

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°35 – 4^{ème} trimestre 2021

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- 2021, l'année de tous les records
Page 13
- Quelles perspectives?
Un retour à plus de normalisation
Page 14
- Management package,
peut-on définir une pratique de marché....
Page 18
- Pour une valorisation
du fonds de commerce cohérente avec celle
de l'entreprise
Page 26

Edito du Président : ***un retour à la normalisation,...., difficile à intégrer dans les évaluations***

Les marchés sont inquiets de l'évolution de la politique des banques centrales, qui devient moins accommodante avec les tensions inflationnistes, liées notamment à la surchauffe liée à la forte croissance post-covid.

En réalité, c'est la situation de taux négatifs et de taux d'inflation bas durablement qui n'était pas normale. En effet, outre le fait que les déficits importants des déficits publics ne sont pas tenables dans la durée, la politique moins accommodante des banques centrales, l'augmentation de l'inflation et des taux sont un retour à une certaine normalisation. Le ralentissement des taux de croissance du PIB, du taux d'inflation et la poursuite de l'augmentation des taux sont également normaux. Rien d'alarmant en 1^{ère} lecture que de revenir à une situation normale, avec un taux d'inflation cible de 2% (qui reste la référence cible depuis plusieurs décennies), une croissance plus raisonnable, des taux sans risques, qui malgré leur progression restent très en-deçà de leurs moyennes historiques à 4,5%.

Les fondamentaux de nombreuses entreprises sont solides en ce début d'année 2022, mais il faudra probablement attendre fin 2022 afin de savoir si nous avons atteint la fin d'un cycle haussier, et d'avoir plus de recul sur les tendances à moyen terme, entre une année 2020 souvent catastrophique, et une année 2021 avec de nombreux records battus, dont une partie constitue un rattrapage.

Des taux sans risques plus en ligne avec le risque freineront certainement les « aspirations spéculatives qui ont été exacerbées depuis 2 ans ; il serait salutaire que certaines valorisations reviennent à la normale, et que les prix convergent de nouveau un peu plus vers les valeurs.

Dans ce contexte de retour à la normale, l'établissement des prévisions est plus que jamais un exercice complexe. Le travail de l'évaluateur fait plus que jamais appel au jugement, quelque soit la méthode mise en œuvre (choix des transactions, choix des exercices, retraitements / pondération des agrégats, flux normatif pour le calcul de la valeur terminale. Le risque d'erreur est très élevé, dans les 2 sens, si les évaluations ne sont pas réalisées avec discernement. La mise en œuvre de la méthode des transactions n'est pas en particulier « un long fleuve tranquille », ce qui nous amène dans certains cas à ne pas la retenir, ou en tant que pas en tant que méthode principale.

Certains facteurs sont préoccupants : l'impact de la hausse des taux sur les dettes publiques qui ont explosé depuis la crise sanitaire, pour soutenir, puis booster l'économie, les pénuries de main d'œuvre constatées dans tous les secteurs, malgré un taux de chômage qui reste élevé en France, témoignant d'un taux « d'employabilité » élevé, les tensions sur l'énergie et les matières premières,...., et les risques géo-politiques forts apparus au moment de la diffusion de la lettre, concernant l'Ukraine.

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

⇒ **Une résilience exceptionnelle et un rebond d'une ampleur inattendue des marchés boursiers :**

Qui eut cru fin 2020 que le CAC allait connaître une progression en 2021 pour atteindre record historique sur le 4^{ème} trimestre 2021 ? Ce rebond est d'un niveau exceptionnel, justifié en partie par les niveaux de records de résultats constatés en 2021 par la plupart des sociétés cotées (cf infra). Rappelons que sur certains marchés, la croissance est tirée en grande partie par les principaux acteurs de la nouvelle technologie, qui représentent un poids de plus important de la capitalisation boursière (c'est le cas des GAFAs sur le marché américain).

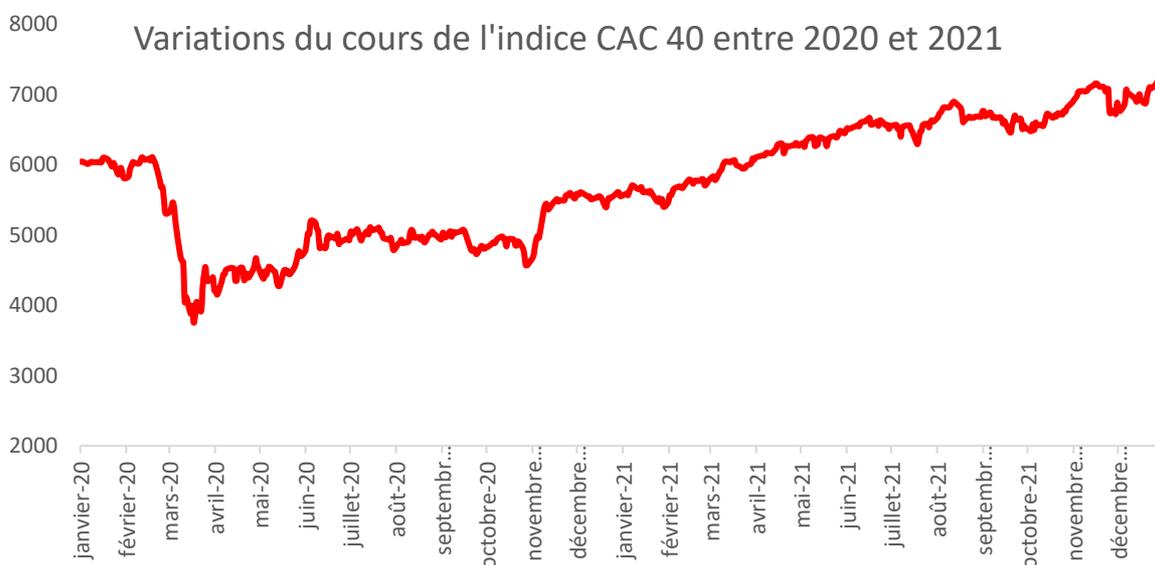
Le décrochage brutal constaté sur le 2^{ème} trimestre 2020 a été finalement d'une portée limitée, et d'une ampleur très inférieure à celle générée par la crise de 2008, qui rappelons-le était une crise financière et non économique.

Le graphe ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 20 ans.



Source : abcbourse.com

Le graphe ci-après présente la courbe de l'évolution du CAC 40 avec une granularité plus fine, depuis janvier 2020 :



Source : Bourse direct

=> Une volatilité et une nervosité des marchés qui reste toujours très élevée,... sans pour autant qu'il existe d'alternative motivante aux actions :

Pour rappel, le Vix était monté à plus de 82 % en mars 2020 lors de l'annonce du premier confinement, puis à 41 % en octobre 2020 lors de l'annonce du second confinement.

Le Vix était ensuite descendu à 23% fin décembre 2020, contre 14 % à fin décembre 2019.

La volatilité a baissé en moyenne en 2021 (T1= 23,2% ; T2= 18% ; T3 = 18,29% ; T4= 19,24%), tout en restant à un niveau supérieur à la volatilité d'avant crise.

Ces moyennes masquent des fluctuations importantes. Ainsi le Vix atteint une fourchette très importante : 14.1%-37.5% au 1^{er} semestre 2021, et 14.25%-35.32% sur le 2nd semestre 2021.

La volatilité reste donc à un niveau élevé fin 2021, qui témoigne la sensibilité très forte des marchés au moindre « grain de sable »,... et plus généralement l'aversion aux risques. Pour autant, il n'existe toujours pas, malgré la remontée des taux, de rendements plus attrayants que les actions (effet TINA : there is no alternative),..., qui génère une appétence aux risques et un goût de l'aventure qui reste élevé. C'est tout le paradoxe des marchés depuis plusieurs années, avec le syndrome du FOMO (fear of missing out, ou plus simplement la crainte de rater un bon coup).

La volatilité tend à s'intensifier début 2022, preuve de la nervosité des acteurs du marché, engendrant des mouvements erratiques de forte amplitude sur la plupart des indices. A titre d'exemple, le « trou d'air » de fin janvier 2022, lorsque la Fed a annoncé qu'elle commencerait à remonter ses taux d'intérêt en mars.

Heureusement, les niveaux records de certaines entreprises emblématiques du CAC 40 (cf article ci-après), apportent un certain réconfort.

=> Qu'en est-il de la prime de risque covid ?

Pour information, la prime de risque dite « Covid » estimée par certains experts à 3 points en mars/ avril 2020, redescendue à moins de 1 point en juin 2020, n'est pas réellement apparue fin décembre 2020.

Sauf cas exceptionnel les tests de dépréciations réalisés par les sociétés du SBF 120 n'ont pas intégré de prime de risques covid au 31 décembre 2020,... et ni au 30 juin 2021 malgré les reconfinements successifs.

Loin On peut constater à l'inverse que les wacc de marché ont généralement évolué à la baisse en fin d'année. On peut également constater l'impact beaucoup plus important des primes de taille dans les valorisations, selon les mesures des cabinets spécialisés/

=> Qu'en est-il du scénario en « V » évoqué début 2021 par certains analystes ?

Dans ce climat d'incertitudes très élevées, l'exercice de mise à jour des prévisions est plus que jamais un travail complexe pour les groupes. Comme nous l'avons indiqué dans la précédente lettre A3E, s'il est certain que la forte volatilité de la bourse fait la joie des spéculateurs, il est peu probable que le scénario « en V » constaté lors des précédentes crises (et constaté pour l'évolution de certains indicateurs tels que le PIB, cf infra) se reproduise. Il est même exclu pour la réserve fédérale américaine.

