

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°37 – 2^{er} trimestre 2022

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Un tour d'horizon de la jurisprudence fiscale récente en matière d'évaluation de droits sociaux
Page 7
- Points d'attention sur la prise en compte de l'inflation dans les évaluations
Page 12
- La prise en compte des baux à constructions en évaluation ?
Page 17
- La prise en compte des engagements de fin de carrière en évaluation ?
Page 21
- Actualité en matière d'évaluation ?
Page 23

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.

Cela fait plusieurs mois que nous vivons dans un univers bousculé par un environnement compliqué (inflation retrouvée, ralentissement économique, baisse des marchés, etc...).

Nous attendons avec impatience les enseignements que nos amis conjoncturistes vont tirer de ce 1^{er} semestre 2022 encore une fois si inattendu et inédit qu'on en aurait presque oublié la crise sanitaire qui fait le yo-yo. Le socle de l'économie est-il fragile ou résilient,...

Il est toujours difficile de faire des prévisions dans le contexte où, depuis 3 ans, une suite continue d'évènements non prévisibles se sont réalisés. Force est de constater que les organisations internationales prévoient un retour à la normale des agrégats clés (ex : inflation, croissance du PIB,...) en 2024. Espérant de tous cœurs qu'ils aient raison, et que leur optimisme ne soit pas exagéré.

L'actualité particulièrement chahutée depuis 3 ans conduit les évaluateurs à faire appel à leur jugement pour approcher des valeurs, déterminer les méthodes / les agrégats / les années pertinentes. Cela conduit les évaluateurs à passer plus de temps à déterminer des agrégats normatifs, à apprécier la cohérence des prévisions en environnement incertain. Cela les a même conduit dans certains cas à exclure des approches d'évaluation les transactions comparables, ce qui aurait été peu imaginable il y a quelques années.

Nous profitons de cette lettre pour aborder le 2^{ème} volet de notre réflexion sur la prise en compte de l'inflation dans les évaluations, pour vous présenter l'actualité en matière de jurisprudence fiscale en matière d'évaluation, pour aborder le sujet des baux à constructions, et plus globalement évoquer certains points d'actualités en évaluation, dont celle liée à l'évaluation normative des engagements de retraite.

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

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

⇒ L'association A3E contribue de manière active à la rédaction de plusieurs **guides** établis par des associations professionnelles (ex : CNCC, OEC, ...), et notamment :

- Le guide d'évaluation des start-up innovantes (CNCC),
- Le guide d'évaluation (OEC).

La diffusion des guides est prévue pour la fin de l'année 2022.

⇒ **La journée nationale de l'évaluation se tiendra à Paris le 25 octobre 2022.** Olivier Arthaud est Président de la commission d'organisation, et Julien Herenberg et Christophe Velut animeront chacun un atelier.

A l'occasion du 10^{ème} anniversaire de la JDE, les débats seront concentrés autour de deux sujets particulièrement d'actualité :

- les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans la valorisation des entreprises
- la valorisation des start-ups et entreprises en forte croissance

Ces deux thématiques seront traitées au cours de 2 conférences plénières et 6 ateliers (évaluation des start-ups, évaluation des biotechs, évaluation des éditeurs de logiciels en mode Saas, ...), animés par des professionnels de l'évaluation, des chefs d'entreprise, représentants d'institutions et de fonds, etc.

⇒ Olivier Arthaud, Joelle Lasry et Christophe Velut ont co-écrit un article sur **l'endettement financier net**, qui a été diffusé en septembre dans la Revue Fiduciaire Comptable.

