

Lettre trimestrielle n°27 – 3^{ème} trimestre 2019

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- WeWork 2 ans après
Page 6
- Taux d'intérêt négatif et pratique de l'évaluation : réponse à quelques questions
Page 8
- La valorisation de gammes de produits pour une société de Biotechnologie dans le cadre de l'affectation des écarts de première consolidation
Page 15
- L'allocation du prix d'acquisition dans les comptes consolidés et problématiques d'évaluation
Page 22
- Suite (mais pas fin) de la saga des impacts d'IFRS 16 sur les évaluations et les tests de dépréciation
Page 29

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

Nous avons été perplexes dans les précédentes lettres sur l'évolution des indices boursiers au regard des analyses économiques de plus en plus convergentes sur un ralentissement économique. Force est de constater que les marchés continuent de voir la vie en rose, ..., mais jusqu'à quand ?

Nous évoquions également les dangers liés à la « fulgurance » de certaines progressions de valeur. L'actualité nous a donné une très bonne illustration avec le cas de WeWork, que nous avons déjà analysé en 2017. Comment est-il possible que le marché découvre en phase d'IPO, a fortiori dans un contexte américain, les problèmes de gouvernance, de business model, de fragilité financière,..., alors que ces éléments étaient pour la plupart facilement identifiables depuis un certain temps.

Une remontée des taux (à des niveaux raisonnables) serait à certains égards salubre ; sous prétexte de recherche de rendements à tout prix, certains investisseurs écartent en effet visiblement de leur démarche l'analyse des fondamentaux (business model rentable, solidité financière,...), et portent leur attention sur les perspectives de plus-values, en occultant la justification de la valeur de départ. Par ailleurs, cela redonnerait plus de sens au calcul du coût de l'endettement pris en compte dans les évaluations.

L'exemple de WeWork illustre bien le fait qu'il n'y a pas de corrélation linéaire (ou exponentielle) automatique entre la taille et la valeur : une prime de taille se justifie par la capacité d'un groupe à créer de la valeur plus rapidement que les groupes de plus petite taille. La seule progression du CA en valeur absolue ne suffit pas, sauf cas très exceptionnels, à justifier une prime de taille.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Julien HERENBERG, Alain MARION, Bertrand MANET, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

INFO NEWS (1/5)

Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis

Cela fait plusieurs trimestres que l'on écrit qu'il n'y a pas de rationalité dans la poursuite de la montée de la bourse, et pourtant, les indices boursiers n'arrêtent pas de progresser. Seuls les multiples de transaction ont entamé une légère décroissance depuis le 2^{ème} trimestre. C'est un peu comme une voiture qui roule tout droit, sans ralentir et sans s'apercevoir que la route est en train de tourner !

Exemples de commentaires sur le 3^{ème} trimestre 2019 :

➤ **Site Xerfi :**

- « Les Etats-Unis siphonnent, l'Europe plafonne » (juin 2019).
- « La déroute des théories économiques et monétaires dominantes » (10 juillet 2019).
- « Le monde sur un volcan monétaire et financier » (15 juillet 2019).
- « Marasme européen, panne allemande » (26 août 2019).
- « Autopsie de la panne de l'Allemagne » (10 septembre 2019).
- « L'effondrement de l'Amérique du Sud » (20 septembre 2019).

➤ **Option Finance :**

- « Une instabilité chronique s'est développée dans la sphère financière, avec une inflation des prix d'actifs sur fonds d'effets de leviers croissants et de prises de risques excessives ».
- « Dix ans après la crise de 2008, on se retrouve encore dans une situation où l'accumulation d'un lourd passif à l'échelle globale, gagé par des prix surévalués, rend l'édifice financier vulnérable à un renversement de tendance ».
- « Le maintien d'une politique de taux accommodante de taux bas soutient l'édifice de croissance ».

Notons également 10 années de croissance ininterrompue, un cycle d'expansion d'une longévité historique, un chômage au plus bas, et un taux d'inflation qui s'éloigne du taux cible de 2% qui devrait être atteint avec les niveaux de croissance actuels.

INFO NEWS (2/5)

[L'évolution du CAC 40 sur les premiers mois de l'année 2019 a de quoi être déconcertante, dans le prolongement de notre réflexion des 2 premiers trimestres !](#)

Au-delà des analyses économiques ci-dessus, vous trouverez ci-après un extrait (choisi !) des publications d'Option Finance sur le 1^{er} semestre 2019 :

⇒ **Suite au 3^{ème} trimestre 2019 :**

- « Le CAC 40 n'a pas résisté à un flux de mauvaises nouvelles (24 juillet 2019).
- « Les bourses affaiblies par l'accumulation de mauvaises nouvelles » (3 septembre 2019).
- « Les investisseurs restent sur leurs gardes » (17 septembre 2019)
- « La mauvaise santé de l'économie européenne inquiète les bourses » (24 septembre 2019)
- « Donald TRUMP tente de calmer les inquiétudes des marchés » (25 septembre 2019)

⇒ **Rappel du 1^{er} trimestre :**

- *10 janvier 2019* : marchés, l'espoir ne suffit plus,
- *14 janvier 2019* : les marchés européens ont débuté dans le rouge, sur fonds d'inquiétude concernant la santé de l'économie chinoise,
- *22 janvier 2019* : les craintes s'accumulent sur la santé des économies mondiale et chinoise, les bourses fléchissent,
- *4 février 2019* : les marchés boursiers européens débutent la semaine sans entrain, en l'absence de catalyseurs haussiers,
- *18 février 2019* : marchés, une hausse en trompe l'œil,
- *28 février 2019* : les bourses européennes surmontent les inquiétudes sur le commerce international,
- *7 mars 2019* : les bourses terminent dans le rouge, la BCE a pris acte du ralentissement économique,
- *12 mars 2019* : les incertitudes sur le Brexit pèsent,
- *15 mars 2019* : le CAC 40 au plus haut de l'année,
- *22 mars 2019* : les bourses européennes pénalisées par la résurgence des craintes sur la croissance économique

INFO NEWS (3/5)

2^{ème} trimestre 2019 :

- 2 avril 2019 : la croissance mondiale va ralentir cette année,
- 25 avril 2019 : les Bourses digèrent mal certains résultats d'entreprises,
- 7 mai 2019 : les bourses restent dans le rouge face aux tensions sino-américaines,
- 5 juin 2019 : les bourses clôturent dans le vert en dépit de l'emploi américain,
- 12 juin 2019 : les bourses en repli en l'absence de nouveaux catalyseurs,
- 14 juin 2019 : bourse : la prudence l'emporte face au ralentissement chinois,
- 26 juin 2019 : la prudence l'emporte une nouvelle fois sur les places financières,

Au vu des commentaires ci-dessus, on pourrait penser que le CAC 40 a connu un exercice 2019 difficile, et que le mois d'octobre serait un mois noir (les années en 9 n'ont souvent pas été des bons crus pour la bourse), ...

... et bien non, le vent d'optimisme souffle toujours sur le CAC 40 qui continue de franchir ses plus hauts de l'année.

Le CAC 40 a ainsi progressé de 21% au 30 septembre 2019, après avoir progressé de 14% sur le 1^{er} trimestre et 17% sur le 1^{er} semestre 2019.



INFO NEWS (4/5)

Rappelons-nous que la forte progression du 1^{er} semestre 2019 suivait une forte baisse au 4^{ème} trimestre 2018, et que la grande décision de fin de mandat de Mario Draghi en septembre 2019 est une nouvelle politique de relance de l'économie européenne par baisse des taux directeurs pour faire face aux inquiétudes de ralentissement significatif.

Tout cela nous conduit à maintenir notre commentaire de la lettre des 1^{er} et 2^{ème} trimestre 2019 : vous êtes « un peu perplexes » ..., bienvenue au club !

Evolution du taux sans risques :

L'évolution du taux des OAT 10 ans est présentée dans le tableau ci-après. On peut constater depuis le 30 juin une baisse des taux de 0,24 points.

L'inflexion en octobre 2019 de la spirale infernale de la baisse des taux depuis octobre 2018 est une bonne chose.



WeWork 2 ans après

Lisa MARMONE, consultante chez ORFIS, et Christophe VELUT

Nous avons écrit un article dans la lettre du 4^{ème} trimestre 2017 sur la « fulgurance de la valorisation de la société », qui avait atteint 20 mds \$, soit un quadruplement de sa valeur depuis 2015.

WeWork, promue au titre de licorne en 2017 était en effet devenue rapidement leader mondial du coworking.

Nous avons exprimé dans cet article notre perplexité sur le business model, la capacité du groupe à générer des flux rentables en adéquation avec la valeur exprimée, interrogatifs sur le manque de transparence,..., et admiratifs sur la communication financière intelligente, qui a construit la valeur, avec le soutien actif d'un investisseur important (Softbank) : une campagne de marketing redoutable sur la valorisation a fait le buzz sur la valorisation,...., en fait sur le prix, pour prendre la distinction, chère à l'association.