=> Evolution des indices de différentes places boursières :

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certaines places boursières:

	Evolution des indices boursiers au 31 décembre 2021 depuis le 1 ^{er} octobre 2021	Evolution des indices boursiers au 30 septembre 2021 depuis le 1 ^{er} juillet 2021	Moyenne des variations sur l'année 2021
S&P 500	10,72%	0,22%	26,94%
France - CAC40	9,71%	0,19%	28,85%
Allemagne – DAX	4,09%	-1,74%	15,79%
Espagne - Ibex 35	-0,94%	-0,28%	7,93%
Angleterre - FTSE 100	4,21%	0,70%	14,30%
Italie - FTSE MIB	6,47%	2,32%	23%

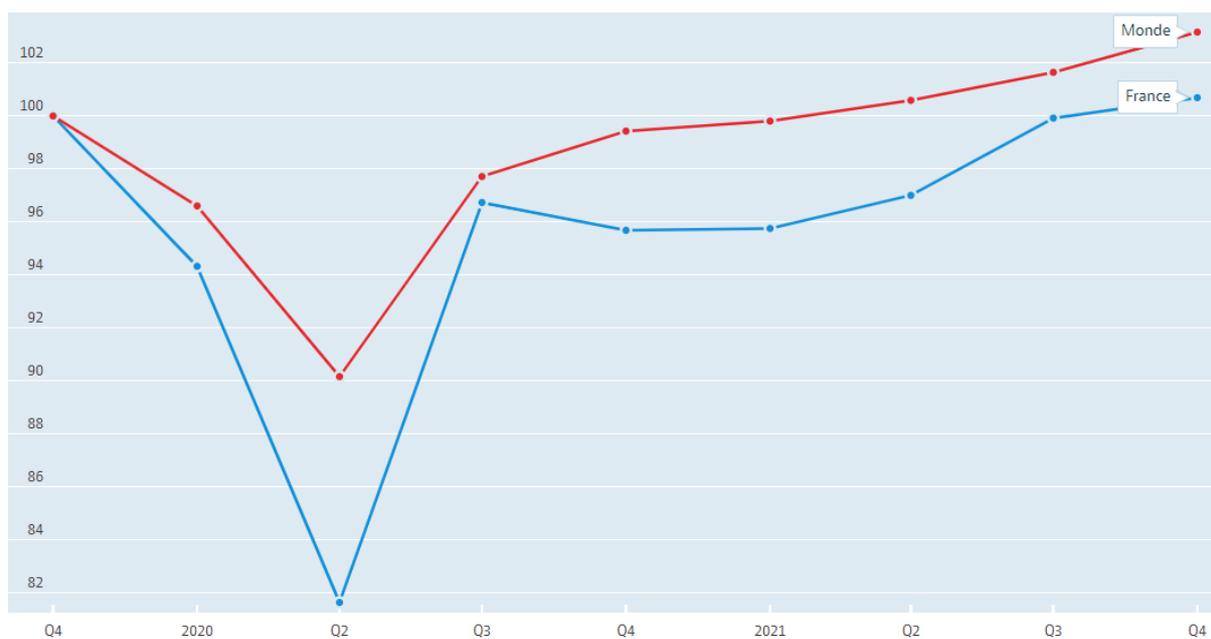
Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

INFO NEWS (2/5)

- Le tableau ci-après met en évidence l'évolution du taux de croissance du PIB en % en France et du PIB mondial sur les 20 dernières années :



Source : OCDE – Taux de croissance du PIB réel sur les 20 dernières années.
La courbe bleue représente l'évolution du PIB mondial, la courbe rouge représente l'évolution du PIB Français



Source : OCDE – PIB réel 31/12/2021 – base T4 2019 (base 100)
La courbe rouge représente l'évolution du PIB mondial, la courbe bleue représente l'évolution du PIB Français

=>Une progression historique du PIB, même si elle intervient après une forte baisse constatée en 2020 :

Le taux de croissance du PIB pour la zone euro s’élève à + 5.2% pour 2021 **soit la plus forte progression depuis 1996**, à relativiser à la suite de la chute de 6.4 % enregistrée pour l’année 2020.

Ces taux sont inférieurs aux taux de croissance des PIB des Etats-Unis et de la Chine, respectivement 5.7% et 8.1% en 2021.

Les prévisions pour 2022 de la zone euro étaient estimées par la CE en novembre 2021 à 4.3%. Elles ont été revues début 2022 à la baisse à 4% pour la zone euro en raison de la pandémie de COVID-19, des prix élevés de l’énergie et des perturbations continues de l’offre et a notamment relevé sa prévision d’inflation. Les prévisions 2022 s’élèvent pour la France et l’Allemagne respectivement à +3.6% et +4,2%.

=> Un ralentissement significatif et sans surprise des taux de croissance attendus sur les prochaines années :

Les taux de croissance attendus pour les prochaines années par le FMI en 2021 pour certains pays sont présentés dans le tableau ci-dessous :

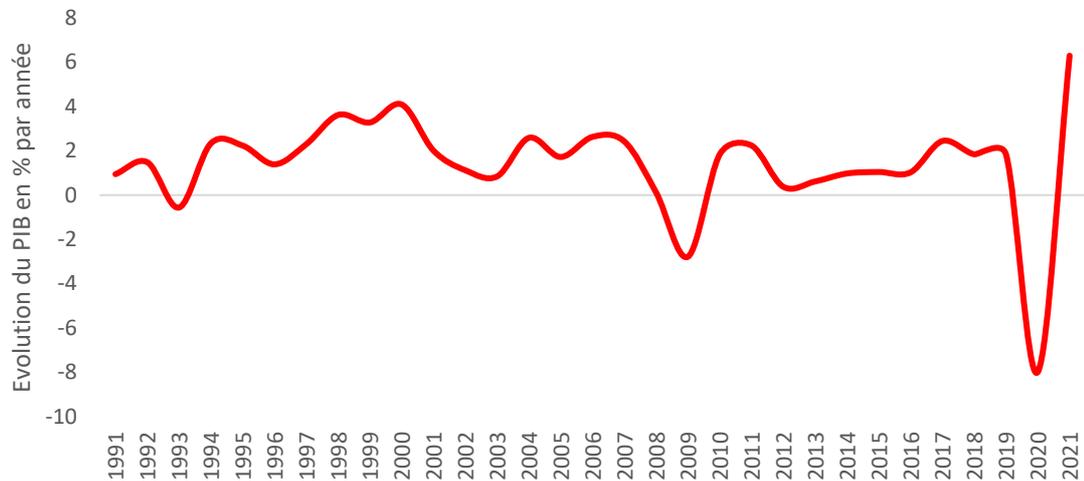
	2022	2023	2024	2025	2026
France	3,9%	1,8%	1,5%	1,4%	1,4%
Etats-Unis	5,2%	2,2%	1,7%	1,7%	1,7%
Allemagne	4,6%	1,6%	1,4%	1,2%	1,1%
Chine	5,6%	5,3%	5,3%	5,1%	4,9%

La situation très contrastée selon les zones géographiques (Europe, Asie, Etats-Unis) présentée dans les précédentes lettres A3E existe toujours, comme exprimé ci-dessus. Seule la Chine maintient des perspectives de croissance élevées sur les 5 prochaines années.

Le niveau d’incertitude sur le plan économique est traduit dans la grande disparité des prévisions de croissance du PIB selon les économistes (banque de France, FMI, OCDE, ...).

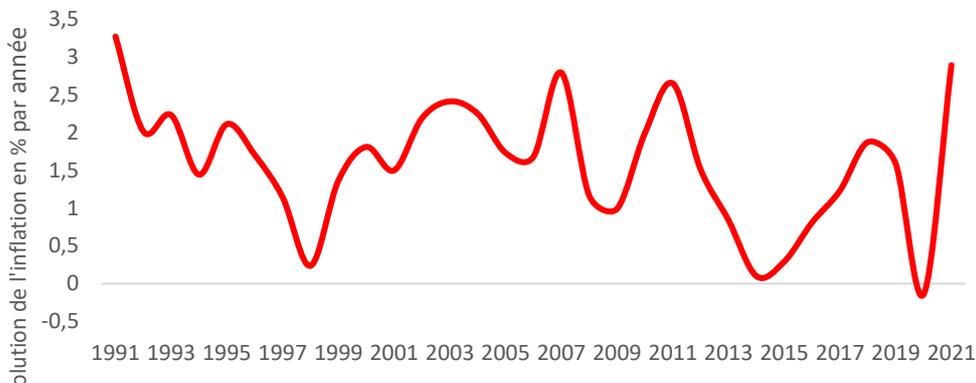
Pour information la courbe d'évolution du PIB et de l'inflation lors de ces 30 dernières années est présentée ci-après.

Variation du PIB français sur les 30 dernières années



Source : FMI

Evolution de l'inflation en France sur les 30 dernières années



Source : FMI

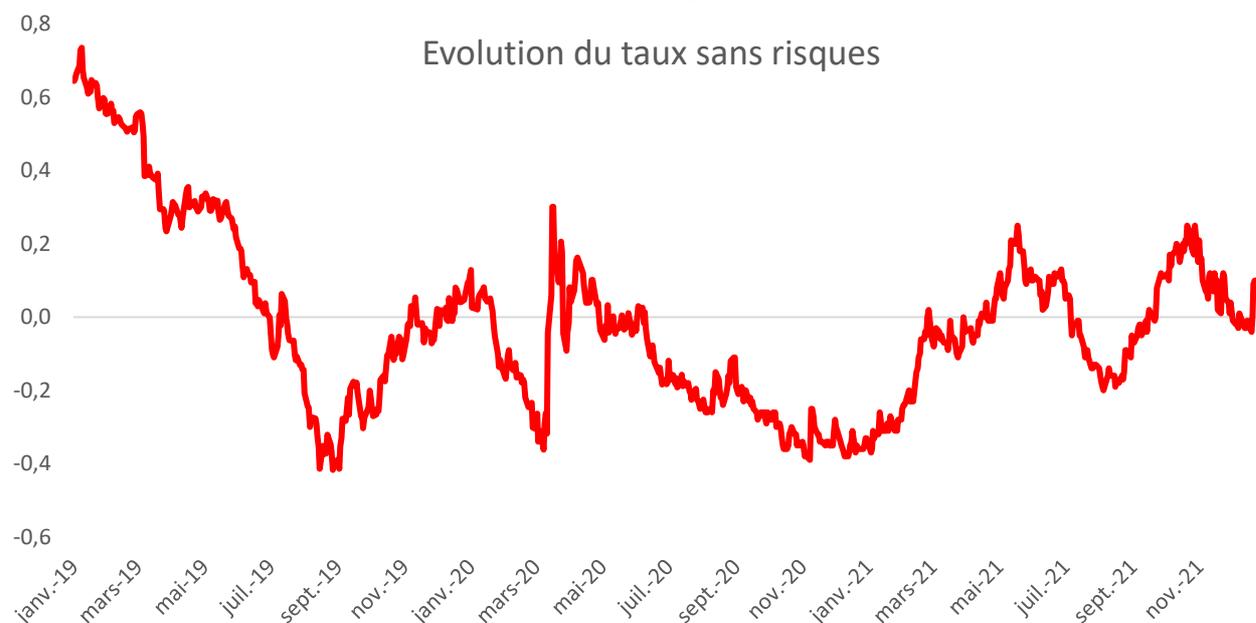
Pour information, l'inflation moyenne calculée sur les 30 dernières années est proche de 1.6%.

Le taux d'inflation en 2021 et 2022 pour la France est moins important que le taux d'inflation des Etats-Unis et la Chine sur la même période.

INFO NEWS (3/5)

⇒ Evolution du taux sans risques :

L'évolution du taux des OAT 10 ans est présentée dans le graphique ci-après.



Source : Banque de France

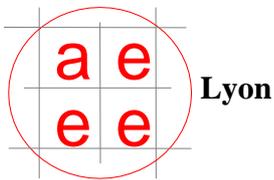
⇒ Une très forte volatilité des taux OAT en 2021 :

- Forte augmentation sur le 1^{er} semestre, passant de -0.37% à 0.25% au 19/05.
- Baisse jusqu'au 19 août pour atteindre -0.19%.
- Remontée importante jusqu'au 29/10 pour atteindre 0.25%.
- Une baisse pour atteindre -0.04% au 20/12.
- Une hausse qui se poursuit jusqu'à ce jour.