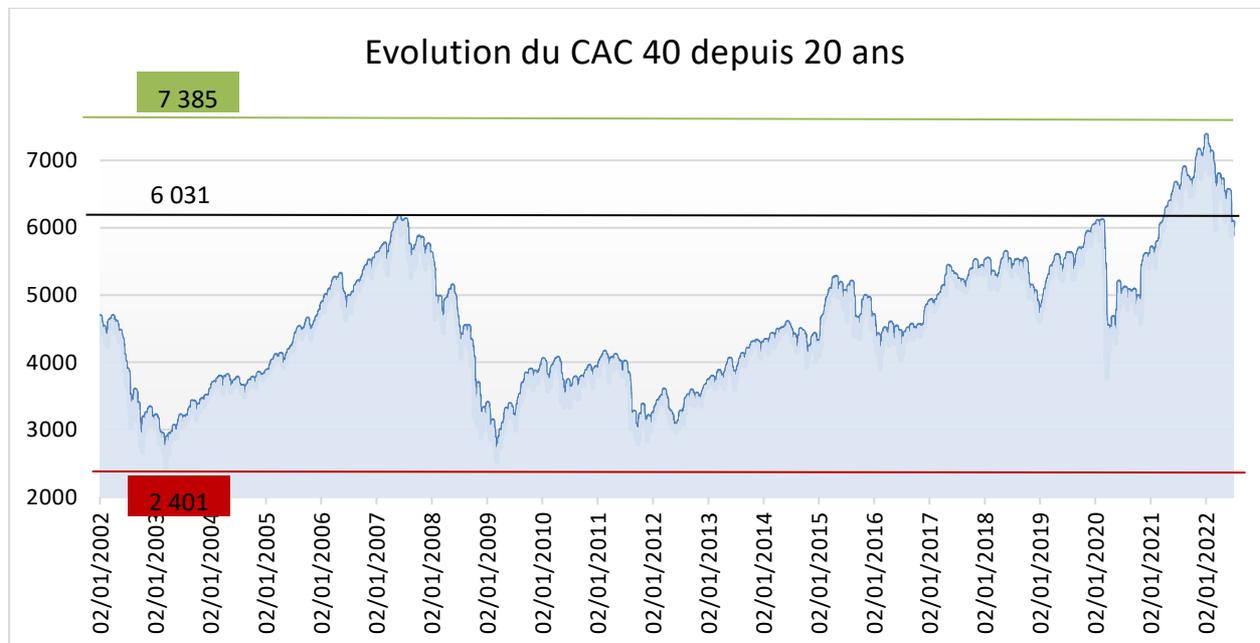
INFO NEWS (suite)

Les marchés boursiers à la hausse depuis juin 2022 :

Une rétrospective à début janvier 2002 :

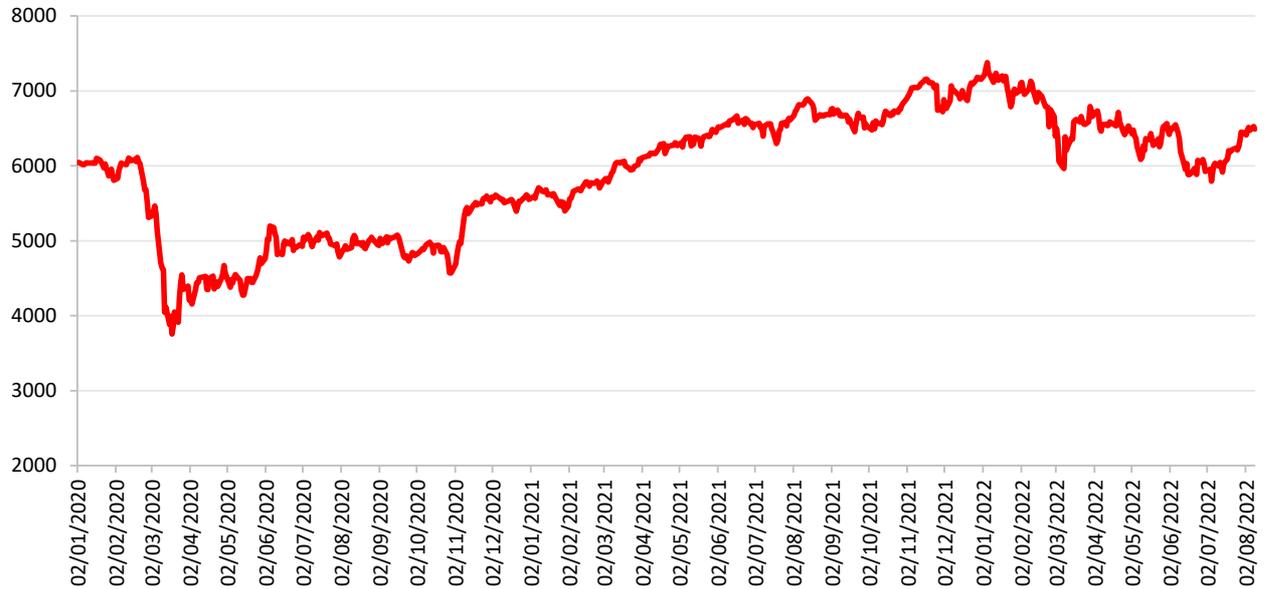
Le CAC 40 a fortement progressé au cours du 2ème trimestre 2022, pour atteindre un niveau de 6 031 points au 30 juin 2022.