Ce buzz s'appuie sur des ingrédients chers aux américains, qui font rêver : une stratégie de leader / fonceur, un dirigeant charismatique, une valeur imposée comme « postulat » de départ incontournable, relayée par les journaux, sans analyse critique, une stratégie visant à corréliser l'évolution de la valeur -values avec l'évolution de la taille (au-delà de la prime de taille).

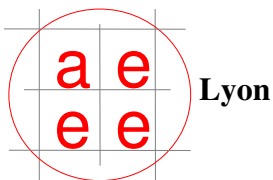
La société a continué de faire le buzz avec l'annonce de son intention de s'introduire en bourse en 2019. Un dossier IPO a ainsi été déposé à la SEC. La start-up s'était fixée comme objectif de lever 3 milliards de dollars lors de son entrée en bourse.

Présent dans plus de 100 villes dans le monde et sur plus de 500 sites, WeWork était ainsi valorisée à 47 milliards de dollars il y a encore quelques mois. Soit un doublement de son prix en 2 ans. A noter que les entreprises ayant atteint ce niveau de capitalisation ne sont autre que de grands groupes comme par exemple Orange, Pernod Ricard ou encore Danone.

En septembre 2019, face à la pression grandissante des marchés financiers, WeWork s'est vue dans l'obligation de repousser son entrée en bourse, a priori à 2020.

Les raisons de ce report sont multiples :

- de nombreux investisseurs et analystes ont remis en cause le business model de l'entreprise depuis que celle-ci a préparé son document de référence. En effet, ils considèrent que le business model présente un risque plus important dans un contexte de ralentissement économique mondial (et a fortiori si une récession devait intervenir), puisqu'il repose sur des baux de long terme mais des locations d'espaces de court terme pour ses usagers
- la société cumulerait des pertes abyssales (900 millions de dollars au premier semestre 2019) qui d'ailleurs, auraient pu être beaucoup plus importantes si son actionnaire principal, SoftBank, ne avait pas aidé financièrement le groupe, selon les articles. Les pertes s'élèveraient à 1,9 mds\$ en 2018 au regard d'un chiffre d'affaires de 1,8 mds\$



- opacité des liens avec certaines filiales du groupe, et notamment la société Ark, créée en 2018, et qui a pour rôle de louer et de gérer les immeubles pour WeWork. Or, d'après certains commentaires, Ark a entrepris d'acheter des immeubles au lieu de les louer. Par ailleurs, il semble que la société Ark gère des immeubles détenus par Adam Neumann et les loue à WeWork,...
- problèmes de gouvernance (règles opaques en termes de gouvernance, de rémunération,...), que le marché a découvert, qui s'est traduit par la « démission » de son Président et fondateur, Adam Neumann, et d'une partie des membres de sa famille. Démissions qui n'ont pas réussi à calmer les marchés, d'autant plus qu'Adam Neumann semble avoir conservé sa place de Président du Conseil d'Administration.

Par ailleurs, WeWork n'est plus seul sur le marché, la concurrence s'est organisée depuis de nombreuses années sur les espaces de coworking, à l'initiative de certaines grandes métropoles, d'acteurs locaux ou encore d'acteurs internationaux comme IWG, un des principaux concurrents de WeWork, qui réalise un chiffre d'affaires de 3,2 mds\$ et un résultat net de 188 m€. Pour information, IWG est valorisé 4,5 mds\$, soit moins de 10x celle de WeWork il y a quelque mois, tandis que son chiffre d'affaires est deux fois supérieur à celui de WeWork !!!

La nouvelle équipe de direction (dont l'ancien CFO) nommée par le conseil d'administration, est en train de restructurer financièrement le groupe (plans de licenciements, recherche d'économies,...), afin d'asseoir le développement futur toujours recherché sur des bases plus solides.

Il est totalement surréaliste que le marché ne prenne conscience que maintenant (et a fortiori pendant une phase d'IPO sur le marché américain !!!!) des faiblesses majeures du groupe, qui étaient pourtant largement prévisibles pour la plupart.

Il ne s'agit pas pour nous bien sûr de remettre en cause la stratégie de leader, le lien entre valeur et taille (même s'il n'existe pas systématiquement une corrélation linéaire). Il est important cependant de rappeler une règle de bon sens : une prime de taille ne se justifie que si la taille est un atout pour créer plus de valeur.

Nous voulons juste une fois de plus illustrer les prises de risques dangereuses de certains investisseurs qui, pour rechercher des rendements à tout prix, se mettent en toute connaissance de cause des ornières en ne cherchant pas à vérifier la cohérence de la valeur de départ avec les fondamentaux de l'évaluation (stratégie, business model rentable, qualité de la gouvernance,...) : si le socle n'est pas solide, le risque que le château de carte s'écroule est élevé, quelque soit le nombre de cartes.

Au final, la valorisation, qui atteignait jusque-là des sommets, pourrait être comprise selon certains entre 20 et 30 milliards de dollars soit deux fois moins que sa dernière valorisation.

Nous ne ferons pas de commentaires sur ces valeurs révisées à la baisse, qui ne veulent toujours rien dire tant que le business model n'a pas montré sa capacité à générer du cash rentable,..., ce qui est pour nous toujours aussi opaque qu'il y a 2 ans. !

C'est une belle illustration du danger de la course à la taille à tout prix. On a l'impression de revivre certaines bulles (internet,...) !

Taux d'intérêts négatifs et pratique de l'évaluation : réponses à quelques questions

Eddy.Bloy, Vice-Président A3E

L'irruption de taux d'intérêt sans risque négatifs sur un horizon temporel maintenant suffisamment long pour que l'on ne puisse plus parler d'un simple accident de marché interroge les économistes.

Par-delà cette sphère de spécialistes, conjoncturistes ou décrypteurs des mutations structurelles de long terme, les praticiens de la finance se trouvent bousculés par cette inversion de polarité d'un point de repère essentiel dans leurs calculs courants.

Depuis l'avènement de cette situation, les commentaires plus ou moins avisés vont bon train. Ils ne sont pas tous marqués à l'aune de la meilleure pertinence. Il nous a semblé utile de faire le point en répondant à quelques questions simples.

1. Les taux sont-ils effectivement négatifs ?

Si l'on parle des taux sans risques ou des taux directeurs de la banque centrale, ils sont incontestablement négatifs, comme le montre à titre d'exemple ce tableau concernant les taux sans risques français sur l'ensemble des échéances.

	25/10/2019	28/10/2019	29/10/2019	30/10/2019	31/10/2019
1 mois		-0,5961	-0,5879	-0,6028	-0,5872
3 mois		-0,6760	-0,6933	-0,6496	-0,6357
6 mois		-0,6352	-0,6467	-0,6439	-0,6356
9 mois		-0,6347	-0,6447	-0,6368	-0,6282
1 an		-0,6288	-0,6332	-0,6273	-0,6192
2 ans		-0,6190	-0,6110	-0,5970	-0,5980
5 ans		-0,4060	-0,3880	-0,3920	-0,3990
10 ans		-0,0740	-0,0270	-0,0580	-0,0600
30 ans		0,7350	0,7880	0,7510	0,7490

Source : Banque de France

Il faut l'échéance 30 ans pour retrouver un taux positif. Ces taux sont totalement déroutants si l'on songe, qu'il y a peu d'années, l'OAT 10 ans tournait autour de 4% !

En revanche, si l'on évoque les taux consentis aux entreprises, nous ne sommes pas dans une zone d'intérêt négatif, comme le montre ce tableau extrait des statistiques Banque de France :

Taux des crédits nouveaux des sociétés non financières (hors découverts)

(Taux effectif au sens étroit en pourcentage)

	août-18	mars 19	avril 19	mai 19	juin 19	juil- 19 (a)	août- 19 (b)
- crédits < ou = 1 million d'euros	1,71	1,65	1,66	1,65	1,62	1,60	1,57
- crédits > 1 million d'euro	1,28	1,51	1,52	1,31	1,33	1,51	1,36

(a) Données révisées.

(b) Données provisoires.

Certes ces taux sont faibles mais ils restent positifs.

Cependant, il s'agit de taux nominaux, hors inflation. Si l'on intègre cette dernière dans les taux on peut considérer que ceux-ci sont nuls. Il suffit bien évidemment d'une faible modification d'un des deux paramètres, inflation ou taux nominal, pour que le taux réel devienne négatif.

Cela étant dit, il faut être extrêmement prudent quant à la pérennité de la situation, car début novembre le rendement de la dette française 10 ans a fait une incursion dans le positif. Le début de la fin des taux négatifs (voir question suivante) ?