⇒ Une taux des OAT repassé en territoire positif en 2021:

Le taux des OAT est revenu plusieurs fois en territoire positif en 2021 et de manière plus prononcée fin 2021, début 2022, du fait notamment de tensions inflationnistes.

Cette évolution nous rapproche d'une situation plus conforme à l'orthodoxie financière, le taux sans risque convergeant dans un monde « normal » vers le taux d'inflation. En effet même si nous avons compris l'explication des raisons ayant conduit à un taux négatif (et notamment la politique des banques centrales), le principe même d'un taux négatif pour un taux sans risque est un non-sens dans un environnement qui n'a jamais été aussi incertain (= risqué), et dans un contexte où rares sont les entreprises (et jamais dans le cas de particuliers) à emprunter à des taux négatifs.



Cette situation est, rappelons-le, le fruit du « couplage » progressif depuis les 30 dernières années, entre la sphère financière et la sphère réelle. Ce couplage oblige les banques centrales à injecter massivement des liquidités, pour éviter l'effondrement de la sphère financière, qui par contrecoup, pourrait avoir un impact très négatif sur l'économie réelle. Il en résulte un effondrement des taux d'intérêt qui fait grimper les valeurs d'actifs, sans pour autant doper l'investissement au niveau auquel on pourrait s'attendre.

=> Une augmentation des taux sans risques dans un contexte de baisse du coût du risque :

Il n'est pas banal de constater que cette augmentation (encore une fois normale) des taux sans risques, intervient dans un contexte où les banques justifient une partie importante de leurs excellentes performances en 2021 en grande partie par une baisse significative du « coût du risque », qui avait explosé en 2020 avec la crise sanitaire.

INFO NEWS (4/5)

-Brèves News-

=> Indice Argos (indice des transactions portant sur les PME non cotées en europe):

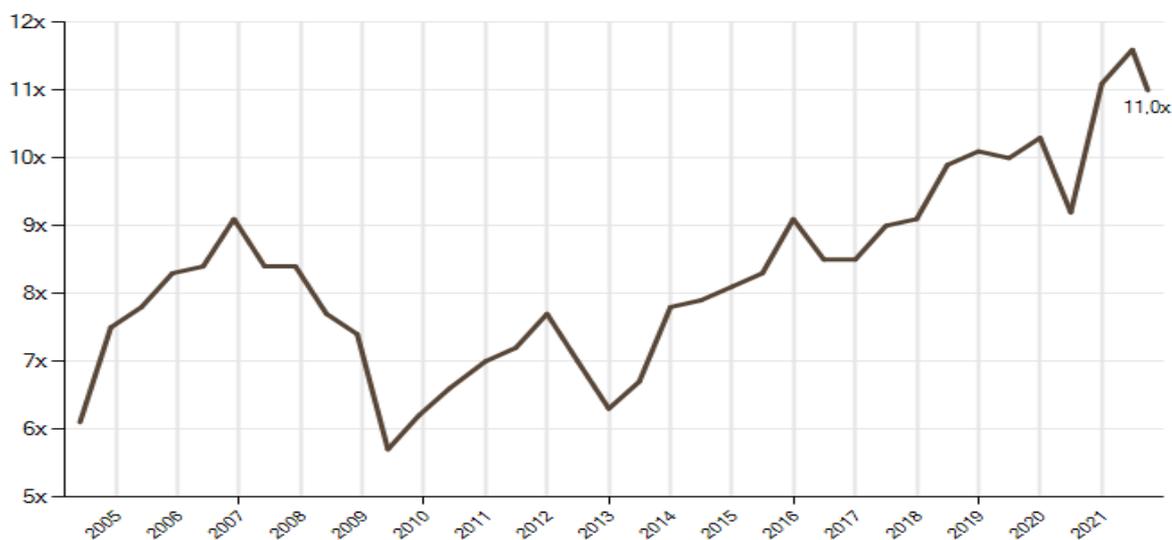
L'indice Argos du 1^{er} trimestre 2022 n'étant pas connu à la date de diffusion de notre lettre, nous communiquons sur l'indice Argos du 3^{ème} trimestre 2022.

Comme les indices boursiers, l'indice Argos a connu une baisse relativement faible lors de la crise sanitaire, pour ensuite connaître une progression continue, et des records historiques à 11.6X l'BOTDA en 2021.

Le fléchissement constaté sur le 2^{ème} trimestre 2021 s'est confirmé sur le 3^{ème} trimestre,..., les indices restant à des niveaux élevés.

Indice Argos Mid-Market

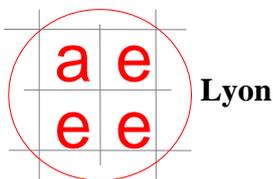
Evolution du multiple EV/EBITDA historique, 6 mois glissants



Source: Epsilon Research / Indice Argos Mid-Market

Ce fléchissement est lié à plusieurs facteurs, et notamment :

- effet mix : baisse des transactions dans la santé et la technologie (pondération, sous les 40%, soit à un niveau avant crise),
- le repli des prix payés par les fonds d'investissement, qui restent toutefois à des niveaux supérieurs aux prix payés par les acteurs industriels, pour les raisons évoquées dans les précédentes lettres (excès de liquidité, taux bas, surenchère sur les « pépites »,...).



INFO NEWS (5/5)

=> La région AURA en 2ème place dans la promotion 2022 du programme French Tech 120 / 40 :

6 pépites de la région AURA font encore partie de la nouvelle promotion 2022 du programme French Tech Next 40 / FT 120.

L'objectif de ce programme est d'accompagner les start-up françaises « late stage », de soutenir le développement de ces acteurs technologiques (numérique, deeptech, industrielles,) qui répondent aux grands enjeux de sociétés, afin de leur permettre de passer en mode scale-up / hypercroissance, et de devenir des leaders technologiques de rang mondial.

AURA est ainsi la première région, loin derrière l'Ile-de-France (avec 70% des sociétés de l'indice).

Nous pouvons citer les sociétés grenobloises Verkor et Aledia, ou encore le lyonnais Agicap.

L'objectif serait d'avoir au moins une société de cet indice qui intègre le CAC 40 d'ici 2030.

=> L'objectif du gouvernement de 25 licornes en 2025 atteint avec 3 ans d'avance:

(suite de l'article de la lettre A3E du 3^{ème} trimestre 2021)

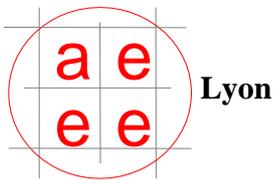
Les licornes désignent **les start-ups non cotées** valorisées à plus de 1 mds €.

Le nombre de licornes est estimé aujourd'hui à 1000 dans le monde, dont la grande majorité est située aux Etats-Unis et en Chine.

La France, qui ne comptait que 3 licornes en 2017, rattrape progressivement les autres pays européens : le nombre de licornes est ainsi passé à 26 à fin **janvier** 2022 (contre 16 à fin juin 2021). L'objectif du gouvernement d'atteindre 25 licornes en 2025 est donc atteint avec 3 ans d'avance.

Après des entreprises comme BlablaCar, Deezer ou Doctolib, les sociétés suivantes ont atteint le statut de licornes en 2021 : Sorare (utilise la blockchain pour échanger des cartes uniques à l'effigie de joueurs de football, Lydia (leader français du paiement mobile entre amis), Exotec (première licorne industrielle qui propose des solutions robotiques de stockage pour l'intralogistique).

L'enjeu maintenant est de permettre de développer, après les licornes, les décacornes, pour lesquelles la France a un retard important à rattraper.



=> la progression « hallucinante » de la capitalisation boursière d'Apple.

La capitalisation boursière d'Apple a dépassé début 2022 le seuil historique de 3 mds \$, les 1 000 mds \$ ayant été atteints en août 2018 et les 2 000 mds \$ en août 2020.

La capitalisation boursière d'Apple est ainsi supérieure à la capitalisation boursière du CAC 40 (2,7 mds \$), et supérieure au PIB Français !!!

Pour autant, Apple n'est pas le dossier le plus cher de la cote, loin de là : son PER (multiple de résultat) s'élève à 32 fois les résultats attendus 2022, contre -162 x pour DoorDash ou 200 x pour Salesforce. Le PER d'Apple est ainsi deux fois moins élevé que celui d'Hermès et 2,3 fois moins élevé que Dassault Systèmes

=> le « bla bla car » du covoiturage spatial, une start-up à suivre.

Loft Orbital est une start-up spatiale franco-américaine qui a levé récemment 140 millions de dollar (125 millions d'euros), après une première levée de fonds de 13 millions de dollar en 2019. Nous n'avons malheureusement pas eu connaissance sur les différents sites de la valorisation correspondant

Parmi les investisseurs, des acteurs américains, BlackRock Private Equity et des français, Bpifrance.

Société fondée en 2017 comptant plus de 70 salariés répartis entre ses filiales à San Francisco et à Toulouse. L'effectif devrait doubler d'ici 2 ans, également répartis entre la France et les Etats-Unis. Loft Orbital offre un service complet de « covoiturage spatial », permettant à des plus petits acteurs un accès aux satellites. L'offre comprend le satellite, son lancement, et sa gestion technique en orbite.

Loft Orbital vise d'ici 5 ans un chiffre d'affaires compris entre 50 et 100 millions d'euros.

=>La biotech américaine spécialisée dans la médecine régénérative lève près de 3 milliards d'euros

La biotech américaine **Altos Labs** a levé 3 milliards d'euros pour financer des recherches dans le domaine de la médecine régénérative sur l'inversion du processus de vieillissement cellulaire. Nous n'avons pas eu d'information sur la valorisation sous-jacente.

Fondée par Yuri Milner et l'ancien directeur de l'institut national du cancer des Etats-Unis, Rick Klausner elle est composée d'une équipe prestigieuse comprenant le spécialiste du dépistage des cancers Grails et le prix Nobel de médecine 2012 entre autres.

Cette start-up de la Silicon Valley prévoit d'établir des centres de recherche à San Francisco, San Diego, Cambridge et le Japon.

Jeff Bezos aurait investi dans cette société tout comme dans Unity Biotechnology qui évolue sur le même marché. Google avait également lancé une société de biotechnologie, Calico, aux objectifs semblables.

2021, l'année de tous les records !