Le graphe ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 20 ans. Il illustre bien les décrochages forts liés aux différentes crises, et notamment la guerre en Ukraine sur le 1^{er} trimestre 2022. Il illustre également la tendance qui reste pour l'instant ascendante sur le long terme.



Source : Yahoo Finance

Variations du cours de l'indice CAC 40 entre 2020 et août 2022



Source : Bourse direct

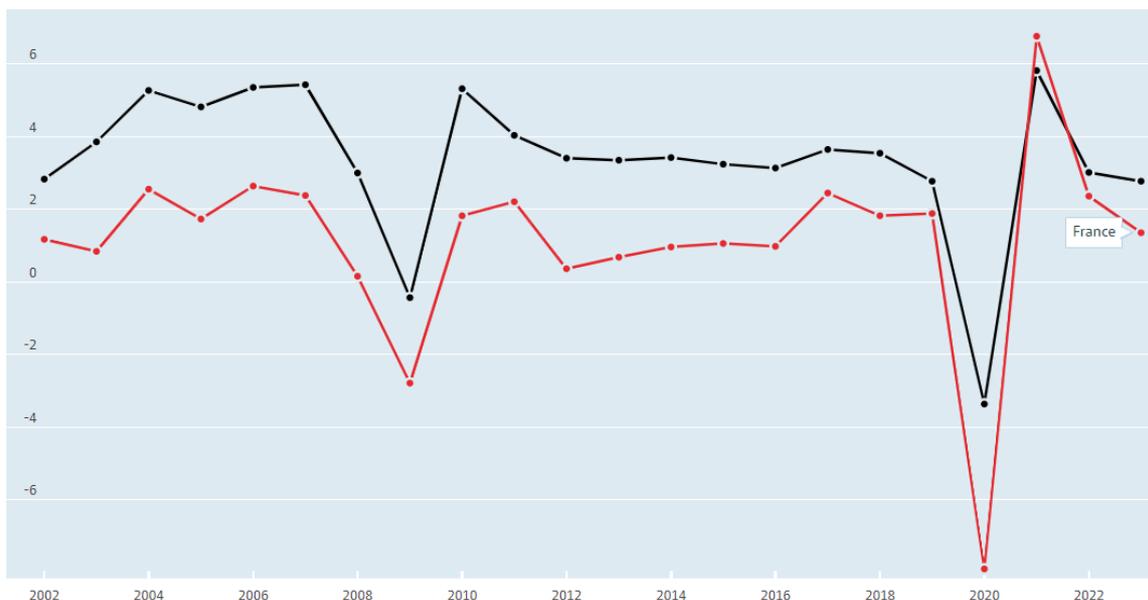
Les indices de volatilité se situent à un niveau plus faible qu'avant la crise du Covid-19. Pour information, les taux de volatilité du CAC 40 sont les suivants :

- T1 2022 : variation moyenne du cours de l'indice de 0,14 %,
- T2 2022 : variation moyenne du cours de l'indice de 0,20%.

INFO NEWS (suite)

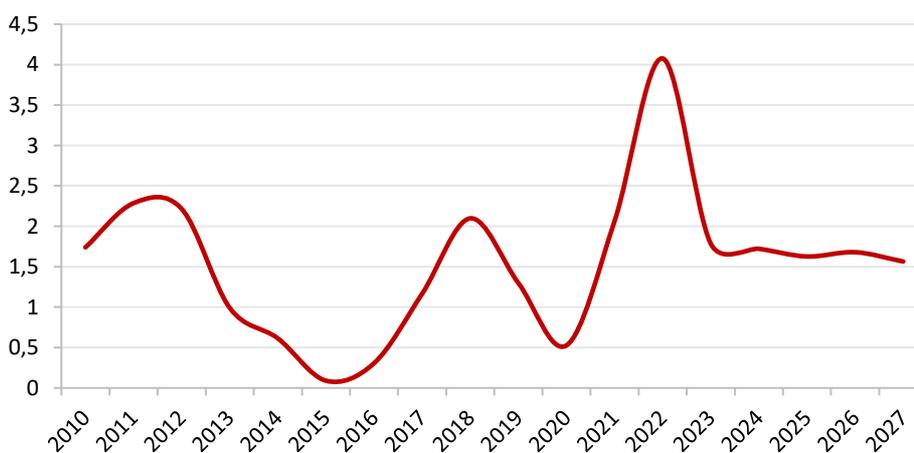
La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux de croissance du PIB en % en France et du PIB mondial sur les 20 dernières années :

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



La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux d'inflation en France entre 2010 et 2027 :

Evolution du taux d'inflation en France depuis 2010 en intégrant les prévisions du FMI jusqu'en 2027