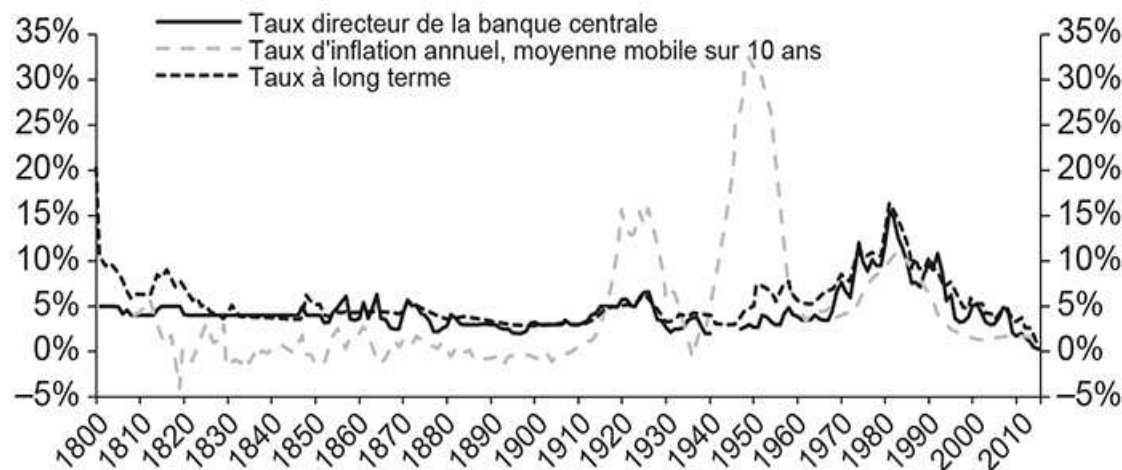
2. Les taux ont-ils déjà manifesté une telle configuration dans notre histoire documentée ?

La réponse est oui mais avec des nuances sur lesquelles nous reviendrons dans quelques lignes.

Nous avons repris ici des graphiques et des réflexions tirés d'une étude menée par E.Monnet et Vivien Levy-Garboua dans un article intitulé « Les taux d'intérêt en France » publié dans le N° 121 (2016) de la revue de l'A.E.F (Publication de la Caisse des Dépôts).

Un premier graphique met en évidence deux phénomènes :

Taux nominaux et inflation, France, 1800-2015

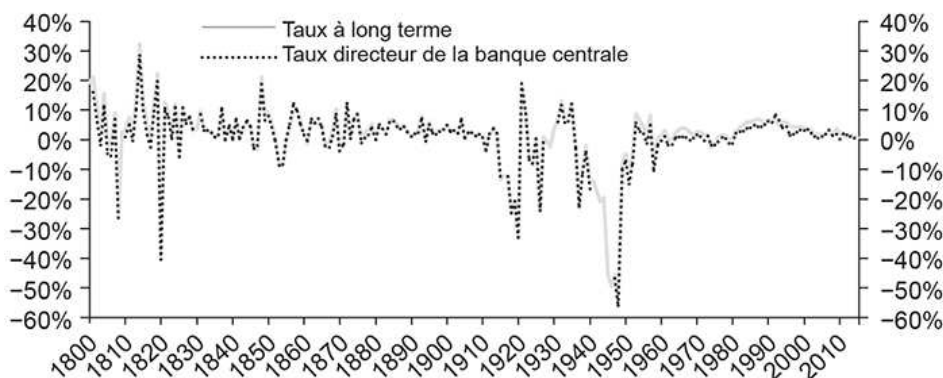


-Les taux font preuve d'une belle stabilité jusqu'à la 1^o guerre mondiale (autour de 4-5%),

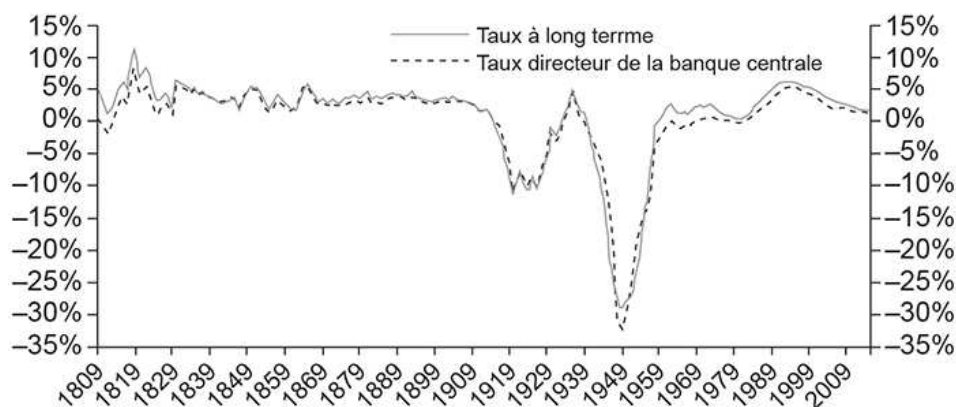
-Nous remarquons que depuis 1980, les taux ne cessent de baisser et touchent le point 0 vers 2015, niveau jamais atteint auparavant. Si l'étude avait été menée plus tard nous aurions vu apparaître les taux négatifs. Les taux nominaux négatifs apparaissent ainsi vraiment comme une exception historique.

Quid des taux d'intérêt réels ? Comme le montrent les deux graphiques suivants, ils ont été plusieurs fois négatifs et clairement, les années 40-60 font apparaître de telles situations.

Taux d'intérêt réels 1800-2015



Taux d'intérêt réel 1809-2015 (moyenne mobile sur dix ans)



Le deuxième graphique est intéressant parce qu'il montre qu'un lissage sur 10 ans limite notablement les périodes de taux d'intérêts négatifs notamment sur les années 60-70.

Les années les plus récentes font apparaître également une situation totalement inédite : la concomitance de taux d'intérêts nominaux historiquement faibles et un taux d'inflation faible. Cette dernière remarque laisse à penser que nous sommes peut-être à la fin d'un cycle et que nous pouvons passer à nouveau dans une zone de taux positifs.

3.Existe-il une raison évidente à ce niveau des taux ?

Une seule serait difficile à mettre en avant. Une série des facteurs intervenant simultanément serait une vue plus pertinente.

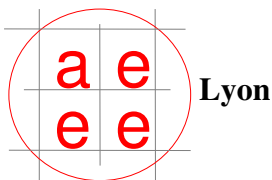
Nous ne rentrons pas dans le détail des théories visant à expliquer la formation du taux d'intérêt mais, quelle que soit le fonds de l'explication, le niveau du taux s'analyse toujours peu ou prou comme le résultat de la confrontation d'une offre et d'une demande.

Les taux longs, ceux qui concernent les évaluateurs, sont dépendants de l'épargne et de l'investissement. Or, l'économie connaît un fort niveau d'épargne et il est notoire que l'on vit dans un état de sous-investissement depuis plusieurs années.

Il y aurait beaucoup à dire sur les facteurs expliquant ce sous-investissement chronique qui ne manque pas de nous interroger sur la productivité du capital dans le contexte actuel.

Les taux peuvent également s'analyser comme le prix de la liquidité. Or, les économies sont sur-liquides car, depuis la crise de 2008, les banques centrales ont pratiqué une politique non conventionnelle de Q.E. qui a inondé les économies d'avois monétaires.

Cette situation pèse lourdement sur le signe négatif des taux.



En retour, ceux-ci sont la source d'amorce de bulles dans la mesure où le prix des actifs tend à varier en sens inverse du mouvement des taux. En effet, à défaut de s'investir directement dans des actifs industriels qui paraissent totalement incertains en raison de leur potentialité de déclassement prématuré, ces liquidités se placent dans des actifs pour lesquels il existe un marché actif : immobilier haut de gamme, marché de l'art,...,voire dettes souveraines de pays réputés sûrs !

A noter que les actions bénéficient partiellement de cette situation à cette réserve près que les PER en dépit des taux très bas ne sont pas à leur niveau historique.

4. Que signifie un taux négatif ?

Pour autant qu'il existe un marché de capitaux, ce marché recueille tous les arbitrages temporels des agents offreurs ou demandeurs de fonds prêtables.

En simplifiant beaucoup, on peut dire que c'est un marché où se confrontent tous les taux d'actualisations individuels.

Dans ces conditions, la formation d'un taux négatif signifie tout simplement que le consensus aboutit à une échelle de préférence entre le présent et le futur à rebours du sens commun : il y a une aversion pour le présent et une préférence pour le futur.

En bonne logique cela signifie que 100€ disponibles dans le futur sont mieux valorisés que 100€ disponibles maintenant.

En tout état de cause si nous analysons cet état de fait logiquement, on ne peut qu'en déduire que les revenus actuels paraissent moins sûrs que les revenus futurs ou encore que, consommer maintenant, serait susceptible de corrompre les possibilités d'avenir.

En soi, ce paradigme qui paraît totalement contre-intuitif, n'est pas si illogique que cela. Des économistes spécialistes des questions environnementales proposent d'utiliser des taux d'actualisation négatifs pour valider les investissements dans la transition énergétique au motif que la préservation des ressources disponibles actuellement est la condition d'une disponibilité certaine d'une quantité plus grande dans le futur et donc de notre survie collective.