Christophe VELUT
Président A3E – Associé Advolis Orfis

2021 a été un feu d'artifice des records. Ainsi :

- En ce qui concerne le résultat 2021 des sociétés :
 - Airbus a annoncé un bénéfice record de 4.2 mds € en 2021, contre une perte de 1.1 mds € en 2020, meilleure que le bénéfice d'avant crise (2,24 mds € en 2019, hors perte exceptionnelle de 3,6 mds €). Cette très belle performance a été réalisée malgré la situation sanitaire qui est restée compliquée en 2021. La stratégie a porté ses fruits et a permis à Airbus de signer des commandes importantes,
 - LVMH a atteint 12 milliards d'euros de bénéfice,
 - Kering a annoncé un bénéfice record de 3,2 mds € en 2021, contre 2,15 mds € en 2020 et 2,31 mds € en 2019.
 - TotalEnergie réalise un bénéfice exceptionnel de 14 milliards d'euros en 2021
 - Stellantis a annoncé un bénéfice record de 13,4 mds €.
 - La BNP a annoncé un bénéfice record de 9,5 mds€ en 2021 contre 7,1 mds€ en 2020.
 - Google a annoncé un bénéfice net de 76 mds \$, soit le double de celui de l'année dernière,
 - Amazone a annoncé un bénéfice net de 33 mds \$, soit +57% par rapport à 2020.

Il est intéressant de noter que les banques expliquent cette année exceptionnelle en partie par une diminution importante du coût du risque, après que celui-ci ait fortement augmenté en 2020 pendant la crise sanitaire.

- Un taux de croissance du PIB en France, à près de 7% (après une baisse de 8% en 2020), le plus élevé depuis 52 ans,
- Un niveau record du déficit commercial de la France à près de 85 mds €, en lien notamment avec l'augmentation des coûts énergétiques,
- Une baisse du taux de chômage s'élevant à 7,4% au 4^{ème} trimestre 2021 contre 8.1% en 2020. La France n'avait pas atteint ce niveau depuis 2008 (hormis un niveau ponctuellement bas sur le deuxième trimestre 2020).
- Un taux « d'inemployabilité » qui n'a jamais été aussi élevé, avec une inadéquation forte entre l'offre et la demande en matière d'emplois. Il est ainsi estimé que le « manque » de ressources humaines en France s'élève à 3 millions. Le taux de chômage des jeunes est particulièrement préoccupant (près de 25%, contre 6% en Allemagne).
- Le produit des ventes aux enchères publiques en France a atteint le chiffre record de quatre milliards d'euros en 2021, soit une hausse de près de 40% par rapport à 2020.

Quelles perspectives ? – Un retour à plus de normalisation.

Christophe VELUT
Président A3E – Associé Advolis Orfis

L'analyse des perspectives peut être effectuée au travers de 4 axes :

- *La croissance du PIB,*
- *La progression de l'inflation,*
- *L'augmentation des taux,*
- *La fin d'un cycle,*
- *Le niveau des incertitudes.*

- **[Croissance du PIB :](#)**

Il convient de rappeler que la croissance record du PIB de près de 7% en 2021 intervient après une baisse de 8% en 2020 liée à la crise sanitaire, et une croissance de 1,8% en 2019.

Cette croissance exceptionnelle a pu être réalisée en 2021 en grande partie grâce à l'effet turbo du coup d'accélérateur budgétaire et monétaire donné par l'Etat français, indispensable pour la survie de l'économie,..., et plus généralement la politique accommodante des banques centrales. En revanche, il est clair que la politique d'injection massive de liquidités des banques centrales s'essouffle, et que les niveaux historiques des déficits des finances publiques doivent être désormais et nécessairement contenus.

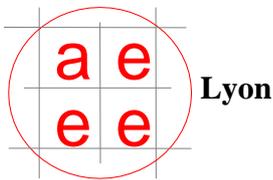
La croissance a été ralentie fin 2021 et début 2022, perturbée par 2 facteurs : les pénuries de matières premières, et la 5^{ème} vague de la crise sanitaire (virus Omicron,...).

Ce niveau de croissance n'est donc pas durable, et c'est sans surprise que les prévisions de croissance attendue du PIB en France s'élèvent à 3,6% en 2022, 2,6% en 2023, pour revenir à un niveau de 1,4% en 2024 (source : Banque de France).

- **[Progression de l'inflation :](#)**

Le taux d'inflation a fortement augmenté en 2021, pour atteindre près de 3%, après un taux de 0,5% en 2020, 1,1% en 2019, et 1,8% en 2018. Cette progression en 2021 est « normale », compte tenu de la surchauffe liée à la croissance intervenue sur une période très courte. L'inflation a atteint un pic fin 2021 avec l'effet conjugué de la forte hausse des prix des matières et les tensions sur les prix de l'énergie (le pétrole a dépassé les 90\$,...),..., et les augmentations des salaires.

Les taux d'inflation ont été revus à la hausse pour 2022 à 2,7% (contre 2,2 estimés précédemment), selon l'analyse de la Banque de France, pour se rapprocher hors énergie et inflation de 1,7%, soit un niveau proche des années 2000-2012.



Il convient de rappeler que :

- les taux d'inflation étaient largement supérieurs à 3% avant 1992,
- le niveau d'inflation cible considéré comme positif par les organisations internationales reste fixé à 2% pour la France. Cet objectif est inchangé depuis plusieurs décennies.

L'inflation est suivie de près par les banques centrales, car, comme indiqué dans une précédente lettre A3E, ce n'est pas en soi le taux de 3% qui pose problème. Le taux d'inflation serait en effet préoccupant pour l'économie, s'il était supérieur au taux de croissance du PIB, et si les salaires continuaient de progresser de manière significative, à un niveau supérieur à la croissance de l'économie.

- [Augmentation des taux :](#)

Les taux sans risques ont fortement augmenté en 2021. Ainsi, le taux des OAT 10 ans est passé de -0.33% fin 2020 à 0.1% fin 2021. Cette progression se poursuit début 2022.

Les banques centrales ont annoncé qu'elles vont prendre les mesures dans le contexte de la croissance de l'économie et de l'inflation, avec les différents leviers dont elles disposent (et notamment les interventions sur le marché monétaire, les rachats d'actifs, les taux directeurs ou les taux des réserves obligatoires). Ces mesures se traduisent notamment par un cycle de croissance des taux. L'effet de cette normalisation de l'action des Banques centrales sur les marchés boursiers est encore largement incertain et dépendra notamment du calendrier de leur mise en œuvre.

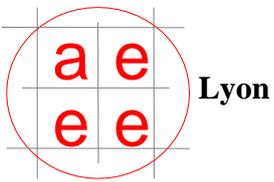
Dans l'absolu, cette augmentation des taux est « normale », c'était la situation de taux négatifs qui n'était pas normale.

Malgré l'augmentation constatée, les taux restent très inférieurs aux taux historiques. Rappelons que sur une très longue période, les taux sans risques sont proches de 4,5%. Rappelons également que les taux sans risques ne devraient pas en théorie être significativement inférieurs à l'inflation.

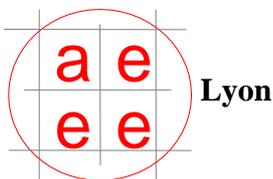
Une augmentation des taux, conduisant à mieux rémunérer les placements sans risques, devrait conduire à une diminution des « aspirations spéculatives », et faire revenir certaines valeurs à des niveaux « plus raisonnables ».

La courbe des taux devrait également se traduire par une augmentation des spreads plus corrélée avec les maturités : les spread sur les obligations sans risques étaient proches de 0,2 pts en 2021, alors qu'il y a quelques années les spreads étaient plus proches de 0,5 points. Rappelons qu'habituellement, les taux courts sont plutôt « dirigés » par les banques centrales et les taux longs par le marché, alors que depuis quelques années, et notamment pendant la crise sanitaire, les taux courts et longs sont plus « dirigés » par les Banques Centrales.

En revanche, une augmentation significative des taux aurait un impact très négatif sur les finances publiques, compte tenu des niveaux historiquement élevés des dettes publiques. Selon le gouverneur de la Banque de France, l'augmentation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt coûterait « au bout de dix ans 39 milliards d'euros par an » aux finances publiques françaises (l'impact tient compte des renouvellements de lignes de financement).



Une telle hausse représente l'équivalent du budget de la défense. L'impact est beaucoup moins élevé que pour d'autres pays d'Europe, tels que l'Italie : le déficit public est de 155% contre 115% pour la France, et les taux longs seront bientôt supérieurs à la croissance nominale du PIB en Italie, alors que les taux longs restent largement inférieurs en France à la croissance du PIB.



- La fin d'un cycle :

Les fondamentaux des sociétés cotées sont solides en ce début d'année, et les progressions sont très élevées, parfois des records sont atteints,..., une partie étant liée à un rattrapage d'une année 2020 souvent très impactée par la crise sanitaire.

Nous constatons plusieurs phénomènes depuis une vingtaine d'année : fréquence plus rapide des crises, qu'elles soient de nature financières, économiques, géopolitiques, et récemment sanitaires,..., c'est la seule qui manquait au tableau.

Il est très difficile à ce jour, après une année 2020 souvent très mauvaise, et une année 2021 souvent excellente, de prévoir un niveau normal des principaux agrégats, que cela soit le CA ou l'EBITDA.

Il existe des cycles au niveau de l'économie, de secteurs, voire des entreprises. Dans le contexte actuel, il n'est pas évident de déterminer si après la croissance exceptionnelle en 2021 nous avons atteint une fin de cycle haussier. Ce positionnement au regard d'un cycle a des impacts significatifs sur la vie de l'entreprise (financement, investissements,..., et plus globalement stratégie).

- Incertitudes :

Les incertitudes restent élevées à ce jour à plusieurs niveaux sur le plan macro-économiques :

- *incertitudes liées à la crise sanitaire, même si les effets d'Omicron semblent plus se rapprocher de ceux d'une grippe,*
- *incertitudes géopolitiques, avec l'exemple récent de l'Ukraine, qui crée de plus en plus de tensions sur les marchés, et qui risque d'être le nouveau « Black swann » de 2022,*
- *incertitudes liées aux risques climatiques.*

En ce qui concerne les entreprises, l'un des facteurs les plus préoccupants reste à ce jour les pénuries de main d'œuvre, tous secteurs confondus : on considère que le manque de main d'œuvre qualifiée est proche de 3 millions en France.

Cette situation est paradoxale, avec 7,4% de taux de chômage. En effet, comme indiqué ci-dessus, une partie importante des chômeurs est « inemployable », pour reprendre l'expression de certains économistes et journalistes (c'est-à-dire non adaptés aux besoins des entreprises. Il est plus que jamais urgent et prioritaire que le gouvernement mette en place une réforme en profondeur de la formation, au-delà des nombreuses actions mises en place par les sociétés.

Par ailleurs, il nous paraît important que les évolutions de salaires soient déléguées aux branches / entreprises, les situations étant très différentes selon les secteurs / les entreprises. En effet, pour la survie des entreprises, il est important de garder une cohérence entre l'évolution des salaires et celle de l'activité / la rentabilité.

Management package : peut-on définir une pratique de marché en matière de coût associé pour le bénéficiaire ?

*Arnaud Vergnole – associé ADVANCE CAPITAL , membre d’A3E
Olivier BERTRON, Directeur évaluation ADVANCE CAPITAL, membre d’A3E*

A la lumière des dernières décisions de l’administration¹, la question de la fixation d’un juste prix est encore plus d’actualité – même s’il est désormais clair qu’elle ne saurait être la garantie d’une sécurisation fiscale.

