitation uniquement. Ensuite, l'ajout des dotations aux amortissements s'expliquent par le fait que ces dernières sont des charges non-décaissables, en ce sens qu'elles ne génèrent pas de sorties de cash. Puis, la soustraction de la variation du Besoin en Fond de Roulement (BFR) permet de passer d'un agrégat comptable à un Flux de trésorerie. En effet, le BFR correspond au besoin de trésorerie de l'entreprise. Soustraire la variation de ce besoin de trésorerie permet de retirer – ou ajouter- de la trésorerie qui doit être utilisée. Enfin, il est nécessaire de soustraire les investissements l'entreprise vit et se développe.

Une fois ces FTD calculés, il convient d'actualiser ces flux au Coût Moyen Pondéré du Capital –ou coût du capital. Le CMPC renvoie au taux de rentabilité minimum exigé par les actionnaires et les créanciers quant aux investissements de l'entreprise. Il peut se calculer soit directement par le MEDAF dont la formule est la suivante :

$$CMPC = r_s + \beta_e(r_m + r_s)$$

Où r_s renvoie au taux de l'argent sans risque, r_m au taux de rentabilité des marchés et β_e correspond au β de l'actif économique soit la dispersion des flux de trésorerie futur de l'actif économique par rapport à ceux du marché.

Soit indirectement par la reconstitution du coût du capital en partant de l'évaluation des titres financiers émis par l'entreprise dont la formule est la suivante :

$$CMPC = k_{cp} \times \frac{V_{cp}}{V_{cp} + V_d} + k_d(1 - IS) \times \frac{V_d}{V_{cp} + V_d}$$

Ici, k_{cp} renvoie au coût des capitaux propres qui se traduit par le taux de rentabilité

exigé de la part des actionnaires, V_{cp} renvoie à la valeur des capitaux propres, V_d renvoie à la valeur de la dette, k_d renvoie au coût de la dette qui est le taux auquel la société pourrait de nouveau financer l'endettement qu'elle détient déjà eu égard à sa situation économique et IS correspond à taux d'impôts sur les sociétés.

La méthode DCF suppose d'actualiser les flux de trésorerie futurs au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) pour chaque année, or, il serait éreintant de calculer les FTD actualisés de cette façon. Les évaluateurs supposent donc un horizon explicite qui est en général de trois à cinq ans puis ils bornent ledit horizon explicite par une valeur terminale. La valeur d'une entreprise évaluée selon la méthode DCF correspond ainsi à la somme des flux de trésorerie actualisé dudit horizon explicite à laquelle s'ajoute la valeur terminale actualisée. La somme des flux de trésorerie actualisée est la formule suivante où t renvoie à l'année du flux de trésorerie :

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t}$$

La formule de la valeur terminale est la suivante :

$$VT_n = \frac{FTD_{n+1}}{CMPC - g}$$

Où g est égal au taux de croissance à l'infini.

La valeur de l'actif économique est alors égal à :

$$V^0 = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1 + CMPC)^n}$$

Ou

$$V^0 = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{FTD_{n+1}(1 + CMPC)^{-n}}{CMPC - g}$$

Un fois cet actif économique calculé, il convient d'y défalquer la part d'endettement net de l'entreprise post actualisation pour obtenir la valorisation des capitaux propres, autrement dit l'endettement bancaire et financier moins la trésorerie de l'entreprise qui correspond aux valeurs disponibles de placement et les disponibilités.

La méthode DCF a le mérite de mettre en évidence les différentes hypothèses et prévisions mises en place, intentionnellement ou non, par les acheteurs et les vendeurs. Elle souffre cependant de différentes limites. Tout d'abord, la méthode DCF est dépendante des hypothèses émises par les évaluateurs. Ainsi, l'évaluation de la même entreprise mais réalisée par des évaluateurs distincts peut mener à des montants différents. Ensuite, la valeur terminale

a une grande influence sur la valeur de l'entreprise qui peut représenter plus de 50% de la valeur de celle-ci. Enfin, estimer une croissance à l'infini positive semble peu réalisable. C'est pourquoi, pour pallier ce problème il existe le modèle de « *la rente décroissante* » (*cash-flow fade*) qui consiste à prévoir une période de baisse de la rentabilité économique entre l'horizon explicite et la période pris en compte pour la valeur terminale. Celle-ci équivaudra alors le montant comptable de l'actif économique. A l'issue de cette période de baisse de la rentabilité, cette dernière devrait égaler le CMPC.

Outre la méthode DCF, il existe une autre méthode qui consiste à actualiser les flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire (FTA).

Largement semblable à la méthode DCF, cette méthode consiste en l'actualisation au coût des capitaux propres des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires, ces derniers se calculant ainsi :

$$\begin{aligned}
 FTA = & \text{résultat net} + \text{Dotations aux amortissements et provisions} \\
 & - \text{reprises de provisions} - \text{variations du BFR} \\
 & - \text{investissements de l'exercice} - \text{remboursement des dettes} \\
 & + \text{émission de dettes}
 \end{aligned}$$

La dernière méthode d'actualisation des flux de trésorerie est celle de l'actualisation des dividendes aussi appelé la *discounted dividend model* (DDM). Toujours semblable à la méthode DCF, la DDM prend en compte comme flux de trésorerie le versement de dividende actualisé au coût des capitaux propres. Dans ce modèle d'évaluation la valeur de l'action peut être établie de différentes manières. Soit, à l'instar de la méthode DCF avec les flux de trésorerie disponibles, l'évaluateur actualise les dividendes perçus auxquels il ajoute l'actualisation du prix de vente. Dans ce cas, la formule est la suivante :

$$V_{\text{action}} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{P_n}{(1 + R_c)^n}$$

Où P renvoie au prix de vente et R_c aux coûts des fonds propres.

Soit, si le dividende a un taux de croissance unique, la valeur de l'action correspond à l'actualisation de la valeur du dividende prévisionnel de $N+1$ par le coût des fonds propres (R_c) moins le taux de croissance unique du dividende (g) sachant que ce dernier ne peut être supérieur au coûts des fonds propres ni au taux de croissance à long terme de l'économie, c'est-à-dire le taux de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) Il s'agit de la formule de Gordon-Shapiro (Gordon & Shapiro, 1956) :

$$V_{action} = \frac{D_1}{R_c - g}$$

Soit, si le dividende est constant pour une période indéterminée :

$$V_{action} = \frac{D}{R_c}$$

Soit, si la société prévoit de verser des dividendes dont le montant serait connu à l'avance puis, qu'à partir d'un certain niveau de maturité de l'entreprise, le dividende croîtrait de manière stable. La formule de la valeur de l'action serait donc la suivante :

$$V_{action} = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + R_c)^t} + \frac{D_{n+1}(1 + R_c)^{-n}}{R_c - g}$$

Les deux méthodes d'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires et celle de l'actualisation des dividendes souffrent de la même difficulté, en ce sens que ces dernières supposent l'absence de variation du coût des capitaux propres. De plus ; la méthode de l'actualisation part du postulat que l'entreprise verse des dividendes, or certaines entreprises n'en verse pas. De ce fait, cette méthode est peu adaptée pour ces dernières.

Ainsi, les méthodes intrinsèques d'évaluation des entreprises sont celle des flux de trésorerie disponibles, celle des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires, celle de l'actualisation des dividendes. La première est une méthode indirecte qui nécessite donc de retrancher l'endettement net de trésorerie à la valeur de l'actif économique obtenue. Les deux suivantes sont des méthodes directes, en ce sens que leur calcul donne la valeur des capitaux propres sans retrancher l'endettement nette.

Outre les méthodes d'actualisation précédemment citées, les évaluateurs peuvent également évaluer les entreprises par des méthodes comparatives également appelé la méthode des multiples.

1.1.1.2. La méthode comparative ou la méthode des multiples

Nous pouvons distinguer deux méthodes des multiples principales : la méthode des transactions comparables et la méthode des comparables boursiers. La méthode des multiples, repose sur trois fondamentaux. Tout d'abord, l'entreprise, via cette méthode et à l'instar de la méthode DCF, est évalué globalement, en ce sens que la méthode des multiples cherche à obtenir la rentabilité qui résulte de l'utilisation des actifs et des passifs d'exploitation. Ensuite,

l'évaluateur doit sélectionner un multiple positif pour effectuer son analogie. En effet, il n'y a pas de sens à évaluer une entreprise via un multiple non bénéficiaire. Enfin, la méthode comparative est justifiée si les marchés sont à l'équilibre, autrement dit il est pertinent de réaliser des comparaisons dès lors que le marché est suffisamment efficient pour attribuer la même valeur à des actifs similaires.

Il existe deux catégories de multiple. La première catégorie de multiple concerne ceux qui permettent d'obtenir la valeur de l'actif économique des sociétés comparées. Il s'agit ici de sélectionner un agrégat comptable avant la comptabilisation des frais financiers tel que le résultat d'exploitation (EBIT¹), ou l'excédent brut d'exploitation (EBITDA²). Pour obtenir le multiple, il faut sélectionner l'agrégat de l'entreprise comparable et calculer la part qu'il représente dans l'actif économique de la société comparable. Il faut ensuite appliquer le multiple obtenu à l'agrégat de la société comparée puis y retrancher la part d'endettement net de trésorerie de la société évalué. La seconde catégorie de multiples est celle qui permet d'obtenir directement la valeur des capitaux propres. C'est ainsi le cas des multiples du résultat net (PER³) ou du multiple de la Capacité d'Autofinancement (CAF). Pour les calculs de ces multiples, il faut calculer la part que représente l'agrégat dans la capitalisation boursière de la société comparable. Comme précédemment, le multiple ainsi obtenu est ensuite appliqué au même agrégat de la société comparée. La formule d'obtention du multiple est la suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{V_{cp} \text{ ou } VE}{\text{agrégat comptable}}$$

Le numérateur sera alors V_{cp} , qui traduit la capitalisation boursière, si le dénominateur est un agrégat qui renvoie à un flux permettant de rémunérer seulement les actionnaires. Inversement, si le dénominateur est un flux qui permet de rémunérer l'ensemble des apporteurs de capitaux, alors le dénominateur sera VE qui correspond à la somme de la capitalisation boursière et de la valeur de l'endettement et des intérêts minoritaires de la société comparable.

Il convient par ailleurs de noter que la sélection d'un seul pair n'est pas suffisante pour obtenir un coefficient significatif. En effet, le multiple d'une seule entreprise ne saurait à lui seul permettre d'évaluer une autre entreprise. Pour la sélection de comparable, Palepu & al. (2000) estiment que les sociétés doivent disposer de caractéristiques financières et opérationnelles similaires. C'est pourquoi l'évaluateur doit sélectionner plusieurs entreprises sur la base d'un ou plusieurs critères. Ainsi, l'évaluateur pourra sélectionner les pairs en

¹ *Earnings before interest and taxes* en anglais

² *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* en anglais

³ *Price earning ratio* en anglais. Il correspond à la capitalisation boursière de l'entreprise sur le résultat net de cette dernière

fonction du secteur d'activité, de la taille, de la croissance attendu, du risque... Les coefficients obtenus doivent par la suite être fusionnés pour n'en former qu'un seul. Pour cela, l'évaluateur peut réaliser une moyenne, arithmétique ou harmonique, des coefficients obtenus, ou bien prendre la médiane de ces coefficients. La formule pour calculer la valeur des capitaux propres de la société comparée est alors l'une des formules suivantes :

$$V_{cp} = Multiple_{VE} \times \text{agrégat concerné de la société comparée} - Dette_{société}$$

$$V_{cp} = Multiple_{cp} \times \text{agrégat de la société concernée}$$

Outre les multiples d'agrégats comptables, il existe également la méthode des multiples de transactions. Cette méthode consiste à sélectionner un ensemble de transactions comparables concernant la cession du contrôle d'une entreprise pour obtenir le prix de la société comparée. La fiabilité des multiples de transactions est dépendante de la qualité de l'information disponible concernant les transactions comparées, en ce sens qu'il peut être difficile pour l'évaluateur de s'assurer que les transactions comparables le sont réellement.