5. Les taux négatifs ont-ils une incidence sur la pratique de l'évaluation ?

On doit noter qu'il n'y a aucune raison pour que cette situation ne remette en cause les logiques fondamentales des méthodes d'évaluation.

En revanche, il est clair que le paramétrage de ces méthodes est affecté par la situation. Seules les méthodes fondées sur l'actualisation risquent d'être **directement** concernées.

Indirectement, elles pourraient toutes être potentiellement impactées, y compris les méthodes analogiques. Nous nous en tiendrons ici aux seules méthodes actuarielles.

Même si les taux sans risques sont négatifs, l'évaluateur n'aura pas à mettre en jeu un taux d'actualisation négatifs avec une réserve, cependant, sur laquelle je reviendrai un peu plus loin. En

effet, le principal taux d'actualisation utilisé par les évaluateurs est le coût moyen pondéré des fonds (CMPF) qui fait intervenir simultanément les coûts des capitaux propres et le coût des dettes.

Or :

- le coût des capitaux propres n'est évidemment pas négatif,
- le coût des dettes privées ne l'est pas non plus.

Cependant,

- le coût des capitaux propres fait intervenir le taux sans risques,
- le coût des dettes privées est extrêmement faible.

Ceci devrait se traduire par une baisse du coût moyen pondéré des fonds. Mais une telle affirmation ne résulte que d'une vision arithmétique simpliste du calcul.

Ces deux effets peuvent être contrebalancés par un accroissement de la prime de risque affectant le coût des capitaux propres en cas d'accroissement excessif de la dette imputable à la baisse des taux.

Notons que les primes de risques proposées dans le cadre de modèles de détermination du coût des capitaux propres de type MEDAF sont élevées (autour de 5 à 6% pour les grands titres cotés et beaucoup plus pour le non coté selon les modèles, de l'ordre de 8% voir plus). A titre d'exemple, nous reproduisons ici des données disponibles sur le site de FAIRNESS FINANCE :

Date du calcul	n Nombre de sociétés ⁽¹⁾	C Capitalisation boursière moyenne (M€)	k _L TRI du marché	r _f Taux sans risque	π _E Prime de risque du marché (écart)
31/10/2019	116	19 062	8,54%	-0,10%	8,64%
30/09/2019	117	18 756	8,67%	-0,27%	8,94%
30/08/2019	117	18 250	8,72%	-0,41%	9,13%
26/07/2019	117	18 666	8,60%	-0,12%	8,72%
28/06/2019	116	18 468	8,52%	-0,01%	8,53%
31/05/2019	117	17 251	8,75%	0,21%	8,54%

Source : FAIRNESS FINANCE

Au total, compte tenu de ce que nous venons de dire, pour un risque spécifique d'entreprise donné, il n'est pas certain que le niveau du coût moyen pondéré varie significativement. Le niveau des composants est affecté mais la baisse de l'un doit se trouver totalement ou partiellement compensé par la hausse de l'autre.

6. La valeur de certains actifs ou passifs singuliers peut-elle être affectée ? Quel sera l'impact sur la valeur globale ?

S'agissant de la première partie de la question, la réponse est clairement positive.

C'est le cas chaque fois qu'il est exigé qu'un élément soit évalué par une méthode actuarielle sur la base d'un taux sans risque. Ainsi peut-il en être des engagements de retraites avec un impact très significatif sur la valeur de l'endettement net.

S'agissant de la seconde, je serais moins affirmatif. Si l'on ne touche pas au CMPF, cette augmentation de l'endettement net modifiera la valeur des titres à la baisse.

Mais si l'on considère que cet accroissement de l'endettement ne doit pas se traduire par une prime de risque accrue, la baisse du CMPF qui en résulte implique un accroissement de la valeur d'entreprise susceptible de compenser partiellement le passif nouvellement pris en compte.

Conclusion :

Cette situation n'a évidemment pas vocation à perdurer. Cependant, personne ne se hasarde à imaginer un scénario de « sortie de crise ».

Il est clair que les grandes Banques Centrales détiennent une partie de la solution. Elles semblent pour l'instant tétanisées face aux risques financiers que ferait courir aux marchés une tension sur les taux directeurs.

Il est non moins clair que beaucoup d'institutions financières trouvent que les avantages de cette situation l'emportent sur les inconvénients. On voit nettement les investissements s'orienter vers des produits à hauts rendements mais avec une hausse concomitante des risques.

Face à ces incertitudes, les évaluateurs se garderont de croire que de tels taux doivent influencer à la baisse leur taux d'actualisation et produire des valeurs substantiellement augmentées.

Un index ARGOS Midmarket à 10,3 (cf lettre A3E T2 2019) est totalement anormal même si l'échantillon qui sous-tend ce résultat n'est pas représentatif de l'ensemble des entreprises de cette catégorie.

En tout état de cause, nous devons être très prudents sur les taux que nous utilisons. On a vu dans le cadre de la question 2 à quel point un lissage moyennes mobiles sur 10 ans pouvaient gommer les perturbations intempestives du court et moyen terme.

Je pense que nous ferions bien de retenir cet enseignement et de procéder à de tels calculs.

Certes la plupart d'entre nous répugnent à mobiliser du temps dans les recherches statistiques nécessaires mais c'est également le prix d'une plus grande fiabilité.

La valorisation de gammes produits pour une société de Biotechnologie dans le cadre de l'affectation des écarts de première consolidation (CRC, règlement 99-02).

Cédric DESACHY, Valexfy, et membre A3E

1. Rappel méthodologique

Lors de l'entrée en consolidation d'une entreprise contrôlée exclusivement, l'écart de première consolidation doit être alloué aux actifs et passifs identifiables de l'entreprise, y compris les actifs incorporels (CRC, règlement 99-02, §§ 211 et 211.1). Il existe cinq grandes familles d'actifs incorporels :

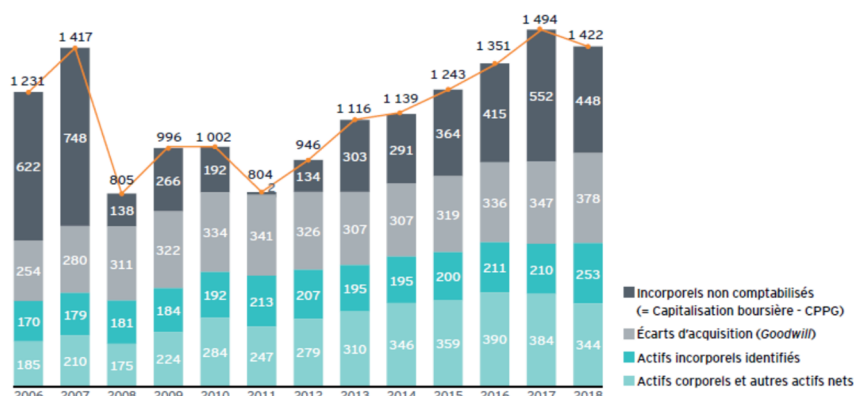
- les actifs liés à la commercialisation (marques, logos, noms de domaine, etc.),
- ceux relatifs aux clients (listes de clients, les contrats, les carnets de commandes ...),
- les actifs artistiques (pièces de théâtre, opéras, livres, chansons, films ...),
- les actifs de type "contrats" (accords de licence, permis de construire, concessions, accords de franchise ...),
- et enfin ceux qui sont liés à la technologie (brevets, formules, recettes, logiciels ...).

D'autres actifs incorporels (capital humain, synergies avec l'acquéreur...) existent de manière indéniable mais ne sont reconnaissables au bilan consolidé de l'acquéreur.

Dès lors qu'un actif incorporel est identifiable, il doit être évalué, y compris s'il n'est pas inscrit dans les comptes sociaux de la nouvelle entité acquise (CRC, règlement 99-02, § 211.22).

De nombreuses études montrent l'importance de ces actifs dans la valorisation actuelle des sociétés, notamment des sociétés cotées :

Décomposition de la valeur boursière du CAC 40 (Mds€)

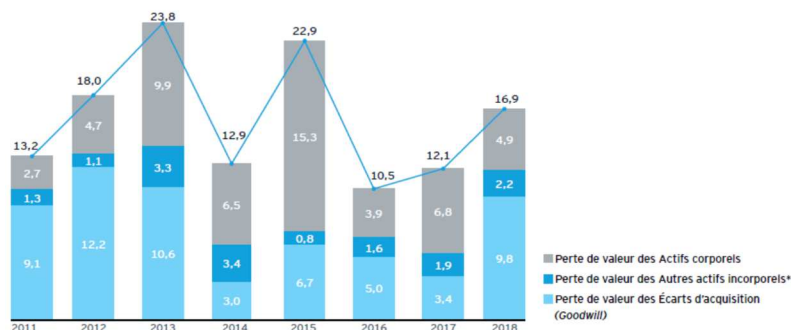


Source : « EY- étude : profil-financier-du-cac-40, 13^{ème} édition »

Mais également dans les résultats des sociétés avec leurs dépréciations en cas de perte de valeurs. L'étude d'EY mentionnée ci-dessus indique en effet que les entreprises du CAC 40 ont déprécié pour 17 Mds€ d'actifs en 2018, un montant en hausse par rapport aux pertes de valeur comptabilisées en 2017 et 2016, mais toujours en-deçà des niveaux atteints en 2013 et 2015.