Nous intervenons régulièrement sur des sujets de Management Package, c’est-à-dire à la fois le conseil à leur mise en place ainsi que la valorisation de l’instrument juridique support de ce principe de partage de performances entre des actionnaires.

Il est désormais rare qu’une opération de LBO ne mette en œuvre un tel outil, à tel point que le Management Package (ou « MIP ») est devenu un critère déterminant dans le choix de l’Investisseur Financier que l’on invitera au tour de table, reléguant parfois au second rang le sujet du prix offert pour la valeur des titres de l’entreprise.

Il est vrai que l’excellente santé de l’industrie du capital investissement – dans un contexte de liquidités abondantes et peu chères – conduit parfois à ce que les prix à proposer soient fortement « suggérés » aux Investisseurs. Ne leur reste alors plus qu’à faire montre d’ingéniosité en proposant une mécanique de MIP attractive leur permettant de se démarquer de leurs concurrents.

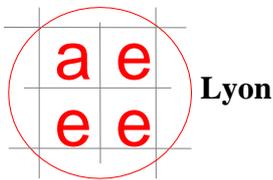
Et donc, que ce soit l’Investisseur Financier, le Manager bénéficiaire du MIP ou l’Avocat, il nous est régulièrement demandé si le coût du Management Package est « cohérent ». En clair, si le prix imaginé par les différentes parties peut être qualifié de *juste prix* dans la mesure où il serait en ligne avec ce qui aurait été mis en place dans d’autres schémas de MIP, la notion de *juste prix* rejoignant finalement dans cette lecture la notion de pratique généralement admise par le marché. Comparaison n’est pas raison, certes.

Notre propos ne sera évidemment pas de revenir sur l’actualité fiscale récente (cf. les trois rendus du Conseil d’Etat de ce mois de juillet 2021, suivis d’autres décisions qui agitent à cette heure le monde du capital investissement). Il ne saurait être question ici de tenter de résoudre le casse-tête du risque fiscal intrinsèque du MIP – c’est-à-dire la requalification de son avantage financier en traitements et salaires. Certains s’en chargeront sûrement, avec bien plus de talent – même si tous s’accordent à penser que dans un contexte d’élections présidentielles, le législateur ne tentera pas de se positionner avant plusieurs mois.

Non, notre propos fera plus directement écho à cette question qui nous est régulièrement posée : « *Quelle est la pratique de marché en matière de fixation du coût d’un Management Package ?* ».

Et traduit en termes plus directs : « *Compte tenu du contexte actuel, est-ce que le prix du MIP imaginé par les différents conseils peut être considéré comme un prix acceptable par l’administration ?* »

¹ cf. les arrêts du Conseil d’Etat du 13 juillet 2021 n°428506, 435452 et 437498 ainsi que les conclusions de Madame Emilie BOKDAM-TOGNETTI, Rapporteur Public, dans ces trois affaires



Etat des lieux

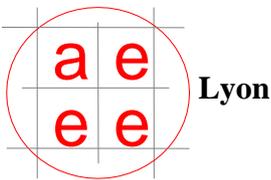
Constatons déjà qu'un MIP peut prendre de multiples formes, qu'elles soient dites légales ou conventionnelles :

- le bon de souscription d'action, quoique de moins en moins pratiqué car il ne fait pas encore du Manager un actionnaire de l'entreprise,
- beaucoup plus régulièrement utilisée désormais, l'action de préférence,
- bien entendu l'action gratuite et l'action de préférence gratuite, fort pratiques, même si l'Investisseur n'aimera pas leur côté gratuit, peu propice à embarquer dans un projet une équipe de management. Les actions gratuites sont donc à utiliser plutôt en complément, pour donner un petit « coup de pouce ». Notons toutefois que l'AGADP fait un retour force ces derniers mois (évidemment du fait de l'actualité fiscale), car l'AGADP a ceci qu'elle laisse penser être sécurisée du point de vue fiscal (discutable cependant).
- sans oublier la *sweet equity* que formeront les obligations venant remplacer une part de l'investissement en equity de l'actionnaire de référence, convertibles selon des règles de performance (avec quelques problématiques de déductibilité fiscale du taux servi au passage),
- cette liste ne se voulant pas exhaustive : pensons aux BSPCE aussi, aux promesses ou encore aux OBSA. Les acteurs du LBO sont pleins d'imagination. Lorsqu'on leur donne des outils, ils s'en servent.

Tout est ensuite affaire de modèle – à grand renfort de feuilles Excel – de Business Plan, de règles de rétrocession de plus-values, de seuils déclencheurs (qu'ils soient traduits en multiples, en TRI ou les deux, bruts ou nets) et de fléchage de la « poche » de celui qui supporte le MIP, vers la « poche » de celui qui en bénéficie. Le tout bien organisé dans les annexes des statuts d'une Newco, dans un pacte ou dans un document plus « discret » et n'ayant pas vocation à circuler.

Lorsqu'il est question de coût d'un MIP, c'est que l'interlocuteur fait référence au montant que devra investir à risque le bénéficiaire du MIP. C'est-à-dire la part de l'investissement actionnarial que réalisera le bénéficiaire et qui correspond à l'acquisition en théorie au *juste prix* de l'avantage financier que lui procure le MIP, si celui-ci vient à se déclencher bien entendu.

Autrement et beaucoup plus simplement écrit : si l'on vous permet d'accéder à une catégorie de titres d'une entreprise vous assurant à coup sûr un rendement au-dessus de celui des autres actionnaires, tout le monde comprendra que ces titres bonifiés coutent plus cher à leur acquisition que les titres lambda de l'entreprise. Toute la question est de fixer le niveau du « plus cher ».



A ce stade, notons trois choses :

- 1) Notre propos n'est pas de présenter quelle serait selon nous la meilleure méthode pour évaluer le juste prix de l'avantage financier. De nombreuses méthodes ont cours aujourd'hui et il semble ne pas y avoir de consensus clair quant à celles à privilégier.

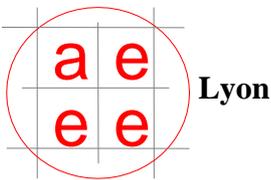
Si l'administration indique reconnaître l'utilisation de la méthode Black & Scholes, de l'arbre binomial ou de modèles de type Monte Carlo, elle reste très silencieuse sur les paramètres et modalités de mise en œuvre. Il est vrai que l'on tombe vite dans un travail d'expert qui peut devenir assez hermétique. Et deux experts dans la même pièce ne se mettront que rarement d'accord.

- 2) Dans les situations où le MIP sera organisé via la seule utilisation d'actions gratuites, il n'y aura pas de coût direct pour le bénéficiaire, mais pour l'entreprise seulement, via la contribution patronale (si l'on met de côté les aspects fiscaux). Donc, exit dans ce cas spécifique les interrogations sur le *juste prix*. La problématique sera ailleurs.
- 3) FRANCE INVEST, l'association des acteurs du capital investissement, appelle depuis plusieurs années à une sécurisation fiscale du régime des MIP. Elle a publié en 2019 une recommandation qualifiant d'essentielles (i) une prise de risque actionnarial de la part du bénéficiaire du MIP, (ii) la réalisation d'un investissement significatif par celui-ci, et (iii) l'émission à leur juste valeur des instruments juridiques supports du MIP. Nous y revenons donc.

Si l'on suit les recommandations de FRANCE INVEST – qui ne sauraient être une garantie de paix fiscale rappelons-le – il est clairement établi que le Manager devra payer son MIP,..., et pas à un prix de convenance. Il est également établi que l'administration nous invite à utiliser les méthodes à disposition dans notre « boîte à outils » pour fixer ce prix.

Nous avons eu l'opportunité de travailler à ce jour sur un peu plus de 250 dossiers de MIP. Autant d'occasions d'enrichir nos connaissances, mais également de nous étonner des différences de pratiques d'un dossier à l'autre. Chaque Investisseur, chaque Avocat, chaque Conseil a sa propre lecture et ses propres habitudes :

- tel Investisseur n'admettra pas de rétrocéder en dessous d'un multiple net de sortie de 2.0x,
- tel Avocat considèrera que – ma foi – 10% de prime pour des actions de préférence c'est un niveau assez « *market practice* »,
- tel Conseil du Manager défendra avec force un taux de partage allant jusqu'à 35% de la plus-value de sortie, moyennant un prix payé à l'entrée assez symbolique etc.



Tuons tout de suite le débat : le MIP est devenu une jolie jungle où les pratiques divergent totalement d'un dossier à l'autre. Il n'existe pas de règles uniformes et chaque dossier est unique. Heureusement, sinon nous n'aurions plus beaucoup de travail.

Quand bien même l'usage des actions de préférence avec un principe de rétrocession par paliers de multiple ou de TRI, combiné à un peu de *sweet equity*, semblait s'imposer jusque-là dans la majorité des cas, les différences arrivent vite : par exemple, l'un raisonne en palier brut, l'autre en net. Et il existe aujourd'hui au moins deux manières différentes de concevoir le « net » (pour chaque tranche ou sur la dernière tranche). Sans parler du fait que tout dépend bien entendu du Business Plan.

Dès lors que les mécanismes ne sont pas homogènes d'un dossier à l'autre, que les espérances de plus-values à la sortie du LBO diffèrent, que la typologie des instruments supports du MIP varie, peut-on fixer une fois pour toute une direction saine en matière de fixation du coût du MIP ?

⇒ Première piste d'analyse

En première approche du problème, il nous a semblé utile d'étudier a posteriori ce que l'ensemble des parties ont décidé dans le cadre de la mise en place d'un MIP.

La piste la plus intuitive serait en effet de considérer que, si les choses sont bien faites, c'est-à-dire que si la règle du *juste prix* a bien été considérée et appliquée par tous les acteurs, le coût d'un MIP pour son bénéficiaire est nécessairement proportionnel à son espérance de gains au titre du MIP justement.

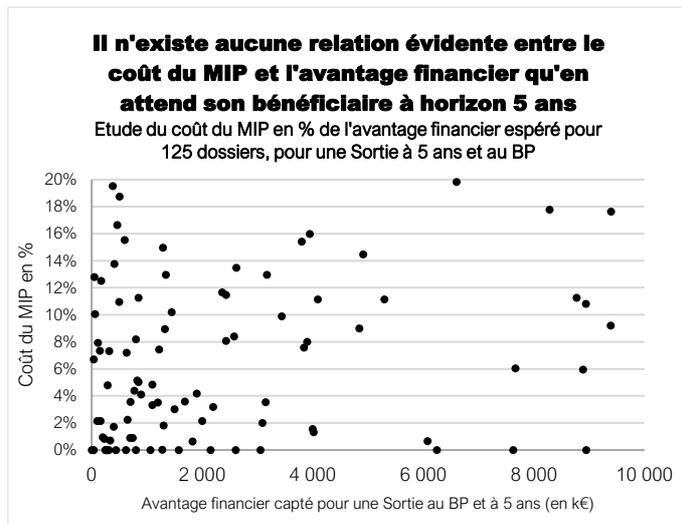
Plus simplement écrit : si le bénéficiaire d'un MIP doit investir une somme qu'il perdra si le MIP ne se déclenche pas (la « *prise de risque actionnarial* »), alors plus le gain espéré sera important, plus la somme à investir dans le MIP le sera au démarrage. Nous parlons de gain mais non de plus-value : il s'agit en réalité de la quote-part de plus-value qui sera transférée de l'Investisseur supportant le MIP au bénéficiaire du MIP. C'est donc plus un « sur-gain » ou un avantage financier.