La méthode des multiples, que cela soit celle des agrégats comptables ou des transactions, a pour avantage d'être simple d'utilisation. En effet, celle-ci ne nécessite pas la réalisation d'un plan d'affaire ni de calcul d'un taux d'actualisation qui peut s'avérer périlleux. Toutefois, la méthode des multiples souffre, à l'instar de la méthode DCF, de la subjectivité de l'évaluateur. En effet, l'évaluateur finira toujours par obtenir des firmes qui sont différentes de la société qu'il compare. Pour pallier, cela il effectue lui-même des ajustements pour que les comparables collent peu ou prou avec la société comparée. La part de subjectivité de la part de l'évaluateur est également présente dans le choix des multiples.

La méthode comparative consiste donc à sélectionner des multiples, relatifs soit à l'actif économique soit aux capitaux propres, parmi une sélection de pairs et d'appliquer le coefficient obtenu à la société comparée. Ce multiple peut également être obtenu en fonction d'une sélection de transaction comparable.

Simple d'utilisation, la méthode des multiples est également appliquée au sein de la méthode patrimoniale qui peut faire appel à cette dernière ainsi qu'à la méthode DCF pour évaluer séparément chacun des actifs d'une société pour obtenir un Actif Net Réévalué (ANR) qui constitue l'une des méthodes pour évaluer une société selon une approche patrimoniale. C'est notamment le cas lors de l'évaluation de sociétés qui détiennent des filiales.

1.1.1.3. La méthode patrimoniale

La dernière méthode pour évaluer une entreprise est la méthode patrimoniale. Celle-ci

consiste à évaluer chaque actifs et passifs de la société auxquels l'évaluateur soustrait ensuite à la somme obtenu des actifs et passifs évalués la valeur des dettes pour parvenir à un actif net réévalué. En effet, les valeurs inscrites dans les bilans de sociétés peuvent ne pas correspondre à la valeur réelle de l'actif ou du passif. Ça peut ainsi être le cas de la marque, du Fonds de commerce ou encore d'un immeuble. L'évaluation par la méthode patrimoniale passe par plusieurs étapes. Au préalable, il faut calculer un Actif Net Comptable (ANC). Le calcul de l'ANC nécessite d'effectuer différents retraitements. Tout d'abord, il faut supprimer les actifs fictifs car ces derniers n'ont pas de valeur patrimoniale. Ensuite, il faut inclure les dividendes à verser dans les dettes. Il en va de même pour les provisions pour risques et charges à moins que ces dernières ne soit pas ou plus justifiées, auquel cas il faudra les additionner aux capitaux propres. Enfin, les écarts de conversion passifs doivent être rattachés aux fonds propres et les écarts de conversion actifs doivent demeurer en actif réel exception faite de la part de provision pour perte de change. L'ANC calculé, l'évaluateur doit ensuite réévaluer les actifs pour obtenir un Actif Net Réévalué. Les méthodes utilisées pour réévaluer les actifs peuvent différer en fonction de la nature dudit actif. Nous pouvons recenser quatre approches pour valoriser un actif :

- L'approche par la valeur de marché ;
- L'approche par la valeur de cotes ou d'argus ;
- L'approche de l'actualisation des flux ;
- L'approche par comparaison.

Après la réévaluation il est possible qu'il faille prendre en compte la fiscalité latente qui peut résulter de différents éléments. Elle peut provenir de la réévaluation des postes du bilan. En effet, si les biens sont supposés être cédés, alors il y aura création d'une fiscalité latente du fait d'une plus ou moins-values qui s'obtient par la différence entre la valeur réévalué du bien et sa valeur net comptable (VNC). De ce fait, les actifs immobilisés d'exploitation ne créent pas de créances fiscales car, quand bien même il y aurait une plus-value, le bien ne sera pas cédé. Cependant, il y a fiscalité latente lors de la constatation, après réévaluation ; de plus ou moins-values sur les actifs et passif à céder non nécessaires à l'activité, les moins-values des actifs immobilisés nécessaire à l'exploitation, qui demanderont la comptabilisation d'une dépréciation qui influera alors sur le compte de résultat créant ainsi une dette fiscale latente, et les plus et moins-values sur les actifs circulant qui sont, par définition, cédés à la fin de l'exercice. La fiscalité latente peut également être la résultante de l'existence de déficits fiscaux ou de certains postes de capitaux propres. Effectivement, si l'entreprise peut être amené à payer

moins d'impôts sur les prochains résultats bénéficiaire lorsque cette dernière a auparavant engrangé des déficits, il n'en demeure pas moins que certains postes des capitaux propres ne bénéficient pas de la libération de l'impôt. C'est le cas des provisions réglementées, des subventions d'investissements, et des amortissements dérogatoires. Enfin, la suppression des actifs fictifs crée aussi de la fiscalité latente puisque la suppression de ces derniers revient à amortir le bien dans sa totalité générant alors une économie d'impôts par augmentation fictive des charges. Le Tableau 1 synthétise les postes du bilan qui subissent une fiscalité latente.

Tableau 1 : synthèse de la fiscalité latente (Guyvarc'h et al., 2019)

Postes	Traitement
Plus-values sur actifs à céder non nécessaire à l'exploitation	Dette fiscale = PV × Taux imposition%
Moins-values sur actifs à céder non nécessaire à l'exploitation	Créance fiscale = MV × Taux imposition %
Plus-values sur actif immobilisé d'exploitation	Pas de fiscalité car demeure dans l'exploitation
Moins-values sur actif immobilisé d'exploitation	Créance fiscale = MV × Taux imposition %
Plus-values sur actif circulant d'exploitation	Dette fiscale = PV × Taux imposition %
Moins-values sur actifs circulant d'exploitation	Créance fiscale = MV × Taux imposition %
Déficit fiscale	Créance fiscale = Déficit fiscale × Taux imposition %
Actifs Fictifs	Créance fiscale = VNC × Taux imposition%

Se pose alors la question de l'évaluation du fonds de commerce. En effet, les entreprises commerciales disposent en principe d'un fonds de commerce. Ce dernier, bien que pouvant être absent des comptes, peut être valorisé. Il existe deux méthodes pour le valoriser. Soit l'évaluateur utilise le barème de l'administration fiscale. Ce barème préconise, majoritairement, d'évaluer le fonds de commerce en fonction du % du chiffres d'affaires hors taxe du secteur d'activité dudit fonds de commerce. Soit, indirectement, par le calcul d'un goodwill ; celui-ci correspond à la différence entre la valeur des fonds propres et le montant de ces derniers investis. Si les premiers sont supérieurs aux seconds, nous parlons alors d'un badwill. Il y a goodwill dès lors que la rentabilité de l'entreprise dépasse les attentes des investisseurs eu égard aux actifs intangibles dont elle dispose. Le goodwill correspond à la valeur actualisée de la tente qui correspond aux surplus de résultat. Sa formule est la suivante :

$$GW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Rente_t}{(1 + R_{gw})^t}$$

La rente correspond à la différence entre le résultat prévisionnel associé (RPA) et le résultat prévisionnel théorique (RPT). Le RPT renvoie au résultat attendu des actifs tangibles de la société. Pour le calcul de celui-ci, il faut d'abord mettre en évidence les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE). La formule de calcul du RPT est la suivante :

$$RPT = CPNE \times \text{taux de rémunération des CPNE}$$

Les CPNE se calculent ainsi :

$$\begin{aligned} CPNE = & \text{actifs immobilisés réévalué d'exploitation} \\ & + \text{Besoin en Fond de roulement d'exploitation} \\ & + \text{trésorerie d'exploitation} + \text{crédit} - \text{bail} + \text{grosses réparations} \end{aligned}$$

Guyvarc'h & al. (2019) retiennent comme taux de rémunération le coût du capital.

Le RPA correspond quant à lui au résultat courant avant déduction des intérêts d'emprunt net d'impôt.

Le taux d'actualisation de la rente (R_{gw}) correspond au CMPC légèrement majoré car les rentes sont plus aléatoires que les RPA.

Dans le cas où les rentes seraient constantes sur une période déterminée de n années alors le calcul du Goodwill serait le suivant :

$$GW = Rente \times \frac{1 - (1 + R_{gw})^{-n}}{R_{gw}}$$

Nous pouvons aussi citer la méthode des anglo-saxons qui suppose que la rente soit constante sur un horizon infini. La formule est alors la suivante

$$GX = \frac{Rente}{R_{gw}}$$

Guyvarc'h & al. (2019) estime que ce mode de calcul n'est pas valable dans les faits car la rente reflète « *les résultats futur qui trouveront leurs origines dans les actifs intangibles de l'entreprise* ». D'où la nécessité de borner l'horizon car rien ne dit que lesdits actifs continueront indéfiniment de générer des résultats.

Quoiqu'il en soit la Valeur des capitaux propres selon la méthode patrimoniale en tenant compte du goodwill est la suivante :

$$V_{cp} = ANR + GOODWILL$$

La méthode patrimoniale s'utilise aisément pour les entreprises dont la valeur stratégique est nulle et pour celles qui disposent d'actifs présent sur un marché secondaire. Elle est cependant peu adaptée pour les entreprises qui dépendent principalement de leurs flux

futurs. De plus, sa mise en œuvre est conséquente puisqu'il faut réévaluer chaque actif.

La valeur d'une entreprise peut ainsi être évaluée par la méthode patrimoniale qui consiste à mettre en exergue un actif net réévalué qui comprend l'actif net comptable auquel nous y ajoutons les réévaluations des actifs et passifs qui composent l'entreprise avec la fiscalité latente qui en découlent. Afin de prendre en compte la valeur des actifs intangibles, l'évaluateur peut ajouter à l'ANR le Goodwill de l'entreprise si goodwill il y a.

En théorie, il existe donc principalement 3 catégories de méthodes pour l'évaluation d'une entreprise : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, la méthode des multiples, et la méthode patrimoniale. Chacune possède des avantages et des inconvénients qu'il convient de prendre en compte selon le type d'entreprise que l'évaluateur souhaite valoriser afin que l'évaluation soit la plus pertinente. Nous pouvons, dans une moindre mesure, citer la valorisation optionnelle qui consiste en l'évaluation des capitaux propres par comparaison à une option d'achat ou encore la valorisation par les cours de bourse. Nous ne développerons pas outre mesure ces méthodes d'évaluation car, comme nous le préciserons plus bas, ces méthodes ne sont peu voire pas du tout utilisées par les évaluateurs.

1.1.2. La pratique de l'évaluation d'entreprise

La littérature fourmille de travaux sur la valorisation que cela soit sur l'usage des méthodes (3.1.2.1.) ou sur la précision de ces dernières (3.1.2.2.).

1.1.2.1. Le choix de la méthode d'évaluation et leur application pratique

Nous avons vu précédemment la théorie concernant l'application des méthodes d'évaluation. Mais qu'en est-il de la pratique ? De nombreuses études portent sur ces dernières et leur usage par les évaluateurs.