La hausse des pertes de valeurs s'est concentrée sur les écarts d'acquisition.

Pertes de valeur sur l'ensemble des immobilisations¹ (Mds€)



Source : « EY- étude : profil-financier-du-cac-40, 13^{ème} édition »

2. Rappel publication CNCC :

Autre preuve de l'importance actuelle des incorporels, dans une publication de juillet 2019, la commission des études comptables de la CNCC décline les règles françaises d'évaluation des actifs incorporels et plus particulièrement des relations clientèles d'une entreprise acquise consolidée pour la 1^{ère} fois : à quelles méthodes recourir dans le secteur des distributeurs indépendants de matériel d'impression ? (CNCC, EC 2018-36, mai 2019).

Elle rappelle ainsi que l'évaluation d'un tel actif identifié doit être faite selon des critères objectifs et pertinents, essentiellement fondés sur sa valeur de marché, s'il en existe une, ou sur les avantages économiques futurs qu'il permettra de dégager (CRC, règl 99-02, § 2111).

La valeur d'utilité d'une immobilisation incorporelle correspond à sa valeur de marché, lorsqu'il existe un marché actif pour des biens similaires. Par marché actif, on entend un marché sur lequel s'échangent régulièrement à des prix connus des biens de nature homogène.

En l'absence de marché actif, on retient la valeur d'utilité de l'immobilisation incorporelle en se référant notamment à la pratique du secteur concerné (CRC, règl 99-02 § 21122).

La Commission des études comptables de la CNCC confirme que :

- les relations contractuelles avec les clients sont d'une manière générale susceptibles d'être identifiables et évaluables séparément ;
- les relations clientèles identifiables, destinées à l'exploitation, répondent à la définition d'un actif incorporel et doivent être évaluées par l'entreprise consolidante à leur valeur d'utilité et à la date d'acquisition.

En règle générale, la valeur de marché ne peut pas être retenue, car il n'y a pas de marché actif pour ces actifs. En effet, la fréquence et le volume de transactions sont insuffisants pour fournir des informations en continu. Il faut donc retenir une valeur d'utilité fondée sur les avantages économiques futurs en se référant aux pratiques du secteur.

La méthode des comparables peut-être retenue dès lors que les conditions suivantes sont respectées :

- les transactions portent sur des actifs similaires se présentant dans des conditions équivalentes ;
- ces transactions sont effectuées dans un délai raisonnable entre professionnels correctement informés du même secteur d'activité et de la même zone géographique.

Pour la Commission, l'approche multicritère relève des bonnes pratiques d'évaluation et la méthode du surprofit (excess earnings) peut être utilisée ainsi que, le cas échéant, d'autres méthodes pertinentes de manière à conforter la valeur obtenue par la méthode des comparables.

Cette méthode consiste à considérer que la valeur de l'actif incorporel évalué, ne générant pas de flux de trésorerie indépendants, correspond à la valeur actualisée des flux générés par le groupe d'actifs dont il relève, déduction faite de la rémunération des autres actifs (incorporels, corporels, besoin en fonds de roulement...) mis en œuvre. Autrement dit, elle revient à évaluer les relations contractuelles avec les clients, comme si les autres actifs étaient loués.

Cf ci-après article d'Olivier ARTHAUD.

3. Illustration d'une démarche de valorisation d'actif incorporel « gammes de produits dans une société de biotechnologie » :

Pour illustrer ces propos, nous proposons de prendre l'exemple d'une mission de valorisation de gammes produits pour une société de Biotechnologie dans le cadre de l'affectation des écarts de première consolidation.

Pour ce type de mission nous suivons les étapes suivantes :

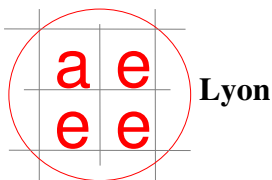
- la compréhension du contexte,
- l'analyse des actifs incorporels de la société, des gammes de produits et de leur positionnement stratégique,
- les travaux de valorisation mis en œuvre :
- la réalisation des tests de sensibilité,
- les conclusions sur les travaux effectués.

La compréhension du contexte :

Dans cette première étape, nous devons analyser

- le secteur,
- les acteurs,
- et l'opération réalisée.

Pour le secteur, nous pouvons nous appuyer sur les études de secteur disponibles, notamment celle de Xerfi. Dans notre cas, nous étions dans le cadre d'un marché mature avec des facteurs structurels favorables (vieillesse de la population, progression des effectifs souffrant d'affections de longue durée, plans nationaux de santé publique, etc.).



Toutefois, les prix étaient sous pression, avec les laboratoires qui poursuivent leur mouvement de consolidation et une forte internationalisation. Par contre, il existe une stratégie de différenciation possible pour les acteurs en ciblant les niches de ce marché.

La société acquise par le groupe est un acteur reconnu et très rentable de ce secteur. Elle développe, produit et commercialise des réactifs destinés au diagnostic et à la recherche dans le domaine des sciences de la vie. Elle avait connu une croissance d'activité importante (supérieure à 10 % en moyenne) sur les quatre dernières années. Les comparaisons des rentabilités (ROCE et ROE) par rapport à ces principaux concurrents indiquaient un positionnement haut de fourchette de l'entreprise.

La prise de contrôle par le groupe s'est faite sur les bases d'un prix de transaction élevé compte tenu du fait de la qualité et de la rentabilité de la société acquise, de son positionnement et des synergies à venir en termes organisationnelles, financières et commerciales. Il est ainsi ressorti un niveau d'écart d'acquisition élevé mais justifié.

Nos premiers travaux de valorisation ont permis de valider la cohérence de la valeur d'entreprise et la valeur des titres retenus dans le cadre de l'opération.

L'analyse des actifs incorporels de la société, des gammes de produits et de leur positionnement stratégique,

Une fois ces préalables effectués, nous nous sommes intéressés aux facteurs explicatifs de l'écart de première consolidation, et avons réalisé une analyse des actifs et passifs identifiables et évaluables.

Pour les identifier, nous nous sommes appuyés sur :

- les rencontres et les discussions avec les membres du management, DAF et Responsable Comptable,
- l'analyse du positionnement stratégique de la société sur son marché et de ses relations commerciales.

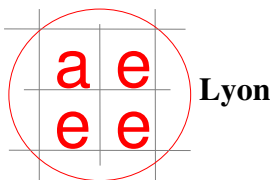
Dans notre cas, les seuls actifs incorporels identifiables, évaluables et reconnaissables dans les comptes consolidés étaient des gammes de produit développées en interne et des gammes de produit distribuées en mode exclusif sur un territoire délimité. Cette analyse nous a également permis de nous déterminer sur la durée d'exploitation normative et estimable de chacune des gammes ou de chacun des actifs identifiés.

Enfin, il était également nécessaire de corroborer le positionnement stratégique de chacune de ces gammes avec l'analyse de marché de la première étape. Cela nous a permis par la suite de nous positionner sur le BP notamment en termes de résultat, de durée et de probabilité de renouvellement.

Les travaux de valorisation mis en œuvre :

Compte tenu de l'absence de transactions de marché sur ce type d'actif, nous avons donc valorisé les incorporels selon des méthodes basées sur les avantages économiques futurs. Deux méthodes peuvent-être retenues dans ce cadre, les méthodes de valorisation par :

- les surprofits ;
- les redevances.



Le choix entre ces deux méthodes s'opère en fonction de la nature d'exploitation de la gamme. Pour les gammes de produit développées en interne, nous appliquons la méthode des redevances. En effet, dans le cadre de la gamme développée en interne, la société dispose d'un droit d'utilisation de cette gamme qu'elle peut licencier à un tiers. La valorisation de ce droit est donc estimée par les redevances que serait prêt à verser l'exploitant de la licence.

Pour les gammes en distribution, nous appliquons celle des surprofits. Dans ce cas, le droit de la société consiste en un contrat d'exclusivité territoriale de distribution de gammes de produits. La société, qui obtient ce droit, l'acquiert pour le surprofit qu'elle entend réaliser en vendant ces gammes de produits plutôt que des gammes concurrentes. La valorisation de ce droit est donc estimée par le biais de ce surprofit réalisé sur la période d'exploitation.

Méthode des redevances :

Cette méthode consiste à déterminer les revenus futurs qui pourraient résulter de l'exploitation, par un tiers et sous contrat de licence, des différentes gammes, par référence aux taux de redevance qui peuvent être appliqués pour ce type de contrat dans le même secteur ou pour lesquels le management serait prêt à licencier sa technologie. La méthode des redevances permet d'estimer directement la valeur de chaque gamme (approche directe).