Il existerait donc une relation évidente entre le coût du MIP pour son bénéficiaire et l'avantage financier espéré.

De nos dossiers étudiés nous retenons pourtant un premier enseignement : cette relation n'existe pas ou ne peut être démontrée.

L'analyse graphique ci-contre présente les résultats du positionnement de 125 dossiers de MIP selon deux axes :

- (i) *l'avantage financier espéré par le bénéficiaire en abscisses et,*
- (ii) *en ordonnées, le coût du MIP supporté par ce bénéficiaire en proportion de l'avantage financier.*



Source : Analyse Advance Capital réalisée sur un panel de 125 dossiers MIP de 2013 à 2021 (sur 205 dossiers n'ont été retenus que ceux pour lesquels les données étaient pertinentes).

L'avantage financier espéré des bénéficiaires de MIP est calculé en se basant sur le Business Plan officiel du deal, pour une sortie à 5 ans. Il correspond aux droits financiers particuliers captés (par exemple une rétrocession de plus-value). Mais il n'est pas le différentiel entre une situation avec ou sans MIP, dans la mesure où les bénéficiaires auraient à ce moment été relués de par l'absence de prime de risque payée à l'entrée.

Manifestement, aucune relation mathématique ne peut être mise en exergue.

C'était oublier que le MIP est issu de négociations et n'est pas exempt d'un certain degré de pilotage dans le dimensionnement du coût qui sera demandé au bénéficiaire. Nous en savons quelque chose pour produire tout au long de l'année des rapports d'évaluation et avoir parfois le sentiment de faire le grand écart entre un *juste prix* théorique, la capacité d'investissement réelle d'un bénéficiaire et une nécessaire négociation générale de l'ensemble des parties impliquées. Mais nous nous égarons.

C'était également oublier que notre analyse, pour comparer les dossiers de MIP, repose sur l'exploitation d'un cas de sortie à 5 ans, base réalisation du Business Plan. Or c'est là toute la faiblesse de nos calculs : selon que le BP relèvera de la « lettre au Père Noël » ou d'un plan déjà quasi assuré, les résultats en seront nécessairement faussés. Et pour cause : l'évaluateur du *juste prix* du MIP aura bien entendu tenu compte du degré de sérieux du BP dans ses calculs (ou en tout cas aura essayé). Ainsi demander à un bénéficiaire de MIP de mettre 2% de l'avantage espéré en retour sur la base d'un BP totalement fantaisiste n'est peut-être pas si différent que de demander 20% pour un BP très prudent.

Malheureusement, ce type de considération n'est pas à notre portée : S'il existait une analyse de marché sur le taux de réalisation des Business Plan, voilà qui ferait notre affaire, mais nous ne pouvons *a priori* mesurer de façon certaine et scientifique leur caractère conservateur ou non et donc venir corriger l'analyse en conséquence.

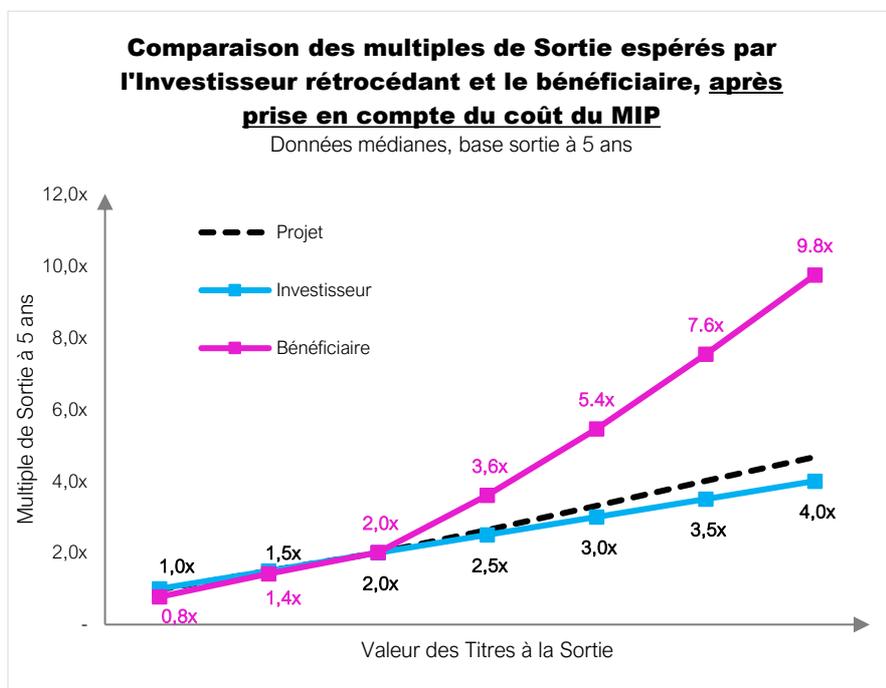
Voilà donc une piste qui se ferme et nous laisse avec notre question ouverte.

⇒ **Approche décorrélée des prévisions**

Finalement, peu importe la mécanique elle-même du MIP, ou le fait que le Business Plan relève du vœu pieux ou d'un plan déjà obsolète et qui sera à l'évidence surperformé.

L'analyse devrait en effet plutôt se centrer sur le profil de performance financière de l'opération entre l'Investisseur rétrocedant et le bénéficiaire du MIP. Car c'est bien de cela dont il s'agit : un partage de la performance, et la promesse d'une rétrocession du premier au second au-delà de seuils déclencheurs (les fameux *hurdle*).

Raisonnement ainsi nous permet de nous extirper de la problématique du Business Plan et de comparer des éléments comparables. Et cette fois l'analyse est parlante.



Source : Analyse Advance Capital réalisée sur un panel de 171 dossiers MIP de 2013 à 2022 (n'ont été retenus que ceux pour lesquels les données étaient pertinentes).

Note : Les performances des bénéficiaires de MIP sont comparées à celles des Investisseurs principaux (financiers ou non) rétrocedant, toutes catégories de titres confondues (incluant la sweet equity des Investisseurs et les AGA des Managers par exemple).

Les performances ont été calculées à chaque fois pour des cas mettant en œuvre une hypothèse de sortie à 5 ans.

Ainsi, selon cette étude :

- lorsque l'Investisseur rétrocedant compte réaliser un multiple de sortie inférieur à 2.0x, le bénéficiaire du MIP est pénalisé : il réalisera un multiple inférieur. C'est la sanction financière liée à sa prise de risque actionnariale, les *hurdle* déclencheurs du MIP n'ayant pas été atteints (souvent fixés autour de 2.0x de multiple de sortie ou de 15% de TRI). Le bénéficiaire a donc mis en perte une partie de son investissement dans l'acquisition des titres support du MIP ;
- à partir d'un multiple de sortie de 2.0x pour l'Investisseur rétrocedant, le profil de performance financière du bénéficiaire du MIP s'éloigne fortement de celui de l'Investisseur – jusqu'à atteindre un multiple de l'ordre de 9.8x lorsque l'Investisseur réalisera 4.0x.

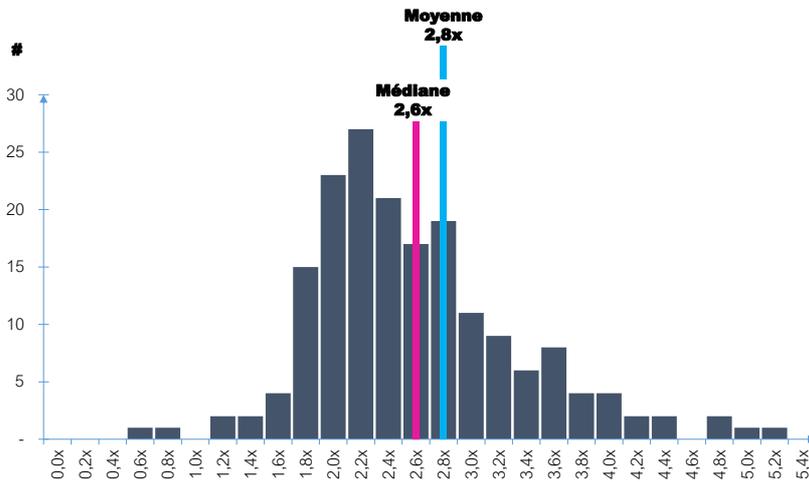
En aparté, le lecteur attentif aura noté le faible « risque » pris par le bénéficiaire de MIP par rapport à la formidable accélération de son multiple de sortie une fois passé le *hurdle* de 2.0x. Ne nous leurrions pas : si les acteurs du capital investissement pouvaient mettre en place des MIP sans en demander le coût à leurs bénéficiaires, nul doute qu'ils le feraient. L'objet du MIP reste avant tout d'embarquer une équipe de management en lui faisant la promesse d'un partage de valeur si les objectifs sont dépassés.

⇒ **Complément d'analyse**

Il est même possible de compléter notre analyse par celle des multiples moyens « Projets » visés par l'ensemble des actionnaires au démarrage du LBO. Ces multiples moyens sont directement issus de l'analyse des Business Plan qui ont servi aux parties pour fixer leur espérance de sortie.

Selon nos données, le multiple médian visé à la sortie du LBO ressort à environ 2.6x. Et le multiple moyen serait à 2.8x.