Concernant les méthodes utilisées, Olivier & Schatt (2014) réalise une étude sur l'évaluation des entreprises par des indépendants dans le cadre OPA. En effet, depuis 2006, dès lors qu'il peut y avoir un conflit d'intérêt entre l'acquéreur et la cible, un évaluateur indépendant est tenu de réaliser une évaluation de la société cible. Leurs résultats montrent que les principales techniques utilisées pour évaluer les entreprises sont la méthode DCF (68 sur 77 OPA), la méthode de multiples (64 sur 77 OPA), et la méthode des transactions comparables (47 sur 77 OPA). Ces travaux complètent ceux de Roosenboom et Thomas. (2007) et Roosenboom (2012) qui, sur un échantillon de 228 Introduction en Bourse (IPO) française de

1990 et 1999, montrèrent déjà que les évaluateurs utilisaient la méthode des multiples, celle de l'actualisation des dividendes, et celle de l'actualisation de flux de trésorerie avec une plus grande préférence pour la première. De plus, ils ajoutent plusieurs explications quant à l'usage de ces méthodes. Effectivement, selon eux, le choix de la méthode est fonction du contexte industrielle, des spécificités de la société évaluée et des conditions du marché boursier. Ainsi, les entreprises dont les retours boursiers sont faibles ou celles qui aspirent à verser des dividendes dans un avenir proche sont plus souvent évaluées selon la méthode DDM. Il en allait de même pour les sociétés plus anciennes. A contrario, les entreprises du secteur technologique étaient plus susceptibles d'être évalués selon la méthode des multiples car il semblerait que les opportunités de croissance de l'époque de ces sociétés faciliteraient la valorisation par analogie. De même, les entreprises dont les prévisions de rentabilité pour l'exercice en cours étaient relativement importantes étaient principalement évaluées sous le prisme de la méthode des multiples. Ces auteurs ajoutent également que les nouvelles entreprises sont évalués avec la méthode DCF car la jeunesse de ces dernières restreint l'usage de la DDM et de la méthode des comparables. En effet, les jeunes entreprises versent très rarement des dividendes dans les années qui suivent leur création. En outre, leur nouveauté rend bien souvent difficile la sélection de comparables. Demirakos et al.(2010) montrent de surcroît que la méthode DCF est plus utilisée, au Royaume-Uni, pour les entreprises de petites tailles, les entreprises présentant des risques importants et les sociétés déficitaires. Deloof & al. (2009) effectuent également un recensement des méthodes d'évaluation utilisées mais cette fois-ci sur des IPOs de l'Euronext Brussels. Sur leur échantillon de 49 IPOs, ils mettent également en évidence que la méthode DCF et la méthode des comparables sont les méthodes les plus utilisées par les banques d'investissements qui effectuent les évaluations. Toutefois, contrairement à Roosenboom et Thomas. (2007) et Roosenboom (2012), Deloof & al. montrent que les évaluateurs utilisent plus largement la méthode DCF concernant les entreprises de l'Euronext Brussels que la méthode des multiples cette dernière permettant principalement de valider les résultats obtenus par la première.

Concernant l'application de ces méthodes, la littérature se focalise principalement sur la façon dont la méthode des multiples est utilisée par les évaluateurs. En effet, l'usage de la méthode DCF varie autant qu'il y a d'évaluation puisque que la détermination d'un taux d'actualisation est intrinsèquement liée à l'entreprise évalué. Ainsi la recherche regorge de travaux sur la façon dont est utilisé la méthode des comparables. Ainsi, Lie & Lie (2002) montrent que sur un échantillon de 8 621 entreprises évalués selon la méthode des comparables, les multiples les plus utilisées sont le PER, l'EBITDA, et l'EBIT. Ces résultats sont confirmés

par nombres autres études (Bellier Delienne & Bour, 2007; Chastenet & Jeannin, 2007; Harbula, 2009; Bancel & Mitoo, 2013). Toutefois, si Olivier & Schatt (2014) trouvent également que l'EBITDA et l'EBIT sont les multiples les plus utilisées pour évaluer les entreprises sujettes à des OPAs. Ils trouvent également que le PER n'est que très peu utilisé à l'instar du multiple *Valeur d'entreprise/chiffres d'affaires*. Le choix des multiples de l'EBITDA, de l'EBIT, et du PER n'est pas dénué de logique. En effet, le premier permet d'occulter les frais financiers des entreprises qui peuvent différer l'une de l'autre ainsi que la façon dont sont amorties les immobilisations. Le deuxième, quant à lui ne prend simplement pas en compte la structure financière de l'entreprise. En ce qui concerne le PER, sa relative fréquente utilisation est probablement due à sa simplicité de calcul. Damodoran (2006) ajoute par ailleurs ceci. Bien que les multiples de résultat, de la valeur comptable ou des ventes puissent être appliqués à toutes les entreprises, certains multiples sont uniques à certains secteurs. Ce fut ainsi le cas lorsque des sociétés du secteur de l'internet émergèrent. Effectivement, ces dernières avaient des résultats négatifs et des ventes et des valeurs comptables plus que négligeable. Pour pallier ces difficultés dans la sélection de multiples comparables, les évaluateurs calculèrent le ratio entre la valeur de marché de la société et le nombre de clic généré par le site internet de la société. Ainsi, les sociétés dont la valeur de marché par nombre de visite étaient les entreprises les moins évalués. De même, pour les sociétés de câble dont le calcul pour les évaluer était la valeur de marché sur le nombre de clients.

En ce qui concerne la sélection des pairs, Paleari & al (2014) ont réalisé une étude quant à la sélection des pairs dans le cadre d'IPO. Dans leur étude, les pairs ont été sélectionnés de deux façons. D'une part ce sont les sociétés d'assurance en charge de l'évaluation qui sélectionnaient les pairs, d'autre part, les pairs étaient choisis selon une méthode alternative. Cela pouvait être par des algorithmes ou par d'autres évaluateurs. Ils trouvent que les assureurs excluent constamment les sociétés qui pourraient faire paraître la société comme étant survalorisée. Ces assureurs obtiennent de surcroît des multiples de valorisation supérieurs à ceux obtenus via la sélection des pairs alternatifs. Les comparables peuvent aussi être trouvés via des ratios (Bhojraj & Lee, 2002). En effet, ces auteurs montrent que les pairs sélectionnés sont bien plus pertinents si les évaluateurs les choisissent par le biais de ratio et notamment celui de la valeur d'entreprise sur les ventes ou du « *price-to-book*⁴ » ratio.

Les méthodes les plus utilisées sont donc la DCF, la méthode des comparables et la

⁴ Capitalisation boursière/capitaux propres comptables

DDM (E. G. Demirakos et al., 2004; Chastenet & Jeannin, 2007; Roosenboom & Thomas, 2007; Deloof et al., 2009; Roosenboom, 2012; Bancel & Mitoo, 2013; Olivier & Schatt, 2014). Les multiples d'EBITDA, d'EBIT, et du PER sont les plus utilisés bien que l'usage de ce dernier semble varier selon les pays. En outre, certaines entreprises sont évaluées à l'aune de multiples spécifiques aux caractéristiques desdites sociétés comme pour les sociétés du secteur de la technologie. La sélection de pair peut être, de surcroît, fonction des évaluateurs eux-mêmes ou encore de méthode de sélection via des ratios. Toutefois, parmi ces méthodes et leur application, il reste à savoir lesquelles sont fournissent les résultats les plus pertinents ; en ce sens quelles méthodes permettent d'obtenir une valorisation la plus proche du prix proposé.

1.1.2.2. Les facteurs de précision des méthodes d'évaluation et la détermination du prix

Crosby (2000) traduit la précision d'une évaluation comme la capacité qu'a une évaluation à identifier correctement la cible, en ce sens la capacité à estimer le plus précisément le prix d'une société. Il ajoute que la précision d'une évaluation est influée par « *la différence entre l'évaluation et le prix de vente* » fourni par le marché qui supposé représenter la valeur intrinsèque de l'action d'une entreprise. La méthode, les comparables, ou encore les multiples sont des facteurs amélioration de la pertinence d'une évaluation.

Concernant la méthode d'évaluation, la méthode DDM est, dans l'ensemble, assez peu efficace. En effet, Penman & Sougiannis (1998) trouve que celle-ci fournit des résultats bien moins pertinent que la méthode DCF. Quant à Francis et al (2000), ils mettent en évidence que, parmi la DDM, la DCF et la méthode des résultats anormaux actualisés⁵, la DDM est celle qui performe le moins bien. Enfin, Deloof et al (2009) trouve que la méthode DDM a tendance à sous évaluer les entreprises. Kaplan & Ruback (1995) trouve que la méthode DCF et la méthode des comparables fournissent des résultats aussi précis l'une que l'autre.

Concernant les comparables, les critères de l'industrie de la profitabilité, de la croissance et du risque des entreprises sont autant de variables à prendre en compte pour obtenir des comparables permettant une évaluation des plus précises (Alford, 1992; Cheng & McNamara, 2000; Bhojraj & Lee, 2002). Alford (1992) précise par ailleurs que le critère de l'industrie pour sélectionner les comparables gagne en efficacité pour les entreprises de grande taille. De plus, la sélection des comparables sur la base de ratio de performance améliore la pertinence des résultats. Astolfi et al (2014) disent que l'usage de ratios « *de performance pour*

⁵ *Discounted abnormal earning* en anglais

sélectionner les sociétés les plus comparables, au sein d'un groupe de pairs sectoriels, est de nature à améliorer la pertinence de la méthode dans le cas de certains multiples : le taux de rentabilité des capitaux employés pour les multiples de capitaux employés, le taux de marge d'exploitation sur chiffre d'affaires pour les multiples de chiffre d'affaires ; le taux de croissance anticipé des résultats (Ebitda ou Ebit) pour les multiples de résultats». Dans une moindre mesure, le choix des comparables par des professionnels plutôt que par des algorithmes tend à améliorer la précision de l'évaluation.

En ce qui concerne les multiples, ceux de résultats prévisionnels fournissent une évaluation plus précise que les multiples de résultats historiques (Astolfi et al., 2014; Deloof et al., 2009; Keun Yoo, 2006; Lie & Lie, 2002; Nissim et al., 2002). L'usage de multiples prévisionnels tend également à améliorer la précision de l'évaluation lorsque l'agrégat en question est le PER (Deloof et al., 2009; M. Kim & Ritter, 1999; Lie & Lie, 2002). Alford (1992) trouve que le multiple historique d'EBITDA semble plus pertinent que l'EBIT. Par ailleurs, quant aux multiples historiques, Keun Yoo (2006) trouve que l'usage combiné de plusieurs multiples historiques réduit les erreurs d'évaluation comparativement aux évaluations se reposant sur un seul multiple historique. Cela laisse penser qu'un multiple seul manque d'information sur l'entreprise comparée et que plusieurs multiples permettent de combiner les informations. Il trouve également que l'usage de multiples prévisionnels et de multiples historiques combinés conduit à une évaluation plus imprécise que l'usage d'un multiple prévisionnel de résultat. Enfin, il est préférable de mettre en œuvre une moyenne harmonique pour calculer le multiple synthétique plutôt que la médiane ou la moyenne arithmétique (Astolfi et al., 2014; Nissim et al., 2002) ce dernier étant le multiple utilisé lorsque plusieurs multiples ont été calculées sur la base du même agrégats pour plusieurs entreprises. Astolfi et al

Concernant les valorisations de manière globale, il semblerait que les évaluations soient moins précises pour les entreprises qui disposent d'actifs incorporels importants (Lie & Lie, 2002). Ceci pourrait s'expliquer, selon les auteurs, par le fait que les évaluateurs ne perçoivent pas complètement le potentiel de croissance associé à ces actifs. Kim & Ritter (1999) mettent en avant le fait que les erreurs de valorisation lors d'IPO sont moins importantes lorsqu'il s'agit d'évaluer une ancienne société.

Il n'est pas rare que les évaluateurs utilisent plus d'une méthode pour évaluer les entreprises (Demirakos et al., 2004; Roosenboom & Thomas, 2007; Deloof et al., 2009; Roosenboom, 2012; Olivier & Schatt, 2014). Dans ces cas-là, les évaluateurs donnent alors plus ou de moins de valeur à une méthode pour obtenir une valorisation la plus précise possible. Yee (2004) propose d'extraire une valeur supérieur en se basant sur la théorie de Bayes (Bayes,

1763; Barnard & Bayes, 1958) ou la « *Delaware Block method* » qui est une méthode utilisée par les tribunaux américains afin d'estimer la juste valeur lors d'une évaluation par le biais d'une moyenne pondérée des différentes évaluations à la disposition des tribunaux. Pour ce faire, il propose d'effectuer une moyenne pondérée avec toutes les évaluations disponibles. Il ajoute également que, si une méthode paraît plus précise qu'une autre alors le poids de celle-ci dans la moyenne doit être plus important. Ainsi, Roosenboom et Thomas (2007) montrent que les évaluateurs donnent plus de poids à la méthode des multiples pour les entreprises du secteur technologique relativement rentable et au potentiel de croissance important. Ils estimaient également que le poids de la méthode DCF était plus important lors de période d'euphorie des marchés. Ils partaient du postulat que l'euphorie des marchés rend les hypothèses de flux de trésorerie et des taux d'intérêts employés dans la méthode plus plausible. Or, leurs résultats montrent que l'importance de la méthode DCF n'est que très peu influencée par les conditions de marchés.