Elle consiste à estimer les flux de trésorerie attribuables à la gamme par référence aux niveaux de redevances exigés pour l'utilisation de gammes comparables en termes de positionnement et de marge générée. Ces flux sont ensuite actualisés à un taux reflétant le risque associé à la gamme. Ce taux est en général retenu comme le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC).

La principale difficulté de cette approche réside dans la collecte de références comparables et rendues publiques, et, le cas échéant, dans la détermination de taux de redevances en fonction de différents critères.

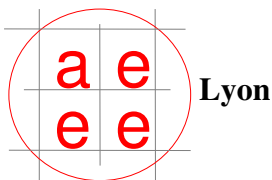
Les étapes de la mise en œuvre :

- Déterminer la base de chiffre d'affaires ainsi que la durée d'exploitation pour chaque gamme,
- Déterminer le taux de redevance attribuables à chaque gamme,
- Calculer les flux estimés, après déduction d'un taux d'impôt normatif,
- Déterminer le coût du capital à utiliser pour actualiser les flux de revenus futurs estimés.

Les points d'attention

Le chiffre d'affaires doit être fourni par le management sur la base de leur connaissance du marché et de leurs perspectives de développement, et faire l'objet d'une revue critique de la part de l'évaluateur basée sur les tendances intrinsèques de l'entreprise et de celles propres aux secteurs.

Les taux de redevances sont déterminés sur la base des taux d'EBIT afin de tenir compte des frais de R&D, de marketing, de juridique, d'administratif et de masse salariale. Pour valider ces taux de redevances, il faut les comparer à des taux de redevances publiés sur des gammes comparables.



Les taux de redevances sont propres à chaque secteur, les fourchettes peuvent être larges de 2 % à plus de 10 % selon les secteurs. Si l'entreprise a déjà licencié ou a pris en licence certaines gammes alors, nous pouvons nous appuyer sur ces données pour fixer le taux. Il est également important de les comparer avec des données externes et dans ce cas, l'accès aux bases de données spécifiques est donc nécessaire.

La durée d'exploitation doit être basée sur le cadre juridique et l'historique de la gamme développée.

Méthode des surprofits :

Cette méthode est basée sur la surrentabilité que génère l'exploitation des gammes par la société. Pour déterminer cette surperformance, nous comparons la rentabilité prévue sur un horizon explicite avec celle attendue par les apporteurs de capitaux. La différence entre les deux constitue le surprofit attribuable à la gamme.

Pour la mise en œuvre, il est nécessaire d'obtenir un BP par gamme sur un horizon d'exploitation défini et de savoir quels sont les autres actifs nécessaires à la distribution de la gamme.

Les flux ainsi définis sont fiscalisés et sont ensuite actualisés à un taux reflétant le risque associé à la gamme. Ce taux est en général retenu comme le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC). La principale difficulté de cette approche réside dans la détermination des flux directement attribuables à la gamme.

Les étapes de la mise en œuvre :

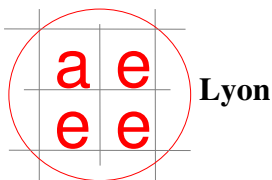
- Déterminer la base de chiffre d'affaires ainsi que la durée d'exploitation et la probabilité de renouvellement induite pour chaque gamme,
- Déterminer les taux de marge brute et d'EBIT attribuables à chaque gamme,
- Calculer les flux estimés, après déduction d'un taux d'impôt normatif,
- Déterminer la charge capitalistique du BFR, de l'actif immobilisé et du capital humain,
- Déterminer le coût du capital à utiliser pour actualiser les flux de revenus futurs estimés.

Les points d'attention :

Le chiffre d'affaires, le taux de marge brute, les charges d'exploitation directement attribuables à chaque gamme doivent être fournis par le management sur la base de leur connaissance du marché et de leurs perspectives de développement, et faire l'objet d'une revue critique de la part de l'évaluateur basée sur les tendances intrinsèques de l'entreprise et de celles propres aux secteurs.

La durée d'exploitation et les probabilités de renouvellement doivent être basées sur le cadre juridique et l'historique du contrat de distribution accordé.

Les taux de charges capitalistiques relatives au BFR, à l'actif immobilisé, au capital humain et aux autres incorporels sont définis au réel sur la base des données financières historiques et prévisionnelles de l'entreprise.



La réalisation des tests de sensibilité,

Pour la méthode des redevances, les tests de sensibilité peuvent être réalisés sur les taux d'actualisation & les taux de redevances, ainsi que les taux d'actualisation & la durée du prévisionnel.

Pour la méthode des surprofits, les tests de sensibilité peuvent être réalisés sur les taux d'actualisation & les taux d'EBIT, ainsi que les taux d'actualisation & les taux de renouvellement.

Si la revue critique du budget prévisionnel fait ressortir des incertitudes sur la réalisation des niveaux de chiffre d'affaires, des tests de sensibilité peuvent également être réalisés sur le CA & taux d'actualisation.

Les conclusions sur les travaux effectués.

Comme pour la valorisation d'entreprise, les méthodes mises en œuvre dans le cadre de la valorisation amènent à la définition de fourchettes de valeur. Il reste donc à se positionner dans ses fourchettes. Pour cela, nous nous appuyons sur les conclusions de l'analyse stratégique réalisée au préalable et au cycle de vie de chaque gamme.

Enfin un test de WARA (Weighted Average Rate of return on Assets) peut être mis en place afin de s'assurer de la cohérence des valeurs et des rendements attribués à chaque catégorie d'actif.

Dans le cadre de ce test, un taux de rendement est appliqué à la valeur brute de chaque actif pour obtenir la charge contributive de chacun de ces actifs. Le taux de WARA est ensuite obtenu en divisant la somme des charges contributives par la somme des valeurs brutes des actifs. Ce taux de WARA est comparé au taux de WACC pour ainsi valider la cohérence entre le taux moyen pondéré de rendement des actifs avec le coût moyen pondéré des capitaux.

L'allocation du prix d'acquisition dans les comptes consolidés et problématiques d'évaluation

Olivier Arthaud – Président Arthaud&Associés – membre A3E

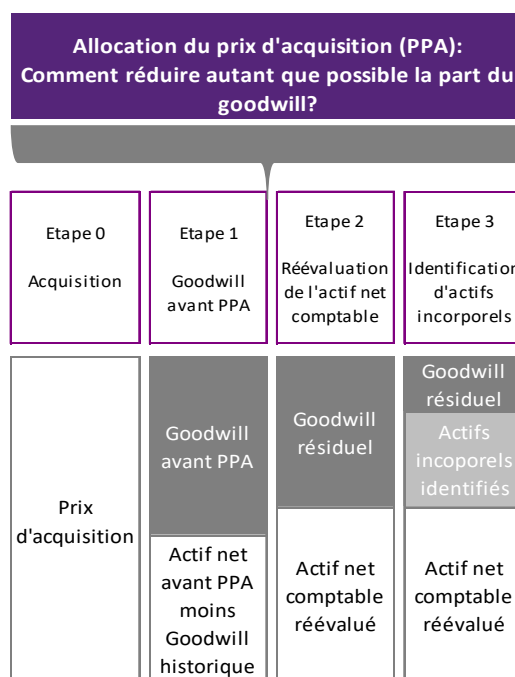
Cet article a pour vocation dans un premier temps de rappeler les principes applicables en matière d'allocation du prix d'acquisition dans les comptes consolidés en normes françaises.

Dans un second temps, il met en évidence les problématiques d'évaluation qui peuvent se poser. Enfin, il illustre les réflexions sur un cas pratique dans le secteur de la bureautique posé à la CNCC.

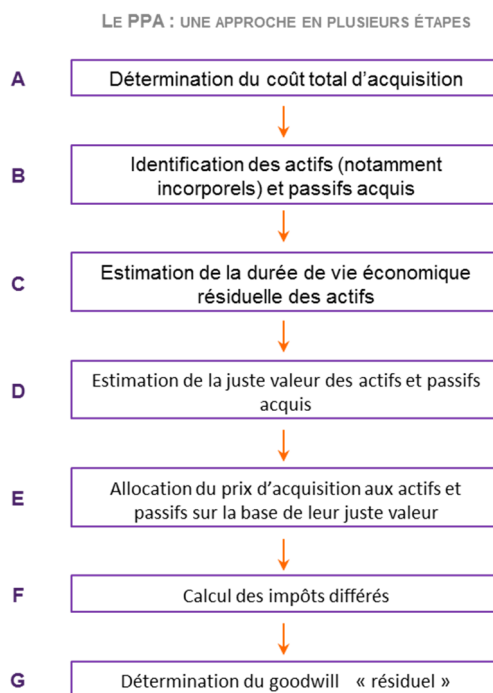
1. Principes applicables en normes françaises :

Commençons par rappeler l'objectif de l'allocation du prix d'acquisition dans les comptes consolidés. Selon les principes français du règlement ANC 2015-07 (anciennement CRC 99-02), à l'occasion d'une entrée dans le périmètre de consolidation, les actifs et les passifs identifiables acquis sont inscrits au bilan consolidé à leur valeur d'entrée déterminée en fonction de l'usage prévu par l'entreprise consolidante.