Multiple Projet de Sortie visé à 5 ans, base BP



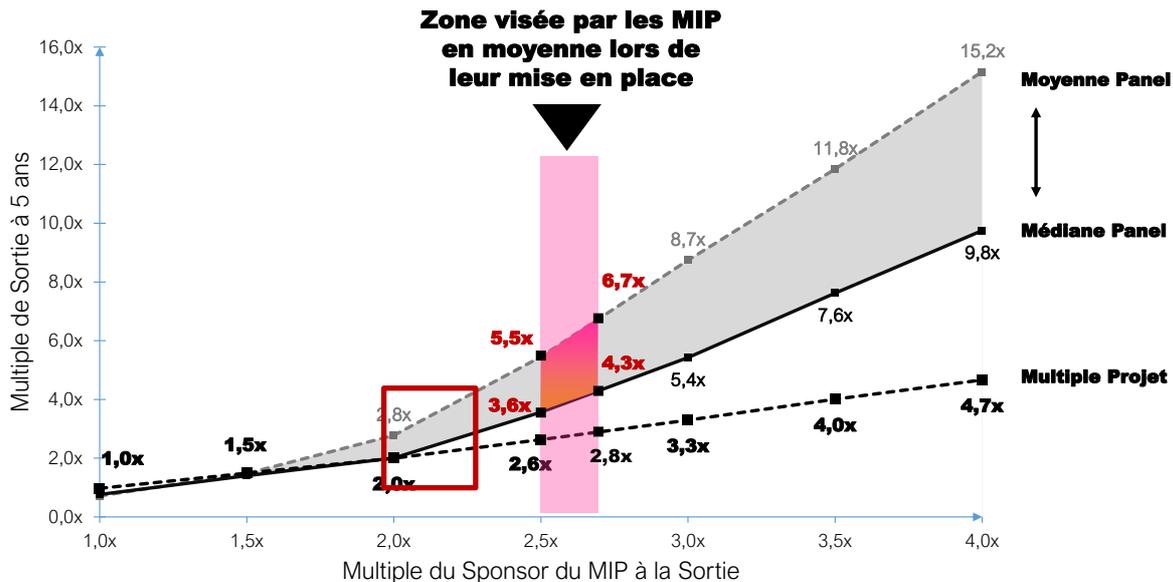
Source : 187 dossiers MIP de 2015 à 2022

Des données qui ne sont pas très éloignées de celles publiées par FRANCE INVEST dans son étude annuelle des performances du capital investissement en France (si l'on corrige le fait que ces données soient nettes de frais de gestion, de carried interest et de l'effet du non emploi à 100% des fonds levés).

Conclusion

Si nous reprenons notre benchmark des performances comparées entre bénéficiaire du MIP et sponsor du MIP (en général l'Investisseur Financier) nous identifions alors la zone « cible » dans laquelle le marché s'inscrit finalement en matière de rétrocession :

Multiples médians espérés pour une Sortie à 5 ans

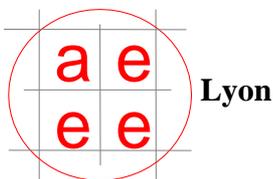


Et si l'on privilégie les données médianes dans l'ensemble de nos analyses, soit une « cible » qui voudrait que lorsque le sponsor du MIP réalise un multiple de Sortie de 2.6x, le bénéficiaire du MIP vise un multiple de l'ordre de 3.6x.

Bien entendu cette analyse, totalement empirique, n'aura rien de révolutionnaire, car elle rejoint ce que tous les praticiens connaissent déjà en matière de profils *classiques* de multiple de sortie entre Investisseur et bénéficiaire de MIP. Mais elle a le mérite de s'appuyer sur un panel de dossiers suffisamment significatif et d'offrir ainsi une vraie lecture de ce qui se pratique sur le marché du LBO sur ces 5 dernières années.

Cette analyse, permettra d'orienter les parties et de débattre sur le caractère généreux ou non du prochain MIP que l'on devra étudier : si ses profils de multiple de sortie devaient significativement s'éloigner de notre analyse moyenne, c'est que le coût du MIP demandé au bénéficiaire n'est pas cohérent aux pratiques et doit être revu – à la hausse ou à la baisse. Une bonne piste de travail donc pour approcher le *juste prix* en complément des méthodes plus académiques que sont Black & Scholes, l'arbre binomial ou Monte Carlo.

Bien entendu, à la première objection vous vous retrancherez vite derrière la maxime qui veut que le marché ait toujours raison – et qu'après tout, cela fait bien longtemps que nous fonctionnons tous ainsi lorsqu'il s'agit d'évaluer une entreprise en retenant un panel de multiples d'EBITDA transactionnels.



Pour une valorisation du fonds de commerce cohérente avec celle de l'entreprise, ses titres et ses capitaux propres

Jean-Pierre DUC
Membre A3E – Losange Conseil

Préliminaire :

Cet article vise le cas de transactions où la cession du fonds de commerce est une modalité juridique de reprise (alternative à la cession de titres).

Cela dit, il postule que la méthodologie utilisée pour valoriser le fonds de commerce, les parts sociales ou tout autre élément d'actif doivent être en toute circonstances cohérentes.

Il est ainsi des cas où les transactions sont habituellement effectuées sur le fonds de commerce et répondent à une logique de prix, c'est-à-dire lorsque la valeur d'une activité reprise répond à une logique « contributive marginale », d'acquisition de parts de marchés ou d'emplacements (ex : reprise d'une clientèle, d'un portefeuille de contrats, d'un emplacement) pour lesquels l'agrégat habituellement utilisé pour la valorisation est un agrégat d'activité (ex : CA : nombre de contrats, nombre de lits, caractéristiques de l'emplacement...) ou de marge contributive, mais pas forcément l'EBITDA.

Dans cette hypothèse, le fonds de commerce sera évalué directement à partir de l'agrégat précité. Il devra être cohérent avec la valorisation des capitaux propres de l'entreprise détentrice des fonds. Ainsi, les autres actifs détenus seront rajoutés et les autres passifs seront retranchés à la valeur du fonds, à leurs valeurs économiques pour obtenir la valeur économique des capitaux propres. Ce qui est l'application de la méthode ANCC.

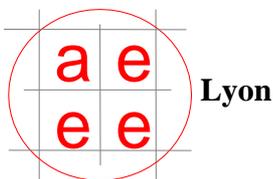
Lors d'un projet de cession d'une PME, ses propriétaires ont souvent le choix entre vendre ses titres ou vendre son fonds de commerce. Parfois même, c'est le cas de l'entreprise individuelle, seule la vente du fonds de commerce est possible.

En pratique, la valorisation des titres et la valorisation du fonds s'effectue souvent selon des modalités différentes, déconnectées l'une de l'autre. Parfois même il y a confusion entre les deux.

Ainsi, nous rencontrons fréquemment des valorisations de titres basées sur des multiples d'EBE/EBITDA ou de résultat d'exploitation/EBIT ou selon la méthode DCF ou bancaire² et parallèlement, la valorisation du fonds de commerce basée sur des multiples de chiffre d'affaires, à partir du passé. Ainsi pour ces dernières il n'est généralement pas tenu compte de la performance économique et des perspectives du fonds. Le contexte sanitaire récent a mis en lumière un peu plus cette anomalie.

Rien ne justifie que les méthodes utilisées pour valoriser les titres ou capitaux propres d'une entité et celles utilisées pour valoriser le fonds soient différentes.

² Les méthodes bancaires ou des fonds valorisent l'entreprise en s'appuyant sur la capacité de remboursement d'un emprunt et d'un niveau d'apport donné.



En toute logique, la valorisation économique du fonds devrait découler de la valorisation économique des capitaux propres ou l'inverse, l'un, le fonds, étant une composante de l'autre, les capitaux propres.

Dans cet article, nous proposons un moyen de valoriser le fonds de commerce de façon parfaitement cohérente et homogène avec la valorisation des capitaux propres (titres).

Pour ce faire nous nous placerons dans un contexte de comptes sociaux de PME.

Dans une première partie, nous tenterons de définir la notion de fonds de commerce. Dans une seconde partie, nous montrerons comment parvenir à une valeur de fonds de commerce cohérente avec la valeur des capitaux propres, en se plaçant dans l'hypothèse de l'existence d'un fonds unique. Dans une troisième partie et avant de conclure nous évoquerons les cas particuliers de pluralité de fonds de commerce et des fonds professionnels similaires que sont les fonds artisanaux, agricoles ou libéraux.

En annexe, nous fournirons un exemple simple d'application.

1- Définition du fonds de commerce

Le fonds de commerce correspond à l'ensemble des éléments corporels et incorporels affectés à l'exploitation d'une activité commerciale.

Il est donc constitué :

- D'éléments incorporels : la clientèle et l'achalandage (clientèle occasionnelle) qui est l'élément central, mais aussi du droit au bail, brevets, marques, licences, logiciels, nom commercial...
- D'éléments corporels : le matériel, mobilier, agencements...qui servent à l'exploitation du fonds

Les stocks peuvent être ou pas incorporés au fonds de commerce mais font l'objet, en principe, d'une évaluation séparée sur la base d'un inventaire contradictoire.

Certains engagements sont obligatoirement rattachés au fonds, comme les contrats de travail existants au moment de la cession (art 1224-1 du code du travail). Il peut parfois y avoir d'autres engagements qui sont facultativement transmis comme les garanties accordées aux clients.

En résumé, **le fonds de commerce** est constitué des **immobilisations nécessaires à l'exploitation, des engagements sociaux** rattachés aux contrats de travail transmis et, **éventuellement d'autres passifs** s'ils sont la contrepartie d'engagements transmis lors de la cession. Les autres éléments du BFR d'exploitation (stocks, créances et dettes d'exploitations) éventuellement repris étant évalués à part sur la base d'un inventaire, ne seront pas pris en compte dans le calcul. Dans cette hypothèse, le montant de la transaction sera égal à la valeur du fonds de commerce, résultant du calcul effectué ci-après, majoré des valeurs retenues dans l'inventaire précité.

Il ne faut pas le confondre avec les notions :

- De fonds commercial ou goodwill, notion comptable, qui est la partie résiduelle de la valeur des éléments incorporels du fonds de commerce, non affectée à d'autres postes.

- De branche complète et autonome d'activité, notion fiscale plus large, qui se définit comme l'ensemble des éléments d'actif et de passif d'une division d'une société qui constituent, du point de vue de l'organisation, une exploitation autonome,
- De l'unité génératrice de trésorerie (UGT), plus petit groupe d'actifs identifiables générant des rentrées de trésorerie indépendantes de celles qui découlent d'autres actifs ou groupe d'actifs (IAS 36)

La branche complète et autonome d'activité et l'UGT peuvent être évaluées comme des entreprises classiques, dans la mesure où il est aisé de leur affecter des flux et pour la branche autonome d'activité, un actif économique et un endettement financier net. Ce qui n'est pas le cas du fonds de commerce comme nous allons le voir.

2- Valorisation du fonds de commerce

Afin d'obtenir une valorisation du fonds de commerce cohérente du fonds de commerce avec la valeur des capitaux propres rappelons comment comme s'effectue cette dernière.

Il y a deux types de méthodes pour valoriser les capitaux propres :

- Les méthodes directes, qui consistent à valoriser directement les capitaux propres (DDM-actualisation des dividendes, PER-multiples de résultat net...)
- Les méthodes indirectes, qui sont, elles-mêmes, de deux types :
 - o Les méthodes patrimoniales qui consistent à valoriser l'ensemble des actifs et des passifs d'une entreprise à leur valeur économique (ANCC) et, éventuellement d'ajouter une survalueur (Rente abrégée du Goodwill...)
 - o Les autres méthodes qui consistent à valoriser l'actif économique de l'entité, c'est la valeur de l'entreprise, auquel on retranche l'endettement financier net et assimilé (DCF, comparables...) afin d'obtenir la valeur des capitaux propres.

Ces dernières sont de loin les plus utilisées en PME.

En analysant le contenu de ces deux composantes nous allons parvenir à une évaluation cohérente du fonds de commerce.