Dans une moindre mesure nous pouvons mentionner le prix proposé après une évaluation. Il convient cependant de distinguer le prix lors d'une OPA et le prix lors d'une IPO. Lors d'une Opa, il y a la volonté d'acquérir les actions d'une autre société. Afin d'inciter les détenteurs à céder leurs actions, l'entreprise initiatrice doit proposer un prix supérieur aux cours actuels. Concernant le prix lors d'OPA, Olivier & Schatt (2014) trouvent que lorsque les évaluateurs utilisent en méthode DCF en fournissant une valeur basse, une valeur moyenne, et une valeur haute, alors la valeur obtenue est considérablement supérieure à la valeur mise en avant par les acquéreurs. Ils ajoutent que cette différence s'explique par le fait que, dans le cadre d'OPA, bien souvent, l'initiateur détient déjà la cible. Cette détention peut pousser l'acquéreur à sous-valoriser la cible afin de payer les actions à un prix moindre. Dans le cadre d'un IPO, c'est l'inverse. En effet, lors d'une introduction en bourse, la société aspire à obtenir un maximum de fonds, d'où l'appellation d'appel public à l'épargne. Ainsi, pour parvenir à leurs fins, les initiateurs d'IPO tendent à proposer leurs actions à un prix moins important que celui obtenu par l'évaluation. (Roosenboom, 2012; Roosenboom & Thomas, 2007). Deloof et al (2009) trouvent quant à eux que la méthode DDM est la méthode qui se rapproche le plus du prix initial. Ils justifient cette proximité du fait que la méthode DDM tend à sous-évaluer l'entreprise et qu'il est donc normal que l'évaluation soit la plus proche du prix initial. Roosenboom & Thomas (2007) ajoutent que la baisse du prix par rapport à la valeur extraite lors de l'évaluation est moins importante cette dernière est effectuée par des évaluateurs réputés. Il en irait de même pour les entreprises dont les prévisions de rentabilité sont positives. En outre, la baisse de prix serait positivement corrélée avec l'incertitude de l'évaluation.

La précision des évaluations est multifactorielle. Tout d'abord; la méthode DCF et celle des multiples sont celles qui fournissent les évaluations les plus précises. Concernant la méthode des multiples, la sélection de comparables sur la base de ratios de performance et sur le critère de l'industrie permet d'affiner la précision de la méthode. De même, l'usage des multiples d'EBITDA et D'EBIT et, a fortiori, l'utilisation de multiples de résultats prévisionnels tendent à améliorer la méthode des multiples. Ensuite, la création d'une moyenne harmonique dans le cas d'une comparaison avec les multiples de plusieurs entreprises optimise la pertinence du multiple synthétique obtenu. Enfin, pour créer une valeur supérieure, il est préférable de faire appel à différentes méthodes d'évaluation et de réaliser une moyenne en donnant plus ou moins de poids suivant la pertinence des méthodes. Toutefois, quel que soit la méthode d'utilisation utilisée, le prix initial sera supérieur à la valorisation dans le cadre d'une OPA et inférieur dans le cadre d'une introduction en bourse.

Comme nous l'avons la comparabilité est un facteur important pour pouvoir fournir une évaluation la plus précise possible. Les normes IFRS ont pour ambition d'accroître cette comparabilité.

1.2. Les normes IFRS et la pratique de l'évaluation d'entreprises

L'amélioration de l'information comptable et de la comparabilité a toujours été un enjeu majeur dans le cadre de la finance d'entreprise qui repose principalement sur ces deux éléments. L'International Accounting Standards Board (IASB) aspire à remplir ces objectifs. Pour ce faire, ils ont élaborés des règles comptables internationales appelés IFRS, autrefois International Accounting Standards (IAS). Les normes IFRS proposent des méthodes comptables qui leurs sont propres et qui peuvent plus ou moins différer des normes nationales des pays. Cette unicité dans les méthodes peut dès lors influencer les méthodes d'évaluation. Afin d'étudier plus en détails ce phénomène, nous aborderons dans un premier temps l'adoption des normes IFRS en France (2.3.1). Dans un second temps, nous aborderons les effets des normes en elles-mêmes sur les comptes consolidés en France et comment cela peut modifier les évaluations des entreprises (2.3.2).

1.2.1. Les IFRS en France

Les prémices des normes internationales datent de 1971 (De George et al., 2016) pourtant ces dernières n'ont été rendues obligatoires en France qu'en 2005. En effet, le règlement européen (CE) n°1606/2002⁶ oblige les sociétés cotées en bourse à établir leur compte consolidés eu égard aux normes IFRS. La consolidation consiste à donner une image la plus fidèle d'un groupe de société. Le code de commerce ne définit pas clairement le groupe de sociétés cependant il précise dans son article L233-16 que « *les sociétés commerciales établissent et publient chaque année... des comptes consolidés ainsi qu'un rapport sur la gestion du groupe, dès lors qu'elle contrôle de manière exclusive ou conjointe une ou plusieurs entreprise* ». Ce même article définit le contrôle exclusif comme « *la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise* » ou la capacité qu'à une entreprise à nommer la majorité des membres des organes de direction ou encore « *le droit d'exercer une influence dominante* ». Le contrôle conjoint est quant à lui définit comme « *le partage du contrôle d'une entreprise exploitée en commun par un nombre limité d'associé* ». L'obligation de consolidation concerne les entreprises qui dépassent aux moins deux des trois critères suivants : 24 million de total bila, 48 millions de chiffres d'affaire, et un effectif de 250 salariés. Ainsi, dès lors qu'une société cotée dépasse au deux de ces trois seuils alors elle doit établir des comptes consolidés en respectant les normes IFRS. De plus, l'article L233-24 du

⁶ Cf (Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, 2002)

Code de commerce accorde la possibilité aux sociétés non cotées d'établir leurs comptes consolidés suivant le référentiel IFRS. Le tableau 2 synthétise les règles applicables concernant l'établissement des comptes sociaux et des comptes consolidés en France.

Tableau 2 : Synthèse normes IFRS en France

	Règles françaises		Normes IFRS	
	Comptes sociaux	Comptes consolidés	Comptes sociaux	Comptes consolidés
Sociétés cotées	Obligatoires	Interdites	Interdites	Obligatoires
Sociétés non cotées	Obligatoires	Obligatoires sauf option IFRS	Interdites	Possibles sur option

Dès 2005 les sociétés cotées en France qui établissent leurs comptes consolidés ont dû le faire en respectant le référentiel IFRS mais ce passage aux IFRS n'a pas été nécessairement bien accueilli. Raffournier (2007) recense les critiques émises par les acteurs financiers français concernant les normes IFRS. Il met en évidence D'une part des critiques techniques notamment concernant la surutilisation de la « *juste valeur* » qui correspond au prix de vente si l'actif devait être cédé, le fait que les normes IFRS sont principalement utilisées pour combler les investisseurs, ou encore que la volatilité quant aux résultats et aux capitaux propres. D'autre part, il met en avant des critiques politiques concernant la souveraineté politique de l'UE. En effet, les normes IFRS sont le fruit d'un organisme privé et certains déplorent que l'Union Européenne ne se soit pas fait l'acteur principal d'une harmonisation des normes comptables au sein de l'UE. Outre, les travaux de Raffournier (2007) sur les critiques entourant les normes IFRS, Barbu et Piot (2012) ont réalisé une étude qualitative auprès de 139 groupes français. Ils mettent en avant que les normes IFRS sont plus perçues comme une façon « *d'asseoir la légitimité* » d'une entreprise que comme un « *levier de performance économique* ». Pourtant, l'adoption des normes IFRS ne cesse d'augmenter. En effet le tableau 3 montre que le pourcentage d'entreprise ayant adopté les normes IFRS a considérablement augmenté depuis 1999 pour atteindre, en 2016, 70,2%

Tableau 3 : Normes comptables appliquées par les entreprises publiques françaises (Poretti et al., 2022)

Année	Normes françaises	%	Normes IFRS	%	Total
1999	306	99,7 %	1	0,3 %	307
2000	480	98,6 %	7	1,4 %	487
2001	536	99,4 %	3	0,6 %	539
2002	625	99,2 %	5	0,8 %	630
2003	672	98,7 %	9	1,3 %	681
2004	690	96,8 %	23	3,2 %	713
2005	337	44,1 %	428	55,9 %	765
2006	259	32,9 %	528	67,1 %	787
2007	279	34,1 %	539	65,9 %	818
2008	276	33,2 %	556	66,8 %	832
2009	259	32,2 %	545	67,8 %	804
2010	235	30,3 %	540	69,7 %	775
2011	237	30,5 %	539	69,5 %	776
2012	239	31,2 %	527	68,8 %	766
2013	232	30,4 %	530	69,6 %	762
2014	230	30,5 %	524	69,5 %	754
2015	213	28,9 %	524	71,1 %	737
2016	217	29,8 %	511	70,2 %	728
TOTAL	6322	49,6 %	6339	49,7 %	12751
1999–2004	3309	98,6 %	48	1,4 %	3357
2005–2016	3013	32,4 %	6291	67,6 %	9304

Note : 1 : ne sont pas inclus les entreprises étrangères cotées sur Euronext et l'établissement du secteur de la finance

Enfin, plusieurs études se sont intéressées à la gestion du résultat post-IFRS. La gestion du résultat est un terme utilisé pour décrire les décisions comptables qui peuvent affecter les

résultats des états financiers. Cette pratique peut être mal vue par les financiers car elle contribue à la perte de qualité de l'information comptable. Jeanjean et Stolowy (2008) ont réalisé une étude sur la gestion du résultat des entreprises ayant adoptés les normes IFRS en Australie, en France, et en Grande-Bretagne. Ils trouvèrent que, non seulement la pratique n'a pas diminué mais qu'elle aurait même augmenté en France.

Les normes IFRS sont donc une obligation pour les entreprises cotées qui établissent des comptes consolidés. Toutefois, elles sont souvent décriées par les acteurs financiers français et notamment concernant l'évaluation des actifs à la « *juste valeur* ». De plus, la gestion du résultat semble avoir augmenté depuis l'adoption des normes IFRS. Ces éléments ont des conséquences directes sur la pratique de l'évaluation des entreprises.

1.2.2. L'impact des normes IFRS sur la pratique de l'évaluation d'entreprise

Les normes IFRS peuvent considérablement changer la façon dont les entreprises réalisent leur comptabilité. Ces changements comptables peuvent avoir des conséquences sur la pratique de l'évaluation de l'entreprise. Dans cette partie nous verrons, dans un premier temps, les effets involontaires de l'adoption des normes IFRS et leurs impacts sur la pratique de l'évaluation d'entreprise (2.3.2.1), puis, dans un second temps, nous mettrons en lumière les effets attendus de la part de l'IASB et plus particulièrement l'impact de l'adoption des normes IFRS sur la comparabilité des entreprises (2.3.2.2)