L'objectif principal du PPA est de réduire au maximum le GW résiduel qui correspond à la survaleur non affectable à des actifs déterminés. Le mécanisme du PPA peut se schématiser comme suit :

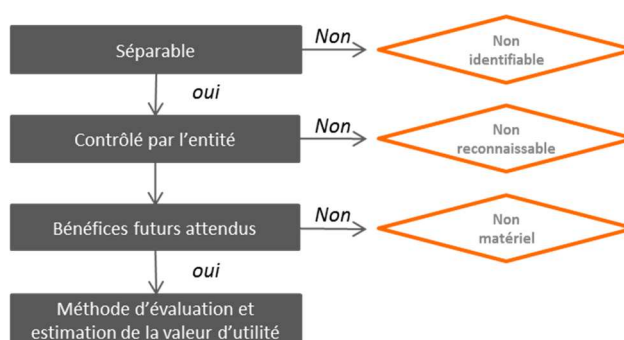


Ce travail passe par les étapes suivantes :



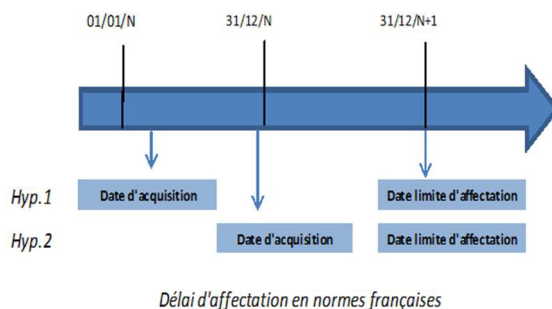
Il est possible de valoriser des constructions, installations techniques, stocks,..., des passifs., mais en pratique ce sont très souvent les incorporels qui donne lieu à réévaluation. Aussi, cet article est focalisé sur l'évaluation des incorporels dans le cadre d'un PPA.

Dans les comptes sociaux, les incorporels identifiés répondent aux critères de reconnaissance ci-dessous :



Dans les comptes consolidés, le règlement ANC 2016-07 de novembre 2016 dispose qu'en normes françaises, « l'évaluation des actifs et passifs identifiables doit être faite en fonction de la situation existante à la date d'entrée de l'entreprise dans le périmètre de consolidation, sans que les évènements ultérieurs puissent être pris en considération ».

Cependant, il est prévu un délai pour effectuer ces évaluations et affectations, la date limite étant la deuxième clôture suivant la date d'acquisition, soit entre douze et vingt-quatre mois suivant la date d'acquisition.



2. Problématiques d'évaluation :

Les normes distinguent les biens destinés à l'exploitation et les biens non destinés à l'exploitation :

- les biens non destinés à l'exploitation, qui intègrent les biens destinés à être revendus à brève échéance, sont à évaluer à leur valeur de marché (en cas d'offre ferme reçue,...), ou, à défaut, à leur valeur vénale (par application de la méthode des transactions comparables).
- les biens destinés à l'exploitation sont à évaluer à leur valeur d'utilité. Il s'agit du « prix que l'acquéreur aurait accepté de payer s'il avait acquis ces éléments séparément, compte tenu de l'usage qu'il compte en faire ».

Les normes françaises indiquent qu'il s'agit des éléments susceptibles d'être évalués séparément dans des conditions permettant un suivi de valeur. Quant aux éléments incorporels, chacun d'eux est reconnu et inscrit séparément au bilan consolidé dès lors qu'il répond aux conditions d'activation générales prévues pour les comptes individuels.

Au-delà, du critère de séparabilité, il faut que l'élément incorporel puisse être évalué avec une fiabilité suffisante.

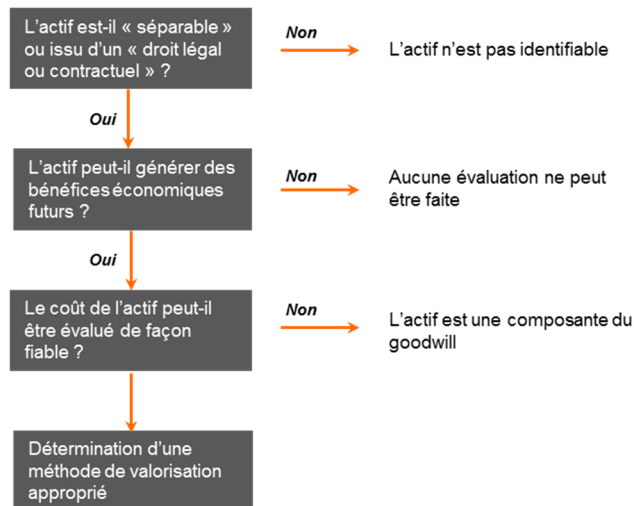
Il est précisé que la Valeur d'utilité correspond au prix que l'entité consolidante aurait accepté de payer si elle avait acquis ces éléments séparément, compte tenu de l'usage qu'elle compte en faire.

Il existe une exception relative aux immobilisations incorporelles : en effet la priorité est donnée à la valeur de marché, même s'il est vrai que peu d'actifs incorporels sont dans ce cas : joueurs de foot, carte d'agents immobiliers,... A défaut de marché actif, il convient de se référer à la pratique du secteur concerné.

Il ressort des études réalisées sur les groupes cotés (IFRS) que les deux actifs les plus courants reconnus dans un PPA sont : la marque et, dans certains cas, les relations clientèles.

En revanche, en normes françaises les relations clientèles sont rarement affectées.

Les critères de comptabilisation d'un actif incorporel sont les suivants :



Il est précisé que la part de marché n'est pas un actif incorporel (en normes françaises, ni étrangères)

Le capital humain est quant à lui un actif, mais il ne peut pas être reconnu séparément du goodwill en l'absence d'évaluation fiable, car la société ne dispose pas de droit juridique ni de contrôle sur ses équipes.

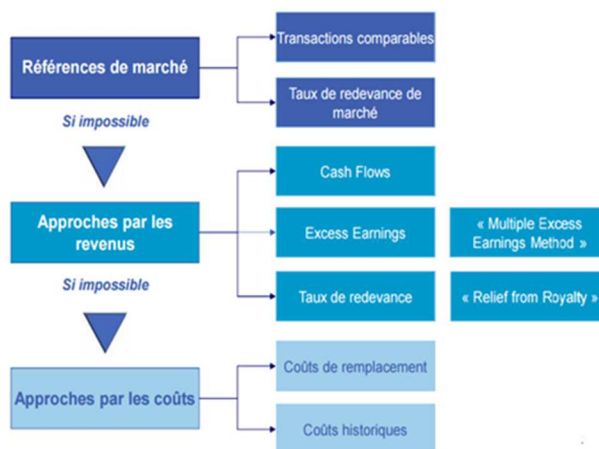
Comment évaluer ces actifs incorporels ?

Se pose donc la question des méthodes d'évaluation applicables dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition dans les comptes consolidés.

L'estimation de la juste valeur des actifs et passifs de la cible qui sont identifiés au cours du processus de regroupement d'entreprise semble pouvoir faire appel à plusieurs méthodes d'évaluation, à savoir :

- des méthodes qui font référence à un marché actif : négociation sur un marché actif et prix disponibles au public, mais encore les situations où on dispose d'une offre de prix par un acteur indépendant, dans le cadre d'une négociation effectuée en situation de concurrence normale
- s'il n'y a pas de marché actif, la juste valeur est estimée sur la base du montant qu'un acquéreur paierait dans le cadre d'une transaction entre parties consentantes et bien informées, en se fondant sur la meilleure information disponible.
- enfin, il est possible d'utiliser des techniques de calcul de valeur actualisée, dès lors qu'elles permettent de conduire à une estimation fiable.

Hiérarchie des méthodes



En normes IFRS, les techniques d'évaluation ont été classées en 3 niveaux reflétant le degré d'utilisation des données observables.

- Les techniques d'évaluation de niveau 1 sont fondées sur des prix faisant l'objet d'une cotation sur un marché actif et portant sur des actifs ou passifs identiques à ceux devant être évalués,
- Les techniques d'évaluation de niveau 2 sont fondées sur des données observables autres que celles utilisées par les évaluations de niveau 1, soit directement, soit indirectement,
- Les techniques d'évaluation de niveau 3 sont celles utilisant des données non observables, issues par exemple de calculs d'extrapolations.

3. Illustration avec un cas soumis à la CNCC

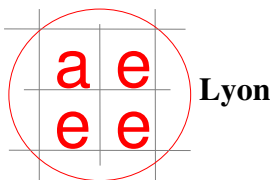
Il a été posé à la Commission des études comptables de la CNCC la question suivante : lorsque l'entité acquise exerce dans le secteur d'activité des distributeurs indépendants de matériels d'impression, qu'en est-il pour des relations clientèle résultant de droits contractuels attachés aux contrats de maintenance de matériels d'impression en cours à la date du regroupement (potentielles conclusions de nouveaux contrats avec ces mêmes clients) ?