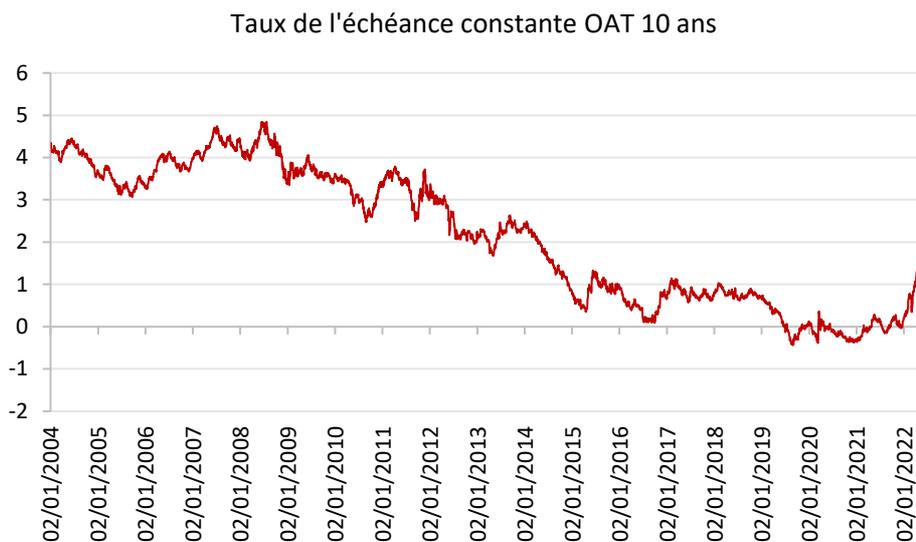


Source : FMI – World Economic Outlook Database, April 2022.

On peut s'interroger sur l'optimisme de ces prévisions, qui prévoient un retour à une certaine normalité dès 2024.

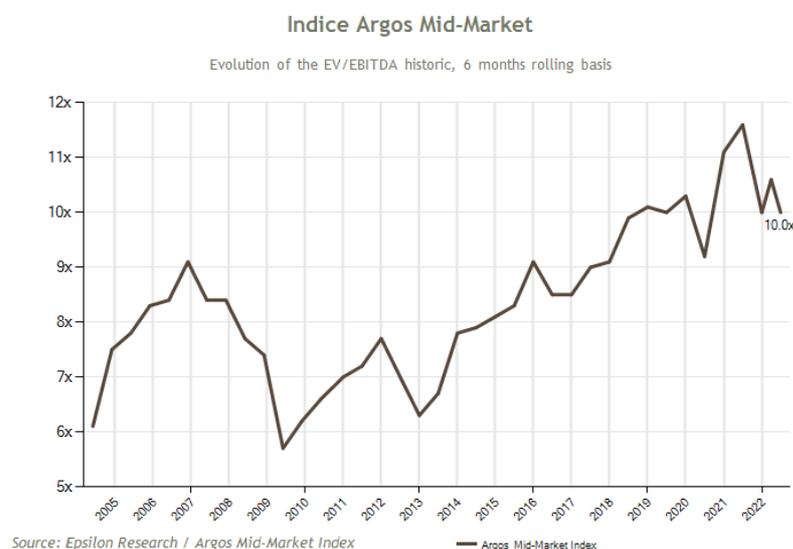
INFO NEWS (suite)

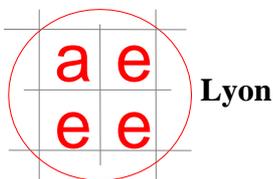
La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux de l'échéance constante 10 ans en France depuis 2004, avec une très forte remontée des taux depuis mars 2022. Le taux des OAT 10 ans est ainsi passé de 0,23 au 3 janvier 2022 à 1,96% au 30 juin 2022 :



Indice Argos :

L'indice Argos s'était montré résilient comme le montre la courbe ci-dessous : les décrochages liés aux différentes crises (dont la crise sanitaire et la guerre en Ukraine) ont donné lieu à des reprises fortes, voire spectaculaire depuis mi 2020, pour atteindre un record historique au second trimestre 2021 (cf commentaires dans les précédentes lettres A3E) traduisant de très fortes polarisations. L'indice sur le 1^{er} semestre 2022 confirme cette fois le repli engagé fin 2021





Un tour d'horizon de la jurisprudence fiscale récente en matière d'évaluation de droits sociaux

*Thierry Saint-Bonnet
Expert(h) près la Cour d'appel de Paris*

La crise sanitaire a eu un impact sur de nombreuses entreprises, avec des conséquences attendues sur la valeur de leurs titres¹.