1.2.2.1. Les effets involontaires de l'adoption des normes IFRS sur la pratique de l'évaluation d'entreprise

Comme nous avons pu le préciser, l'adoption des normes IFRS peut influencer la pratique de l'évaluation des entreprises. Si nous revenons à l'évaluation des actifs à la « *juste valeur* », cette pratique fournie par IFRS a permis aux entreprises de revaloriser leur actif à la « *juste valeur* ». Cette valorisation doit par la suite être régulièrement réestimée eu égard aux aléas du marché économique. Cette revalorisation pourrait influencer la méthode patrimoniale qui consiste à évaluer les actifs et passifs d'une entreprise. Outre la méthode patrimoniale, la méthode DCF pourrait également être affectée par le passage aux normes IFRS. En effet, Li (2010) montre que le passage aux IFRS a entraîné une baisse du coût des capitaux propres, baisse qui affecterait principalement les sociétés qui ont été contraintes d'adopter les normes IFRS. Cette influence sur le coût des CP pourrait déteindre sur l'évaluation selon la méthode DCF puisque cette dernière, pour calculer le CMPC, prend en compte le coût des capitaux

propres. Cela étant dit, le CMPC augmente après l'adoption des normes IFRS et cette augmentation du CMPC est d'autant plus importante pour les entreprises qui ont été contraintes d'adopter le référentiel IFRS (Daske et al., 2008). Par ailleurs le coût de la dette, qui permet également de calculer le CMPC est également modifié par l'adoption des normes IFRS. En effet, les adoptants volontaires des normes IFRS subissent une baisse du coût de la dette (J.-B. Kim et al., 2011). De plus, l'endettement des sociétés après adoption des normes IFRS diffère puisque les normes comptables IFRS en elles-mêmes modifient l'endettement. Nous pouvons citer IFRS 16 avec la comptabilisation des contrats de location. Effectivement, auparavant, les contrats de location n'étaient pas présents dans le bilan mais dans le compte de résultat avec l'enregistrement en tant que charge du loyer. Dorénavant, les loyers futurs sont comptabilisés dans l'actif et le loyer qui chaque année étaient une charge devient une charge locative et financière. Ce déplacement de la charge vient modifier l'EBITDA ainsi que l'EBIT puisque ces derniers sont calculés avant les charges financières. Dès lors, la valeur d'entreprise de l'entreprise pour le calcul des multiples s'en trouve modifié. Cela a également un impact sur toutes les méthodes de valorisation indirecte. En effet, ces méthodes suppose de retirer à la valeur calculé, que cela soit par les multiples ou par les FTD, la part d'endettement net des sociétés. Or, comme nous l'avons vu, l'endettement financier augmente du fait de la comptabilisation du loyer de location en charge financière. Il ne s'agit d'ailleurs pas là de la seule règle qui puisse impacter l'évaluation des entreprises. L'actualisation des provisions pour risques, la conversion des devises étrangères, le coût de l'endettement lié aux stocks ou le coût d'acquisition des immobilisations corporelles sont des éléments qui influent aussi sur l'évaluation des entreprises après IFRS. Toujours concernant l'endettement des sociétés après IFRS, Naranjo et al (2014) trouvèrent que, après l'obligation d'adoption des normes IFRS, ceux qui ont été contraints de les adopter favorisaient le recours à la dette plutôt que l'augmentation du capital. Ce recours à la dette joue alors sur les frais financiers qui découlent de ladite dette donc, à plus forte raison, sur l'évaluation des entreprises. Par ailleurs, en France le passage aux normes IFRS a contribué, sur les années qui suivirent l'adoption, à l'augmentation de l'endettement financier net (Marchal et al., 2007). Marchal et al. (2007) montrent que l'endettement financier net des entreprises adoptant IFRS a en moyenne augmenté de 16%. Cette augmentation est principalement le fait de la variation de trésorerie notamment du passage des valeurs mobilières de placement en actifs financiers dès lors que leur liquidité est insuffisante ou qu'elles présentent un niveau de risque trop important. Outre l'augmentation de l'endettement financier, le résultat comptable semble aussi avoir augmenté dans les années qui suivirent l'adoption (Lenormand & Touchais, 2009; Marchal et al., 2007). Marchal et al. (2007)

recense ainsi une hausse moyenne de 38% qui est considérablement influencé par la suppression des amortissements d'écart d'acquisition. Ce résultat est tout de même à nuancer. Effectivement, si les auteurs constatent une augmentation globale du résultat, l'ordre d'augmentation n'est pas le même pour toutes les entreprises. Ainsi, les entreprises cotées semblent subir une augmentation plus importante de leur résultat que les entreprises non cotées (respectivement +38% et +15%). Malgré une augmentation moyenne importante du résultat net des entreprises, ces auteurs constatent au contraire une baisse relative des CP (+2%). Ces résultats s'opposent à ceux trouvés par Lenormand et Touchais (2009) qui constatent, eux, une augmentation des capitaux propres quand bien même ils y défalquent l'augmentation du résultat net. Ainsi, les méthodes d'évaluations se reposant sur le résultat net, et plus particulièrement les valorisations qui en découlent, peuvent être affectées par l'adoption des normes IFRS. Cela pourrait particulièrement être le cas lors de l'utilisation de méthodes directes d'évaluations telles que celle de l'actualisation des FTA ou la méthode des multiples via des inducteurs de valeurs comme le résultat net.

Nous avons donc mis en exergue les évolutions induites par l'adoption des normes IFRS. Ces évolutions impliquent particulièrement l'endettement net des entreprises et leur résultat qui peuvent modifier les valorisations obtenues par les méthodes d'évaluation utilisant ces variables. Cependant, ces incidences sont involontaires, en ce sens qu'elles n'étaient pas attendus par l'IASB contrairement à la comparabilité qui, quant à elle, influencera directement les méthodes d'évaluation se reposant sur l'analogie avec d'autres entreprises.

1.2.2.2. L'influence des normes IFRS sur les méthodes comparatives

L'évaluation d'entreprises nécessite de sélectionner des pairs comparables que cela soit au niveau du secteur d'activité, du risque, du potentiel de croissance ou encore au niveau des normes comptables. Il s'agit par ailleurs d'un problème régulièrement pointé par la recherche (Bhojraj & Lee, 2002; Nissim et al., 2002; M. Kim & Ritter, 1999). En effet, le sous-jacent serait qu'une amélioration de la comparabilité permettrait une simplification dans la sélection des pairs et moins d'ajustements à réaliser concernant les divergences comptable ou institutionnelles. Comme nous l'avons vu supra, il s'agit là d'un des objectifs de l'IAS. Pourtant l'accroissement de la comparabilité ne semble pas faire consensus. En effet, si Yip et Young (2012) trouvent que les normes IFRS ont permis l'amélioration de la comparabilité corollaire de la convergence des normes comptables et de l'accroissement de la qualité de l'information financière. Liao et al. (2012) trouvent, qu'en France et en Allemagne, les résultats et les valeurs

comptables ont bénéficié de l'accroissement de la comparabilité comptable, entre elles, mais uniquement pour la première année puisque, ensuite, cette comparabilité a diminué. Lang et Al (2010) trouvent également que la comparabilité concernant les résultats n'a pas augmenté et, qu'au contraire, elle aurait baissé. Cascino & Gassen (2012) trouvent, quant à eux, que la comparabilité s'est amélioré principalement pour les entreprises qui incitent fortement à passer à IFRS. Barth et al (2012) montrent que les entreprises non-américaines bénéficient d'une amélioration de la comparabilité concernant les résultats et les valeurs comptables du bilan vis-à-vis des entreprises des Etats-Unis d'Amérique. De Georges (2016) précise dans ses travaux que l'amélioration de la comparabilité ne dépend pas uniquement de la transposition en normes IFRS mais aussi de l'environnement légal et sociétal du pays dans lequel se situe l'entreprise. De plus, Young & Zeng (2015) montre que la précision de l'évaluation par le biais de la méthode des multiples s'est considérablement consolidée après l'adoption des normes IFRS. Ils montrent également que le choix de pairs étrangers augmente après l'adoption des normes IFRS lors de l'évaluation d'une entreprise par le biais de la méthode comparative.

La méthode comparative fonctionne mieux lors de l'utilisation de multiples prévisionnelle (Astolfi et al., 2014; Deloof et al., 2009; Keun Yoo, 2006; Lie & Lie, 2002; Nissim et al., 2002). Les normes IFRS semblent influencer positivement les prévisions. En effet, Petaibanlue et al.(2015) montrent que les prévisions des analystes après l'adoption des normes IFRS en France augmentent. Ils relient cet effet à l'accroissement de la comparabilité. Horton et al. (2013) trouvent également que l'adoption des normes IFRS a permis d'accroître les prévisions des analystes en ce qui concerne les entreprises européennes. Cependant, la recrudescence de la prévisibilité est bien plus visible, d'une part, pour les entreprises qui ont volontairement adoptés les normes IFRS, et d'autre part, pour les entreprises obéissaient à des normes comptables qui différaient le plus avec les normes IFRS comme par exemple les normes comptables françaises. Pour les entreprises françaises, Cormier et al. (2012) trouvent que les normes IFRS dispose d'un caractère plus prévisibles du résultat, en ce sens que les résultats boursiers sont plus proches des résultats comptables qui ne sont pas encore parus et ce plus rapidement.

La comparabilité est une variable de la qualité de l'information financière. En effet cette dernière est caractérisée par « *[sa] pertinence (informations pouvant faire la différence en termes de prise de décision en permettant de faire, à temps, des prévisions ou de confirmer/corriger des évaluations passées), [sa] fiabilité (données exemptes d'erreurs, neutres et exhaustives aboutissant à une représentation fidèle de la situation) et comparabilité (dans le temps et dans l'espace)* » (Jonas & Blanchet, 2000; Schipper & Vincent, 2003;

Lenormand & Touchais, 2009). A cet égard, les normes IFRS, dans leur globalité, tendent à réduire l'asymétrie d'information et améliore la qualité de l'information financière (De George et al., 2016; Horton et al., 2013; Lenormand & Touchais, 2009). Toutefois, la diminution de l'asymétrie de l'information ne semble pas être la même pour tout le monde. En effet, Baalbaki Shibly & Dumontier (2015) montrent, qu'en France, cette baisse de l'asymétrie d'information a été importante pour les grandes entreprises et celles particulièrement suivies par les analystes. Ils montrent également que le déficit informationnel s'est accru pour les entreprises qui souffraient déjà d'un déficit informationnel avant l'adoption des normes IFRS.

Ainsi, nous avons pu constater que la comparabilité influençait positivement les prévisions des analystes concernant les résultats des entreprises ayant adoptés les normes IFRS, prévisions qui, par effet de ricochet, influent sur les évaluations des entreprises. Cette influence semble être le corollaire d'une amélioration de la comparabilité bien que cette dernière soit sujette à débat.

Nous avons pu présenter les trois principales méthodes utilisé qui sont la méthode patrimoniale, la méthode des multiples et la méthode DCF. Nous avons également mis en lumière la façon dont ces méthodes étaient mises en pratique. Ensuite, nous avons réalisé un tour d'horizon concernant l'adoption des normes IFRS en France, puis nous avons confronté cette adoption à l'impact que celle-ci pouvait avoir sur les normes IFRS. À partir de ces informations nous pouvons extraire les hypothèses que nous développerons infra.

3. Hypothèses

La lecture de la revue de la littérature nous a mène à poser formuler une hypothèse principale et trois sous-hypothèses. Ces hypothèses reposent sur le constat suivant. La recherche s'est efforcée de recenser la façon dont les méthodes d'évaluation étaient mises en pratique. A notre connaissance, aucun travaux de recherche ne s'applique à montrer si l'évaluation des entreprises française à évoluer après l'adoption des IFRS. Nous citerons tout de même les travaux récents de Poretti et al. (2022) qui concernent les conséquences économiques de l'adoption des normes IFRS pour les entreprises cotées ne les ayant pas adoptées à la lumière de l'évaluation de ces entreprises par la méthode des multiples. Toutefois, cette étude ne porte pas sur les méthodes de valorisation en elles-mêmes et concernent les entreprises n'ayant pas adoptées les normes IFRS.

Nous avons pu voir que le CMPC pouvait évoluer depuis l'adoption des normes IFRS que cela soit par le cout des capitaux propres (Siqi Li, 2010), par la valeur de la dette et son coût (Marchal et al., 2007; Naranjo et al., 2014), ou encore la valeur des capitaux propres (Lenormand & Touchais, 2009; Marchal et al., 2007). Cependant la méthodologie pour vérifier si la méthode DCF, qui se sert du CMPC, est impactée par cette modification nous semblait bien trop lourde pour être développé ici. En effet, aurait d'abord fallu évaluer une entreprise qui n'a pas adopté les normes IFFRS, puis, une fois évalué, transposer les comptes selon le référentiel IFRS pour pouvoir par la suite réévaluer l'entreprise eu égard à la nouvelle comptabilisation. De ce fait, nous ne pourrons pas vérifier ici si l'application de la méthode DCF est modifiée. De même, nous ne pourrons pas vérifier dans quelle mesure les modifications sur les CP et la dette des entreprises engendrées par les normes IFRS modifient la qualité de l'évaluation des entreprises. Nous pouvons cependant vérifier les assertions concernant la comparabilité. De ce fait notre première hypothèse est la suivante :

Hypothèse 2 : l'usage de la méthode des multiples s'est accru.