Il est précisé que la pratique de ce secteur est d'évaluer les relations clientèle attachées aux contrats de maintenance selon un pourcentage du « chiffre d'affaires maintenance » (CA généré par les contrats).

CARACTERE IDENTIFIABLE DE CES RELATIONS DE CLIENTÈLE

La Commission des études comptables de la CNCC a confirmé en 2019 que :

- *les relations contractuelles avec les clients sont d'une manière générale susceptibles d'être identifiables et évaluables séparément ;*



- les relations clientèle identifiables, destinées à l'exploitation, répondent à la définition d'un actif incorporel et doivent être évaluées par l'entreprise consolidante à leur valeur d'utilité et à la date d'acquisition.

MÉTHODES À RETENIR POUR LES ÉVALUER

Selon la Commission, dans ce cas particulier, la valeur de marché ne peut pas être retenue, car il n'y a pas de marché actif pour ces actifs. En effet, la fréquence et le volume de transactions sont insuffisants pour fournir des informations en continu.

Il faut donc retenir une valeur d'utilité fondée sur les avantages économiques futurs en se référant aux pratiques du secteur.

Méthode des comparables :

La Commission précise que rien n'interdit d'utiliser la méthode des comparables dès lors qu'elle fait référence dans le secteur d'activité concerné et que les comparables portent sur le même actif, sous les conditions suivantes :

- les transactions portent sur des actifs similaires se présentant dans des conditions équivalentes ;
- ces transactions sont effectuées dans un délai raisonnable entre professionnels correctement informés du même secteur d'activité et de la même zone géographique.

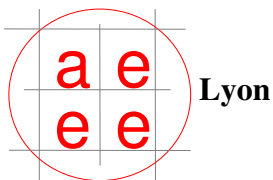
Au cas particulier du secteur de la bureautique (matériels d'impression), les valorisations des fonds commerciaux se font en % du Chiffre d'affaires maintenance (récurrent) avec des fourchettes variant de 75% à 150% en fonction de la qualité du parc de copieurs. L'approche qualitative prend en compte le Chiffre d'affaires moyen maintenance par copieur, les prix moyens des coûts copie, les marques constructeurs distribuées, la rentabilité globale de l'activité, la durée des contrats et l'ancienneté moyenne du parc....

La méthode des comparables est donc considérée comme une approche satisfaisante de la valeur de marché telle que définie dans la méthodologie des tests de dépréciation, compte tenu du fait que les comparables ont été déterminés à partir des pratiques sectorielles, reposant sur des transactions fréquentes, disponibles, et observables dans les bases de données. La relation clientèle dans le cas évoqué correspond bien à la motivation économique du rachat : rachat d'un portefeuille de contrats.

Il existe de nombreux secteurs pour lesquels le rachat porte spécifiquement sur l'acquisition d'un portefeuille de clientèle / de contrat avec des pratiques sectorielles observables sur la valorisation (ex : sécurité, nettoyage, immobilier,...).

Recommandation : approche multi-critères

La valeur d'utilité déterminée (en tant qu'approche de la valeur de marché dans le cas présent) par la seule méthode des comparables utilisée dans les conditions précitées est-elle suffisamment fiable ?



Pour la Commission, l'approche multi-critères relève des bonnes pratiques d'évaluation et la méthode du surprofit (excess earnings) peut être utilisée ainsi que, le cas échéant, d'autres méthodes pertinentes de manière à conforter la valeur obtenue par la méthode des comparables.

Cette méthode consiste à considérer que la valeur de l'actif incorporel évalué, ne générant pas de flux de trésorerie indépendants, correspond à la valeur actualisée des flux générés par le groupe d'actifs dont il relève, déduction faite de la rémunération des autres actifs (incorporels, corporels, besoin en fonds de roulement...) mis en œuvre.

Autrement dit, elle revient à évaluer les relations contractuelles avec les clients, comme si les autres actifs étaient loués.

Dans le cas présent, cette méthode a confirmé la valeur déterminée à partir des comparables.

En conclusion

- Les actifs et passifs identifiables corporels et incorporels d'une entreprise acquise doivent faire l'objet d'une évaluation dans le cadre de l'allocation du prix d'acquisition.
- Pour évaluer les relations clientèle en l'absence de marché actif, la méthode des comparables peut être utilisée si elle fait référence dans le secteur concerné.
- La méthode « excess earnings » peut compléter la méthode des comparables dans le cadre de l'approche multi-critères.

Suite (mais pas fin) de la saga des impacts d'IFRS 16 sur les évaluations et les tests de dépréciation

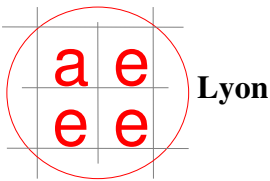
Christophe VELUT – Directeur Général ORFIS – Président A3E

Suite de la lettre A3E du 2ème trimestre 2019, à laquelle nous vous invitons à vous reporter.

Où en est-on à date ?

- les évaluateurs maintiennent leur position de « détricoter » les impacts d'IFRS 16 pour effectuer une évaluation, sauf secteurs particuliers (ex : aviation, hôtellerie,...), pour lesquels le retraitement était déjà effectué,
- la SFAF (association des analystes financiers) a annoncé son intention de créer un Observatoire IFRS 16 pour centraliser auprès de ses 1 600 membres les difficultés pratiques liées à l'application d'IFRS 16,
- nous ne savons toujours pas comment les données liées à IFRS 16 seront retraitées dans les bases de données,
- les nombreuses difficultés pratiques d'application de la norme, soit dans les adaptations du business plan (prise en compte des renouvellements, calcul de la valeur terminale,...) sont toujours là,
- il n'y a toujours pas de consensus sur l'ajustement éventuel comptable du wacc pour la réalisation des tests de dépréciation post IFRS 16. Quelques réflexions intéressantes ont été publiées récemment (consistant à calculer un wacc pondéré en retenant 3 composantes : les 2 composantes qui existaient traditionnellement : coût des fonds propres et coût de l'endettement, et une nouvelle composante avec les dettes IFRS 16 et un taux associé). **Il est cependant très regrettable que ces réflexions soient à ce jour trop « simplistes » : elles sont construites sur la base d'hypothèses qui par construction, doivent conduire au même résultat pré et post IFRS 16, mais totalement déconnectées des réalités pratiques des entreprises.**
- Il est à noter que ces réflexions sur l'ajustement du wacc conduisent à minorer les wacc, ce qui n'est pas prudent, si les ajustements des BP ne sont pas effectués de manière plus fiable et rigoureuse. Par ailleurs, comme indiqué au début de ce chapitre, le risque de remontée des taux (lié au niveau excessivement bas), conjugué aux signes de ralentissement économiques risque de conduire à une probable remontée des wacc dans le futur,
- Maintien de la recommandation des auditeurs de conserver à ce jour la distinction entre contrats de location financement / simples.
- Réflexion en cours pour considérer certains contrats de location financement comme des achats en substance.

Une option 3 (*) avait été introduite par A3E et relayée par la CNCC pour la clôture des comptes semestriels 2019, mais avec une insécurité quant à son acceptabilité pour la clôture annuelle.



Le département EIP de la CNCC est en phase de finalisation de la confirmation de l'acceptabilité de l'option 3 pour la clôture 2019 « à date », en tant « qu'approximation acceptable » pour la mise en œuvre des tests de dépréciation post IFRS 16.

Cette position devrait être présentée mi décembre dans le cadre d'une réunion organisée par la CNCC sur les points d'attention pour la clôture annuelle 2019.

L'AMF a déjà confirmé son accord de principe, tout recommandant d'être très prudents dans le cas où cette option conduirait à ne pas constater une dépréciation, qui aurait été constatée en réalisant les tests « pré IFRS 16 ».

Cette position apportera plus de sécurité pour les émetteurs et les auditeurs,..., et sera en phase avec les recommandations des évaluateurs.

Jamais une norme n'aura mobilisé autant d'énergie et fait couler autant d'encre..., et ce n'est pas fini !!!

L'association A3E confirme plus que jamais son implication très forte dans la réflexion sur ce sujet très structurant pour tous les acteurs.

() rappel des principaux points de l'option 3 (cf lettre A3E T2 2019) :*

- prise en compte des actifs liés aux droits d'utilisation dans la valeur comptable des UGT,
 - prise en compte des dettes liées aux obligations locatives dans la valeur comptable des UGT,
 - maintien des BP existants (charges de location simple maintenues dans l'EBITDA),
- ... tout en portant une attention particulière à la cohérence entre les dettes financières IFRS 16, et les flux (à titre d'exemple : les dettes IFRS 16 ne doivent pas prendre en compte les dettes liées aux contrats de location financement, si les loyers correspondants n'ont pas été pris en compte dans l'EBITDA).