Nous avons donc : $V_{CP} = V_{AE} - EFN$

Dans lequel V_{CP} , est la valeur des capitaux propres, V_{AE} , la valeur de l'actif économique et EFN, l'endettement financier net et assimilé.



La valeur de l'actif économique est composée :

- De l'outil économique, composé des immobilisations corporelles et incorporelles et du BFR. C'est la valeur de ce dernier que nous allons chercher à déterminer dans les méthodes indirectes, par exemple en utilisant les méthodes DCF ou des multiples. Cette valeur de l'outil économique est appelée valeur de l'entreprise.
- A celui-ci se rajoutent éventuellement d'autres actifs non nécessaires à l'exploitation : les immeubles, immobilisations financières³, et d'autres actifs non utilisés ou destinés à être cédés. Ces actifs sont valorisés séparément.

L'endettement financier net et assimilé est égal à la différence entre :

- D'une part, l'endettement bancaire et financier retraité⁴, auquel on rajoute les provisions pour risques et charges qui n'ont pas été intégrées dans le BFR, comme les Indemnités de fin de carrière (comptabilisées ou pas) et médaille du travail, de même que les intérêts minoritaires en consolidation, la valeur des instruments dilutifs.

Le tout en ayant pris soin de normer la trésorerie de l'entreprise concernée.

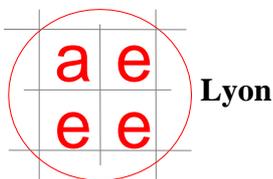
Compte tenu de ces éléments on peut déduire une valeur du fonds de commerce cohérente avec la valeur des capitaux propres.

En effet, les deux valeurs vont dériver de la valeur de l'entreprise :

- La valeur des capitaux propres qui est égale à valeur de l'entreprise diminuée de l'endettement financier net ajusté,
- La valeur du fonds de commerce, qui va également se déduire de la valeur de l'entreprise comme indiqué ci-après formule (A).

³ Il s'agit essentiellement des titres de participations et titres de placement. Les dépôts de garantie sont souvent assimilés à de la trésorerie.

⁴ Bancaire et financière emprunts, location financement et découverts, comptes courants d'associés et des cessions de créances (escompte, Dailly, affacturage...),



De ce qui précède il résulte :

Valeur du fonds de commerce = Valeur des immobilisations d'exploitation – Valeur du engagements sociaux et autres⁵.

Or la valeur des immobilisations d'exploitation = valeur de l'entreprise (VE) – BFR d'exploitation normal⁶.

Nous en déduisons : (A)

Valeur du Fonds de commerce = Valeur de l'outil économique (VE) - BFR d'exploitation normal – Valeur du engagements sociaux et assimilés (IFC,...)

Ce qui suggère afin de garder la cohérence évoquée ci-dessus, la méthodologie suivante :

- Le point de départ de la valorisation est la valeur de l'outil économique selon les méthodes habituelles (DCF, multiples, ...)
- Pour aboutir à la valeur du fonds de commerce, il convient ensuite d'enlever :
 - La valeur du BFR Normal (cf. 5)
 - Les engagements sociaux (engagements de retraite et assimilés,...), et les autres passifs éventuels repris par l'acquéreur.

Cette valorisation correspond tout à fait à la logique économique. En effet, le repreneur d'un fonds de commerce, rachète, une clientèle, un emplacement, une image de marque et des matériels mais devra aussi financer le BFR (le stock et l'en-cours commercial) et prendre en charge les engagements sociaux envers les salariés qu'il reprend (y compris ceux dont il envisage de se séparer si le cédant a préféré lui laisser cette tâche.

3- Cas particuliers

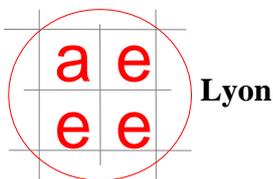
a. Pluralité de fonds

Jusqu'à présent nous avons fait l'hypothèse que la PME ne possédait qu'un seul fonds. Que se passe-t-il lorsque l'entreprise est propriétaire de plusieurs fonds ?

La valeur calculée au chapitre précédent ne sera plus celle du fonds de commerce, mais celle des fonds de commerces de l'entreprise.

⁵ Les engagements sociaux et autres est rattachés au fonds sont égaux aux IFC + provisions médailles du travail + indemnités éventuelles à verser aux salariés dont l'entité souhaite se séparer- passif liés à d'autres engagements éventuels lors de la cession. Il ne comprend pas le passif lié aux salariés partis de l'entreprise au moment de la cession (provision pour litiges par suite d'un prud'homme par exemple)

⁶ Nous entendons par BFR d'exploitation Normal, le BFR Normatif de l'entreprise déterminé à partir des délais de règlement et de stockage observés dans l'entreprise corrigés de la saisonnalité et des aléas éventuels, de la même façon que pour normer sa trésorerie.



Il faudra donc répartir la valeur des fonds entre chaque fonds de commerce. Comment ?

Deux cas de figures peuvent se présenter :

- soit les actifs et flux rattachés aux fonds sont parfaitement séparables, il suffira de valoriser chaque fonds en considérant ses propres actifs, passifs et flux et appliquer la méthode présentée ci-avant à ceux-ci.
- soit il y a utilisation de ressources communes à ceux-ci et dans ce cas il conviendra de trouver un ou plusieurs critères pertinents de répartition. Des critères tels que le capital économique direct (CAPEX et BFR) attaché aux fonds et la marge sur coût direct générée par chaque fonds pourront être utilisés pour opérer cette répartition. Ils sont plus représentatifs de la valeur économique transférée que le chiffre d'affaires ou la production générée par chaque fonds de commerce.

b. Autres fonds professionnels

Même si tous les fonds professionnels, commerciaux, artisanaux, agricoles ou libéraux ne suivent pas toujours les mêmes régimes juridiques et fiscaux, leurs contenus sont similaires sur le plan économique.

En conséquence, le principe de cohérence entre valeur des fonds et valeur des capitaux propres, reste vraie.

Ainsi deux cas de figures peuvent se présenter :

- Soit il existe une valorisation de référence incontestable sur le marché et le fonds sera valorisé directement selon les modalités correspondantes, comme nous l'avons expliqué ci-avant (al 4 préliminaire)
- Soit ça n'est pas le cas, ou les fourchettes de valorisations du secteur sont trop larges pour effectuer une valorisation précise et il convient de procéder comme suggéré au chapitre précédent (valorisation de l'outil- BFR normal-engagements sociaux et autres)

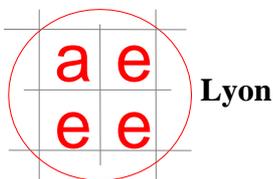
Seul bémol pour les clientèles de professionnels libéraux sous le régime fiscal des BNC (Bénéfices Non commerciaux), la disponibilité de l'information permettant d'effectuer cette valorisation. En effet, le régime BNC, recettes dépenses ne permet pas d'avoir une idée précise des résultats et performances de l'entreprise, ce qui rend difficile l'évaluation de l'outil économique. La construction, à minima, d'un compte de résultat type selon les principes de la comptabilité d'engagement permettra d'effectuer cette valorisation.

c. Cas particulier de cessions ou apports partiels de fonds de commerce

Il arrive parfois que la cession ou l'apport se limite à une partie du fonds de commerce, souvent des éléments incorporels comme le fonds commercial (par exemple clientèle) ou le droit au bail (emplacement) avec l'adjonction éventuelle de certains actifs et passifs.

Le risque dans cette situation est la double prise en compte ou l'omission de certains éléments.

Pour éviter l'écueil il sera important de bien individualiser **la valeur de chaque élément transmis**.



Ce qui renvoie à la question fondamentale : qu'avons-nous valorisé au travers de nos méthodes ? L'entreprise, le fonds de commerce, le fonds commercial, l'emplacement ?

Prenons l'exemple, d'une simple cession de clientèle, avec droit au bail, assortie d'une reprise des salariés, des aménagements effectués dans un showroom, et d'un stock, mais pas du reste du matériel.

Supposons que nous ayons valorisé selon une méthode de secteur l'achat de cette clientèle et des immobilisations incorporelles (clientèle et droit au bail) et corporelles (matériels et aménagements) qui s'y rattachent à 3 fois la marge brute moyenne réalisée.

Si cette marge brute moyenne est de 1.000, nous aurons valorisé la clientèle et les immobilisations à $3 \times 1.000 = 3.000$.

Supposons que l'ensemble des immobilisations corporelles ait une valeur économique de 1.200, dont les aménagements repris 700, les stocks 150, les engagements sociaux attaché aux salariés repris représentent 250.

Les valeurs individuelles seront alors les suivantes :

- Valeur du fonds commercial (clientèle) et du droit au bail = $3.000 - 1.200 = 1.800$
- Valeur des autres actifs repris (aménagements et stock) = $700 + 150 = 850$

Ainsi la valeur de cession ou d'apport sera égale à la valeur économique des actifs repris diminué des engagements sociaux, soit : $1.800 + 850 - 250 = 2.400$

Elle est différente de la valeur globale du fonds de commerce, telle que nous l'avons définie (hors stock) ci-avant égale à la valeur totale des immobilisations, corporelles et incorporelles, diminuées des engagements sociaux, soit : $3.000 - 250 = 2.750$

4- Conclusion

En pratique les méthodes utilisées pour valoriser les fonds de commerce sont souvent sommaires, déconnectées des méthodes de valorisation des capitaux propres et finalement des performances et perspectives offertes par le fonds de commerce.

Dans certains cas particuliers (achats de parts de marchés, d'emplacement...), il est possible de valoriser les fonds directement à partir d'agrégats.

Cela dit, la crise sanitaire, a mis en lumière, un peu plus les carences des méthodes classiques de valorisation des fonds et rendu plus difficile leur transmission sur cette base-là.

Nous avons montré dans cet article qu'il était possible **d'utiliser les mêmes méthodes, découlant de la valorisation de l'entreprise, pour valoriser fonds de commerce et capitaux propres.**

Nous avons ainsi **établi un lien entre les deux valeurs** assurant, ipso facto, leur cohérence.

5- Annexe : Exemple simple de valorisation

Supposons que la valeur de l'outil économique d'une PME, autrement dit, la valeur de l'entreprise ait été valorisée selon les une moyenne pondérée méthodes DCF, Multiples d'EBITDA, ou autres.

La valeur d'entreprise (VE) obtenue est de 2.400 K€

L'endettement financier net ajusté (EFN) est de 800 K€

Le BFR normatif est de 150 K€

Les engagements sociaux, non inclus dans l'endettement financier ajusté ou le BFR, représente 200 k€ et constitue le seul passif restant rattaché au fonds de commerce et à la PME

Comment déterminer la valeur du fonds cohérente avec la valeur des titres.

Nous obtenons ainsi, à partir de la valeur de l'entreprise et comme l'indique le schéma ci-dessous, une valeur de fonds à 2.050 K€ cohérente avec la valeur des titres 1.600 K€ :