En effet, l'IASB affirme vouloir accroître la comparabilité entre les sociétés. De plus, même si la recherche semble assez timide pour se prononcer catégoriquement quant à l'amélioration de la comparabilité, il n'en demeure pas moins que certains auteurs parviennent à démontrer un accroissement de cette dernière. De plus, la sélection de pairs convenables repose sur une bonne information afin de mieux sélectionner ces derniers, sachant que l'adoption des normes IFRS a, dans l'ensemble, permis d'accroître la qualité de l'information financière (De George et al., 2016; Horton et al., 2013; Lenormand & Touchais, 2009), alors il

semble pertinent de poser le postulat que, si la pertinence dans la sélection des pairs a augmenté ainsi que le nombre de pairs, alors l'utilisation de la méthode des multiples a augmenté en parallèle de cette comparabilité. En découle de cette hypothèse, trois sous hypothèses :

Sous-hypothèse 1A : les comparables sont plus nombreux.

Sous hypothèse 1B : le recours à des comparables étrangers s'est accru.

Sous-hypothèse 1C : les multiples utilisés sont des multiples qui prennent peu en compte la structure financière des entreprises.

Sous-hypothèse 1D : Le prix de l'offre est plus proche avec la méthode des comparables qu'avant 2005.

Pour la première sous-hypothèse (1A), il faut savoir que, selon l'IFRS Foundation, plus de 27 000 entreprises dans le monde ont adoptés le référentiel IFRS⁷ il apparait alors comme cohérent que le nombre de comparable ait augmenté. Il en irait de même pour l'accroissement de pairs étrangers d'où la seconde sous-hypothèse. Concernant la troisième sous-hypothèse, elle part du principe que les normes IFRS influence la structure financière des entreprises notamment l'enregistrement de charges financières qui étaient auparavant en charges opérationnelles. De ce fait, afin d'avoir un multiple le plus représentatif de toutes les entreprises, il convient d'en sélectionner un qui n'est que très peu affecté par ces changements. Sachant cela, il n'est pas inopportun de penser que des agrégats prévisionnels seront plus utilisés du fait de leur plus grande précision. Pour la quatrième sous-hypothèse, elle par du sous-jacent que l'amélioration de la comparabilité permet d'accroître l'efficacité de la méthode des multiples. Dès lors, les valeurs obtenues sont plus proches du prix proposés.

⁷ Cf le rapport de l'IFRS Foundation : <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/>

4. Méthodologie de recherche et échantillon

Afin de valider nos hypothèses, nous procéderons de la façon suivante. Tout d'abord, nous sélectionnerons des notes d'informations issues d'Opération publique d'Achat avant et après IFRS. Nous excluons donc les offres publiques d'échange. Le site de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) regroupe toutes les notes d'informations des opérations publiques d'acquisition depuis 1999. Ces notes d'informations mettent en évidence la façon dont sont évaluées les entreprises cibles. Il s'agit dès lors d'un terreau parfait pour mener nos travaux. Notre échantillon sera composé de 20 entreprises de tous secteurs confondus établissant des comptes consolidés. Parmi ces 20 entreprises, 10 OPAs se sont déroulés avant IFRS et 10 après IFRS. Pour sélectionner ces dernières, nous avons procédé différemment selon que l'OPA concerne la période avant ou après IFRS. Pour la sélection des entreprises avant IFRS, nous avons choisis les entreprises sujettes à une OPA si, et seulement si, la note d'information disposait d'une copie du rapport de commissaire aux comptes qui attestait, d'une part, que l'entreprise établissait des comptes consolidés et, d'autre part, que ces comptes consolidés étaient certifiés comme étant conformes au référentiel comptable français. Cela nous a donc contraint à ne pas prendre une entreprise qui établissait ces comptes selon le référentiel canadien. En ce qui concerne les OPAs après l'adoption des normes IFRS, nous avons entré dans la base de données AMADEUS les critères suivants :

- Entreprises française ;
- Entreprises cotées sur Euronext ;
- Entreprises qui établissaient des comptes annuels et des comptes consolidés.

Une fois les entreprises extraites, nous les avons confrontées avec la base de données du site de l'AMF pour voir lesquelles avaient effectivement subies une OPA après l'adoption des normes IFRS. Nos entreprises évaluées sont présentées dans le tableau 4. Ensuite, nous recenserons les différentes méthodes utilisées par les praticiens pour évaluer les entreprises. Nous recenserons, concernant la méthode des multiples, le nombre d'entreprises comparables ainsi que leur provenance. Afin de contrôler la représentativité de la moyenne, nous appliquerons un coefficient de variation. Ce dernier se calcule ainsi avec σ pour l'écart-type et μ pour la moyenne :

$$\text{coefficient de variation} = \frac{\sigma}{\mu}$$

Puis, pour répondre à la sous-hypothèse 1C, nous répertorierons si les agrégats utilisés par les évaluateurs sont des agrégats prévisionnels ou historiques. Enfin, la sous-hypothèse 1D

nécessitera de mettre en lumière la valorisation moyenne obtenue via la méthode des comparables et la confronter au prix proposé via un calcul de moyenne des écarts. Pour ce faire, nous prendrons la fourchette que les évaluateurs trouvent, voire la moyenne directement. Puis, nous calculerons l'écart ainsi :

$$\text{Ecart en \%} = \frac{(\text{prix} - \text{valorisation moyenne})}{\text{valorisation moyenne}}$$

Nous mettrons en lumière nos résultats via des statistiques descriptifs.

Tableau 4 : échantillon d'entreprises ayant subies une OPA avant et après IFRS

Avant IFRS			
Entreprises	Secteur d'activité	Total	
Brice	Prêt-à-porter	10	20
EFFIK	pharmaceutique		
Ferrand & Renaud	holding		
Grands vins Jean-Claude Boisset	Vins et spiritueux		
Groupe Philippe Bosc	Coiffure/entretien		
Jet Multimédia	télécommunication		
Legris industries	holding		
MACC	BTP		
M.R. et Associés	Station thermique		
NetValue	informatique		
Après IFRS			
Tronic's microsystems	Technologie	10	
Maurel et Prom	Industrie pétrolière		
Euromedis Groupe	Holding		
Altamir	Fonds d'investissements		
Coheris	technologie		
Latecoere	aéronautique		
Prodware SA	technologie		
SQLI Digital Experience	technologie		
Intrasense	technologie		
CEREP	Pharmaceutique		

5. Analyse des résultats et interprétation

5.1. Peu de changements concernant les méthodes d'évaluation appliquées

Sur la base d'un échantillon de 20 entreprises ayant subies une OPA (10 avant l'adoption des normes IFRS et 10 après l'adoption des normes IFRS), les résultats qui en ressortent sont présentés dans les tableaux 5 et 6. Tout d'abord, nous pouvons constater que la méthode DCF et la méthode des comparables boursiers font parties des méthodes les plus utilisés que cela soit avant ou après adoption. En effet, sur les 20 évaluations, 16 sociétés sont évalués en partie selon la méthode DCF et 14 selon la méthode des multiples par les comparables boursiers. Ces résultats s'alignent avec ceux de la recherche concernant la prépondérance la méthode des multiples et de la méthode DCF dans le cadre de l'évaluation d'entreprises (E. G. Demirakos et al., 2004; Chastenet & Jeannin, 2007; Roosenboom & Thomas, 2007; Deloof et al., 2009; Roosenboom, 2012; Bancel & Mitoo, 2013; Olivier & Schatt, 2014). Toutefois, la recherche n'a jamais fait mention de la méthode d'évaluation par le cours de bourse alors que celle-ci est constamment utilisée, tout du moins dans le cadre d'OPA. Cette méthode de référence, plus qu'une méthode d'évaluation, consiste à prendre le cours de bourse sur une certaine période et analyser le Coût Moyen Pondéré Par les Volumes (CMPV) par tranche. Il s'agit donc bien souvent d'évaluer le CMPV sur 1 mois, 3 mois, 6 mois, 9 mois, 1 an et 2 ans. Il semble cohérent que cette méthode soit constamment utilisée lors d'une OPA. En effet, les initiateurs cherchent à montrer via cette méthode que le prix qu'ils proposent est cohérent par rapport au prix auquel l'action s'échangée dans le passé voire même avantageux. Nous pouvons de surcroît noter que certains évaluateurs font usage de la référence au capital. Cette méthode est principalement utilisée lorsque l'entreprise en question a subi des augmentations de capital antérieurement à l'OPA. Dans ces cas-là, l'action est évalué au en fonction de l'apport sur le nombre d'action. Les arguments qui justifient l'usage de cette méthode sont les mêmes que ceux pour la méthode par analyse du cours de bourse. Nos résultats montrent de plus que la méthode DDM n'est pas utilisée après l'adoption des normes IFRS. Les principaux arguments mis en avant par les évaluateurs sont que soit la méthode manque de précision en comparaison à la méthode DCF, soit la société ne prévoit pas de verser de dividendes ou que la prédiction de ces derniers apparaît comme difficilement réalisable. Ce constat rejoint les travaux, d'une part, de Penman & Sougiannis (1998), Francis et al. (2000) et Deloof et al. (2009) quant à la précision de l'évaluation et, d'autre part, ceux de Roosenboom & Thomas (2007) et Roosenboom (2012) en ce qui concerne la cohérence de l'usage ladite méthode. Cependant, aucun n'évaluateur n'établit

de lien entre l'adoption des normes IFRS et l'absence de l'usage de la méthode DDM. De ce fait, quand bien même la méthode DDM n'est pas utilisée après l'adoption des normes IFRS, il ne nous est pas possible d'établir un lien de causalité entre les deux. Dans une moindre mesure, l'usage des méthodes patrimoniales baissent légèrement après l'adoption des normes IFRS (3 entreprises en moyenne avant les normes IFRS pour 2 entreprises en moyenne après 2005 pour l'ANC, et 4 entreprises en moyenne avant 2005 pour 2 entreprises en moyenne après 2005 en ce qui concerne l'évaluation par l'ANR). Les évaluateurs précisent que ces méthodes ne sont pas pertinentes pour évaluer les sociétés mais aucun lien de cause à effet n'est clairement défini entre l'adoption des normes IFRS et l'usage ou non des méthodes patrimoniales.

Ainsi, à la lumière de ces résultats, il semblerait que l'usage des multiples ne se soit pas plus popularisé après l'adoption des normes IFRS malgré l'accroissement relatif de la comparabilité après l'adoption des normes IFRS (De George et al., 2016; Horton et al., 2013; Lenormand & Touchais, 2009). Cependant, la réfutation de notre hypothèse principale n'exclut pas les autres sous-hypothèses.

Tableau 5 : méthodes d'évaluation utilisées avant IFRS

	Méthodes des multiples	Méthodes des transactions comparables	Discounted Cash-Flow (DCF)	Dividend Discounted method (DDM)	Actif Net Comptable (ANC)	Actif Net Réévalué (ANR)	Cours de bourse	Autres méthodes ou références
Brice	1	1	1	0	0	1	1	1
EFFIK	1	1	1	0	0	0	1	0
Ferrand & Renaud	0	0	0	0	0	1	1	1
Grands vins Jean-Claude Boisset	1	1	1	1	0	1	1	1
Groupe Philippe Bosc	1	0	1	0	0	1	1	0
Jet Multimédia	0	1	0	0	1	0	1	1
Legris industries	1	0	1	0	1	0	1	1
MACC	1	0	1	1	0	0	1	0
M.R. et Associés	0	0	1	0	0	0	1	1
NetValue	1	1	1	0	1	0	1	0
Moyenne	0,7	0,5	0,8	0,2	0,3	0,4	1	0,6

Tableau 6 : Méthodes d'évaluation utilisée après IFRS

APRES	Méthodes des multiples	Méthodes des transactions comparables	Discounted Cash-Flow (DCF)	Dividend Discounted method (DDM)	Actif Net Comptable (ANC)	Actif Net Réévalué (ANR)	Cours de bourse	Autres méthodes ou références
Tronic's microsystems	1	0	1	0	0	0	1	0
Maurel et Prom	0	0	0	0	0	1	1	0
Euromedis Groupe	1	0	1	0	0	0	1	0
Altamir	0	0	1	0	0	1	1	0
Coheris	1	1	1	0	0	0	1	1
Latecoere	1	1	1	0	0	0	1	1
Proeware SA	1	1	1	0	1	0	1	0
SQLI Digital Experience	1	1	1	0	0	0	1	1
Intrasense	0	0	1	0	0	0	1	1
CEREP	1	1	0	0	1	0	1	1
Moyenne	0,7	0,5	0,8	0	0,2	0,2	1	0,5

5.2. Accroissement relatif des comparables et des comparables étrangers

Les tableaux 7 et 8 présentent les résultats obtenus concernant le nombre de comparables utilisés pour évaluer les entreprises selon la méthode des comparables boursiers ainsi que leur provenance. Les résultats montrent, qu'en moyenne le nombre de pairs sélectionnés pour évaluer l'entreprise est supérieur après l'adoption des normes IFRS qu'avant leur adoption. En effet, ont été en moyenne retenus 5 comparables pour les 7 entreprises qui ont été évaluées selon la méthode des multiples avant l'adoption des normes IFRS tandis qu'après l'adoption des normes IFRS le nombre moyen de comparables passe à 8. Nous avons confrontés ces résultats moyens au coefficient de variation qui permet de définir si la moyenne est suffisamment représentative de l'échantillon obtenu ou s'il faut privilégier la médiane du fait d'une trop grande dispersion des valeurs autour de la moyenne. Les coefficients obtenus, respectivement 0,2344 et 0,3918, permettent l'utilisation de la moyenne pour analyser l'échantillon. De ce fait, notre sous-hypothèse est partiellement vérifiée puisque le nombre de comparable a légèrement augmenté après l'adoption des normes IFRS. Toutefois, nous ne sommes pas parvenus à établir un lien de causalité entre l'adoption des normes IFRS et l'augmentation relative du nombre de pairs.

Outre l'accroissement relatif du nombre de pairs, il apparait que le nombre de pairs étranger sélectionné a légèrement augmenté. Effectivement, le nombre médian⁸ de pairs étrangers après l'adoption des normes IFRS est de 3 alors qu'il est de 1 avant leur adoption. Cela corrobore partiellement notre sous-hypothèse selon laquelle le nombre de pairs étrangers s'est accru après 2005. Ainsi, nous pouvons avancer, mais précautionneusement, que l'amélioration relative de la comparabilité (De George et al., 2016; Horton et al., 2013; Lenormand & Touchais, 2009) a permis d'intégrer plus de pairs étrangers parmi les sociétés comparables.

Tableau 7 : Nombre de comparables avant 2005

	Min	Moyenne	Max	Médiane	Ecart type	coefficient de variation
Nombre de comparables	4	5	7	5	1,2724	23,44%
Nombres de comparables étrangers	0	2	7	1	2,8785	118,53%

⁸ Nous utilisons ici la médiane car, eu égard aux coefficients de variation beaucoup trop importants, la médiane apparait comme plus représentative

Tableau 8 : Nombre de comparables après 2005

	Min	Moyenne	Max	Médiane	Ecart type	coefficient de variation
Nombre de comparables	5	8	12	7	3,0783	39,18%
Nombres de comparables étrangers	1	4	11	3	3,3665	84,16%

5.3. Préférence de multiples excluant la structure financière des entreprises comparées

Notre sous-hypothèse 1C partait du postulat que les normes IFRS modifiaient la structure financière des entreprises les adoptants et notamment leur part d'endettement net. De ce fait, pour pallier les différences qui peuvent émerger des structures financières, il semble plus pertinent de privilégier des multiples qui occultent lesdites structures. Pour vérifier cette hypothèse, nous avons donc recensé les multiples utilisés par les évaluateurs. Les Tableaux 9 et 10 mettent en évidence nos résultats. Les multiples utilisés se sont restreint pour ne laisser plus que le multiple d'EBITDA et le multiple d'EBIT avec un usage légèrement plus important pour l'EBITDA. Il est pertinent que ces deux multiples soient les plus utilisés car ces derniers permettent de gommer les influences des différences de comptabilisation entre les entreprises cela rejoint ainsi les travaux de recherche qui mettent en avant l'usage fréquents de ces multiples (Lie & Lie, 2002; Bellier Delienne & Bour, 2007; Chastenet & Jeannin, 2007; Harbula, 2009; Bancel & Mitoo, 2013; Olivier & Schatt, 2014). Cependant, nos travaux mettent en évidence, qu'après l'adoption des normes IFRS, le PER n'est plus utilisé ce qui contredit, sur ce point-là, les travaux des chercheurs cités précédemment. De plus, les évaluateurs précisent dans leurs travaux qu'ils excluent le PER car ce dernier prend en compte la structure financière des entreprises. Il ne précise cependant pas si ce choix est d'autant plus motivé par les modifications apportées par l'adoption des normes IFRS. Il en va de même pour les multiples du chiffre d'affaires et le multiple de la CAF qui ne sont pas non plus utilisées après 2005.

De ce fait, nos travaux laissent penser que la grande différence entre les structures financières des entreprises ayant adopté IFRS oblige l'exclusion de multiples qui n'effacent pas ces disparités. En effet, comme nous avons pu le préciser dans notre revue, les normes IFRS modifient considérablement l'endettement financier des entreprises. Il est dès lors nécessaire, afin d'affiner l'évaluation, de sélectionner des multiples ne prenant pas en compte ces différences. Cependant, seul un évaluateur précise que les normes IFRS ont influé le choix du multiple. En effet, les évaluateurs de Prodware SA précisent qu'ils sélectionnent le multiple

d'EBIT car ce dernier est le seul qui permet de gommer les influences de la norme IFRS 16. En outre, lors du calcul de la valeur des capitaux propres de Prodware SA, ils retirent les effets de la norme IFRS sur l'endettement financier. Notre sous-hypothèse selon laquelle les multiples prenant en compte la structure financière des entreprises sont moins utilisés semble validée par nos travaux.

Tableau 9 : multiples utilisés avant 2005

	Moyenne
VE/EBITDA	0,5714
VE/EBIT	0,5714
VE/CA	0,2857
P/CF	0,2857
PER	0,5714

Tableau 10 : multiple utilisé après 2005

	Moyenne
VE/EBITDA	0,7143
VE/EBIT	0,5714
VE/CA	0
Prix action/CAF	0
PER	0

5.4. La méthode des multiples peu déterminante du prix de l'offre

Notre dernière sous-hypothèse reposait sur le syllogisme suivant. L'accroissement de la comparabilité augmente la précision des évaluations, et une évaluation plus précise mènent à un prix plus proche de la valeur proposé par la méthode d'évaluation (Roosenboom & Thomas, 2007), alors une évaluation sur la base de la méthode des comparables boursiers devrait être plus précise après IFRS puisque la comparabilité a relativement augmenté. Nos résultats présentés dans les Tableaux 11 et 12 montrent que non seulement cela ne semble pas être le cas, mais qu'en plus l'écart entre la valorisation moyenne et le prix semble plus important après l'adoption des normes IFRS. En effet, sachant que le coefficient de variation est trop important pour prendre en considération la moyenne, la médiane montre qu'au moins 50% des entreprises présentent un prix supérieur à la valorisation obtenue d'au moins 38,03% après l'adoption des normes IFRS pour 26,06% avant 2005. Ces résultats laissent supposer que le relatif accroissement de la comparabilité après l'adoption des normes IFRS ne permet pas de faire de la méthode des comparables une méthode prépondérante dans la détermination du prix

d'où l'écart constatée. Cependant, il ne nous est pas possible d'établir un lien de cause à effet entre nos résultats et l'adoption des normes IFRS.

Tableau 11 . Écart entre le prix de l'offre et la valorisation avant 2005

	valorisation faible	valorisation moyenne	valorisation haute	Prix	écart moyen
BRICE	1,9	5,6	9,3	13,3	137,50%
EFFIK		21,6		25	15,74%
GRANDS VINS		13,8		30,2	118,84%
PHILIPPE	23,3	25,9	28,5	30	15,83%
LEGRIS	17,9	23,8	29,7	26,2	10,08%
MACC		44,8		52	16,07%
NETVALUE	1,22	1,47	1,72	2	36,05%
				moyenne	50,02%
				médiane	26,06
				écart type	50,2500357
				coefficient de variation	1,00465247

Tableau 12 : écart entre le prix de l'offre et la valorisation après 2005

	valorisation faible	valorisation moyenne	valorisation haute	Prix	écart moyen
Tronic's microsystems	6	9,35	12,7	13,2	41,18%
Euromedis Groupe	4,74	5,505	6,27	7,01	27,34%
Coheris	1,48	2,03	2,39	2,27	11,82%
Latecoere		2,78		3,75	34,89%
Prodware SA	3	3,4	3,8	8,8	158,82%
SQLI Digital Experience	21,9	24,05	26,2	31	28,90%
CEREP		1,39		2	43,88%
				Moyenne	49,55%
				mediane	38,03%
				ecart type	45,67
				coefficient de variation	0,92

Conclusion

Le dessein de cette étude fut de mettre évidence les impacts qu'ont pu avoir l'adoption des normes IFRS à partir de 2005 sur les méthodes d'évaluations. Pour répondre à cette problématique, nous avons au préalable définis les méthodes d'évaluation et, comment elles sont appliquées en pratique. Nous avons ensuite mis en exergue les conséquences de l'adoption des normes IFRS sur les états financiers. Nous avons pu voir que celles-ci pouvaient modifier la pratique de l'évaluation d'entreprise du fait de plusieurs facteurs tel que la comparabilité et l'endettement financier.

Pour confronter nos hypothèses, nous avons recensés 20 OPAs dont 10 se sont déroulés avant l'adoption des normes IFRS et 10 après leur adoption. Nous avons réalisé des études statistiques pour infirmer ou confirmer nos hypothèses. Nos travaux montrent ainsi que les méthodes d'évaluation ont, sur certains éléments, changés après l'adoption des normes IFRS. En effet, s'il est vrai que les méthodes d'évaluations sont toujours les mêmes avant et après 2005, il n'en demeure pas moins que cela n'est pas le cas des multiples utilisés. En effet, nous avons pu constater que les multiples d'EBITDA et d'EBIT semblent être les seuls multiples pris en compte pour valoriser les entreprises. Cela s'explique par le fait que ces derniers ne prennent pas en compte la structure financière des entreprises. Toutefois, le lien entre les normes IFRS qui bouleversent grandement la structure financière des entreprises et le choix des multiples ne sont pas nécessairement corrélées. Seul un évaluateur a explicitement sélectionné ces multiples en fonction des normes IFRS. De plus, nous avons aussi montré que le nombre de comparable a légèrement augmenté après 2005. Il en va de même pour le nombre de comparable étrangers. Ceci s'explique notamment par la convergence des normes comptables qui permet de mieux apprécier la comparabilité entre les sociétés. Enfin, l'accroissement relatif de la comparabilité semble négativement corrélé avec la détermination du prix par les initiateurs des OPAs.

Cependant, il convient de mettre en lumière les limites de notre travail. Tout d'abord, bien qu'il y ait eu des modifications dans la pratique de l'évaluation d'entreprise après l'adoption des normes IFRS, il ne nous a pas été possible de mettre en évidence un lien de causalité entre ces deux éléments. Ensuite, l'échantillon sélectionné n'est que très peu représentatif. Enfin, notre approche par des statistiques descriptives ne permet pas de dégager une vision très claire de l'évolution de la pratique de l'évaluation d'entreprise avant et après 2005.

Nonobstant ces limites, notre étude nous paraît pertinente car nous mettons en évidence

que les normes IFRS peuvent avoir une influence sur la pratique de l'évaluation d'entreprise. De plus, notre étude, à défaut de l'ouvrir, introduit la clé de la porte de la recherche sur la pratique de l'évaluation d'entreprises après l'adoption des normes IFRS. Ainsi, afin de mieux mettre en évidence le lien de cause à effet entre l'adoption des normes IFRS et la pratique de l'évaluation d'entreprise, il apparaît pertinent de réaliser une étude qualitative sur la base d'entretien avec les évaluateurs d'entreprises pour savoir si l'adoption des normes IFRS a influencé la pratique de l'évaluation d'entreprises et, si oui, dans quelle mesure. Mettre en place une étude qui effectuerait l'évaluation d'une entreprise qui n'a pas adopté les normes IFRS, puis transposer les comptes de ladite société en norme IFRS pour ensuite la réévaluer semble être un bon terrain pour constater les impacts desdites normes sur l'évaluation d'entreprises.

Index

Abréviations	Signification
EBITDA	Earning before interest, taxes, depreciation and amortization
EBIT	Earning before interest and taxes
PER	Price Earning ratio
CP	Capitaux propres
MV	Moins-values
PV	Plus-values
DCF	Discounted cash-flow
DDM	Discounted dividend method
FTD	Flux de trésorerie disponible
FTA	Flux de trésorerie disponible pour les actionnaires
ANR	Actif Net Réévalué
ANC	Actif Net Comptable
GW	Goodwill
RPA	Résultat prévisionnel associé
RPT	Résultat prévisionnel théorique
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CPNE	Capitaux Permanents Nécessaire à l'Exploitation
BFR	Besoin en Fond de Roulement
CAF	Capacité d'autofinancement
OPA	Offre Publique d'Acquisition
IPO	Initial Public Offering
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
UE	Union européenne
AMF	Autorité des Marchés financiers.
CMPV	Coût moyen pondéré par les Volumes

Bibliographie

- Alford, A. W. (1992). The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method. *Journal of Accounting Research*, 30(1), 94.
<https://doi.org/10.2307/2491093>
- Astolfi, P., Chastenet, E., Marion, A., & Thauvron, A. (2014). Méthode des multiples. Contribution à l'évaluation des entreprises. *Revue française de gestion*, 40(242), 83-101. <https://doi.org/10.3166/rfg.242.83-101>
- Baalbaki Shibly, F., & Dumontier, P. (2015). Qui a le plus profité de l'adoption des IFRS en France ? *Revue Française de Gestion*, 41(249), 145-158.
<https://doi.org/10.3166/RFG.249.145-158>
- Bancel, F., & Mitoo, X. (2013). Théorie et pratique de l'évaluation financière. *Analyse Financière*, n°48, 80-83.
- Barbu, E., & Piot, C. (2012). L'adoption des IAS/IFRS par les groupes français cotés. Volonté ou contrainte ? *Revue française de gestion*, 38(226), 53-74.
<https://doi.org/10.3166/rfg.226.53-74>
- Barnard, G. A., & Bayes, T. (1958). Studies in the History of Probability and Statistics : IX. Thomas Bayes's Essay Towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances. *Biometrika*, 45(3/4), 293-315. <https://doi.org/10.2307/2333180>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economics*, 54(1), 68-93. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2012.03.001>
- Bayes, T. (1763). An Essay towards solving a Problem in the Doctrine of Chances. *philosophical Transactions of the Royal Society of London*.
- Bellier Delienne, A., & Bour, E. (2007). Étude des méthodes d'évaluation des sociétés faisant l'objet d'une offre publique d'achat. *La revue du financier*, N°165, p4-31.

- Bhojraj, S., & Lee, C. M. C. (2002). Who Is My Peer? A Valuation-Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 407-439.
- Cascino, S., & Gassen, J. (2012). *Comparability Effects of Mandatory IFRS Adoption*. Humboldt-Universität zu Berlin, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät. <https://doi.org/10.18452/4384>
- Chastenet, E., & Jeannin, G. (2007). Evaluation d'entreprise : Les méthodes appliquées par les analystes financiers. *Revue Analyse Financière*, N°24, 48-51.
- Cheng, C. S. A., & McNamara, R. (2000). The Valuation Accuracy of the Price-Earnings and Price-Book Benchmark Valuation Methods. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 349-370. <https://doi.org/10.1023/A:1012050524545>
- Cormier, D., Demaria, S., & Lapointe-Antunes, P. (2012). La valorisation boursière des états financiers des sociétés françaises : Pertinence du référentiel IFRS: *Comptabilité Contrôle Audit*, Tome 18(2), 99-124. <https://doi.org/10.3917/cca.182.0099>
- Crosby, N. (2000). Valuation accuracy, variation and bias in the context of standards and expectations. *Journal of Property Investment & Finance*, 18(2), 130-161. <https://doi.org/10.1108/14635780010324240>
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS Reporting around the World: Early Evidence on the Economic Consequences. *Journal of Accounting Research*. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00306.x>
- De George, E. T., Li, X., & Shivakumar, L. (2016). A review of the IFRS adoption literature. *Review of Accounting Studies*, 21(3), 898-1004. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9363-1>
- Deloof, M., De Maeseneire, W., & Inghelbrecht, K. (2009). How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs)? *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 130-160. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02117.x>

- Demirakos, E. G., Strong, N. C., & Walker, M. (2004). What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 18(4), 221-240. <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>
- Demirakos, EfthimiosG., Strong, NormanC., & Walker, M. (2010). Does Valuation Model Choice Affect Target Price Accuracy? *European Accounting Review*, 19(1), 35-72. <https://doi.org/10.1080/09638180902990630>
- Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. R. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45-70. <https://doi.org/10.2307/2672922>
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis : The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102-110.
- Guyvarc'h, A., Thauvron, A., & Burlaud, A. (2019). *DSCG 2—Finance—Manuel et applications*. Foucher. <https://univ-scholarvox-com.scd-rproxy.u-strasbg.fr/catalog/book/docid/88903685?searchterm=DSCG%20%20Finance>
- Harbula, P. (2009). Valuation Multiples : Accuracy and Drivers Evidence from the European Stock Market. *Business Valuation Review*, 28(4), 186-200. <https://doi.org/10.5791/0882-2875-28.4.186>
- Horton, J., Serafeim, G., & Serafeim, I. (2013). Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment ? *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 388-423. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01159.x>
- Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2008). Do accounting standards matter? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(6), 480-494. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2008.09.008>
- Jonas, G. J., & Blanchet, J. (2000). Assessing Quality of Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 14(3), 353-363. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.3.353>
- Kaplan, S. N., & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts : An Empirical

- Analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093. <https://doi.org/10.2307/2329344>
- Keun Yoo, Y. (2006). The valuation accuracy of equity valuation using a combination of multiples. *Review of Accounting and Finance*, 5(2), 108-123. <https://doi.org/10.1108/14757700610668958>
- Kim, J.-B., Tsui, J. S. L., & Yi, C. H. (2011). The voluntary adoption of International Financial Reporting Standards and loan contracting around the world. *Review of Accounting Studies*, 16(4), 779-811. <https://doi.org/10.1007/s11142-011-9148-5>
- Kim, M., & Ritter, J. R. (1999). Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 409-437. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00027-6)
- Lang, M. H., Maffett, M. G., & Owens, E. (2010). *Earnings Comovement and Accounting Comparability: The Effects of Mandatory IFRS Adoption* (SSRN Scholarly Paper N° 1676937). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1676937>
- Lenormand, G., & Touchais, L. (2009). Les IFRS améliorent-elles la qualité de l'information financière ? Approche par la value relevance. *Comptabilité Contrôle Audit*, 15(2), 145-163. <https://doi.org/10.3917/cca.152.0145>
- Liao, Q., Sellhorn, T., & Skaife, H. A. (2012). The Cross-Country Comparability of IFRS Earnings and Book Values: Evidence from France and Germany. *Journal of International Accounting Research*, 11(1), 155-184. <https://doi.org/10.2308/jiar-10215>
- Lie, E., & Lie, H. J. (2002). Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal*, 58(2), 44-54.
- Marchal, S., Boukari, M., & Cayssials, J.-L. (2007). L'impact des normes IFRS sur les données comptables des groupes français cotés. *Bulletin de la Banque de France*, 163.
- Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi, R. S. (2014). Financial Reporting Regulation and Financing Decisions. *Social Sciences Research Network*.
- Nissim, D., Thomas, J., & Liu, J. (2002). Equity Valuation Using Multiples. *Journal of*

Accounting Research, 40(1), 135-172.

Olivier, T., & Schatt, A. (2014). Étude De L'évaluation Indépendante Des Cibles D'offres Publiques D'achat. *Revue Française de Gouvernance d'Entreprise*, 13, 37-56.

Paleari, S., Signori, A., & Vismara, S. (2014). How Do Underwriters Select Peers When Valuing IPOs?: How Do Underwriters Select Peers. *Financial Management*, 43(4), 731-755. <https://doi.org/10.1111/fima.12060>

Palepu, K. G., Healy, P. M., & Bernard, V.L. (2000). *Business Analysis and Valuation : Using Financial Statements* (2nd edition).

Penman, S. H., & Sougiannis, T. (1998). A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*, 15(3), 343-383. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00564.x>

Petaibanlue, J., Walker, M., & Lee, E. (2015). When did analyst forecast accuracy benefit from increased cross-border comparability following IFRS adoption in the EU? *International Review of Financial Analysis*, 42, 278-291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.004>

Poretti, C., Schatt, A., & Magnan, M. (2022). Étude empirique de la valorisation relative des entreprises utilisant les normes comptables françaises après l'adoption des normes IFRS: *Comptabilité Contrôle Audit, Tome 28*(2), 55-81. <https://doi.org/10.3917/cca.282.0055>

Quiry, P., Le Fur, Y., & Vernimmen, P. (2021). *Finance d'Entreprise* (19^e éd.).

Raffournier, B. (2007). Les oppositions françaises à l'adoption des IFRS : Examen critique et tentative d'explication: *Comptabilité Contrôle Audit, Tome 13*(3), 21-41. <https://doi.org/10.3917/cca.133.0021>

Roosenboom, P. (2012). Valuing and pricing IPOs. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1653-1664. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.01.009>

Roosenboom, P., & Thomas, J. (2007). How Do Underwriters Value Initial Public Offerings?

- An Empirical Analysis of the French IPO Market. *Contemporary Accounting Research*, 24(4), 1217-1243. <https://doi.org/10.1506/car.24.4.7>
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 17, 97-110. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.97>
- Siqi Li. (2010). Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital? *Accounting Review*, 85(2), 607-636. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.2.607>
- Yee, K. K. (2004). Combining Value Estimates to Increase Accuracy. *Financial Analysts Journal*, 60(4), 23-28. <https://doi.org/10.2469/faj.v60.n4.2633>
- Yip, R. W. Y., & Young, D. (2012). Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Comparability? *The Accounting Review*, 87(5), 1767-1789.
- Young, S., & Zeng, Y. (2015). Accounting Comparability and the Accuracy of Peer-Based Valuation Models. *The Accounting Review*, 90(6), 2571-2601.

Article juridique

Article L233-16, Code de commerce (2015).

https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000030927205#:~:text=%2DLe%20contr%C3%B4le%20conjoint%20est%20le,d%C3%A9cisions%20r%C3%A9sultent%20de%20leur%20accord.

Article L233-24, Code de commerce (2016).

https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000030927225

Règlement (CE) n° 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, 243 OJ L (2002).

<http://data.europa.eu/eli/reg/2002/1606/oj/fra>

Sitographie

AMF : Base des décisions et informations financières (BDIF). (s. d.). Consulté 30 mai 2023, à l'adresse [https://bdif.amf-](https://bdif.amf-france.org/fr?typesInformation=OPA&typesOperation=OPA&typesDocument=NotesEtAutresInformations)

[france.org/fr?typesInformation=OPA&typesOperation=OPA&typesDocument=NotesEtAutresInformations](https://bdif.amf-france.org/fr?typesInformation=OPA&typesOperation=OPA&typesDocument=NotesEtAutresInformations)

IFRS - The use of IFRS® Standards around the world. (s. d.). Consulté 29 mai 2023, à l'adresse

<https://www.ifrs.org/use-around-the-world/>

Annexes

Annexes A : Structure bilan économique

Valeur de l'actif économique	Valeur des Capitaux Propres
	Valeur de l'endettement net