Nul doute que la conjoncture géopolitique actuelle aura des répercussions analogues.

La jurisprudence en tirera sûrement les conséquences, mais nous le saurons dans plusieurs années.

Dans ces conditions, on doit être attentif à la méthodologie susceptible d'être actuellement mise en œuvre par les vérificateurs dans le contrôle des valeurs.

Pour ce faire, il est intéressant d'examiner quelques arrêts récents qui pourront être utilisés dans leurs travaux par les évaluateurs et les conseils des entreprises.

1. LA PREPONDERANCE DE LA VALEUR MATHÉMATIQUE (OU PATRIMONIALE) ET SES EFFETS

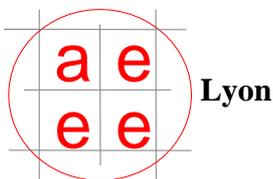
Si on en juge par l'importance des développements consacrés à la valeur mathématique (11 pages) par rapport aux six autres méthodes citées (11 pages également) dans le Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés (DGFIP – 2006), on constatera que la valeur patrimoniale est indéniablement la méthode préférentielle mise en œuvre dans les contrôles fiscaux.

En pratique, les propositions de rectification débutent le plus souvent par la détermination de la valeur mathématique, complétée par la méthode du goodwill pour déterminer la valeur des incorporels².

¹ Quelle est la valeur des actions post-crise ?

O. ARTHAUD-J. HERENBERG – Revue Française de Comptabilité n° 559 – Décembre 2021

² Supplique pour une modernisation du Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés – Th. SAINT-BONNET – Revue Fiduciaire Comptable n° 482 – Mai 2020



Les méthodes basées sur la rentabilité sont évoquées dans une deuxième phase de la démarche des vérificateurs.

Or, avec les crises perturbant la conjoncture économique, la valeur mathématique peut devenir nettement supérieure aux valeurs déterminées par les autres méthodes d'évaluation (qui, le plus souvent, ont la préférence des évaluateurs).

Il faut donc s'interroger sur les risques fiscaux de retenir des combinaisons de méthodes conduisant à une valeur inférieure à la valeur mathématique.

2. LE PRINCIPE : LA SEULE VALEUR MATHÉMATIQUE NE VAUT !

Rappelons que lorsqu'il existe une possibilité de comparaison avec des transactions récentes portant sur les mêmes titres, la méthode comparative doit être retenue. Il est nécessaire cependant que les conditions soient équivalentes (quotité de titres transmis, délais de réalisation, conditions de règlement, existence d'une contrepartie, ...).

A défaut de transaction comparable pertinente, il convient de recourir à une combinaison de différentes méthodes d'évaluation. L'arrêt du 23 avril 2003 (Cass. com. n° 99-19.901) a posé le principe, s'agissant d'une société détenant un important patrimoine immobilier et un portefeuille titres. Pour la Cour de cassation, il n'est pas possible de se référer à la seule valeur patrimoniale ou valeur mathématique, comme l'avait fait l'Administration :

« Attendu qu'en statuant ainsi, sans tenir compte des conséquences sur la valeur des actions de l'activité exercée par la société, alors que la valeur des titres non cotés en bourse doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir une évaluation aussi proche que possible de celle qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande dans un marché réel, le tribunal a violé le texte susvisé ».

La Chambre commerciale exige donc que la rentabilité de la société évaluée soit prise en compte dans sa valorisation.

En conclusion, ce n'est que si aucune autre méthode ne peut être appliquée qu'il demeure possible de se baser sur la seule méthode mathématique³ ou si celle-ci s'impose compte tenu du contexte particulier comme on le verra infra.

On s'interrogera par la suite sur la combinaison de méthodes qu'il convient de mettre en œuvre.

³ Évaluation de droits sociaux : application de la seule méthode mathématique en cas de précarité de l'existence du fonds (oui en l'espèce) Th. SAINT-BONNET - Revue de Droit Fiscal n° 47 – 21 novembre 2013

3. L'ARRET DU 9 FEVRIER 2022 (CASS. COM. N° 19-22.861)

La Cour de cassation s'est manifestement fondée sur le rapport d'un expert judiciaire. C'est une bonne chose dans un domaine éminemment technique.

La Chambre commerciale a jugé sur le fond pour une bonne administration de la justice ce qui est une innovation permise par la loi du 18 novembre 2016. Il n'y a donc pas lieu à renvoi et l'arrêt est définitif.

Les Hauts magistrats ont retenu la formule : $VV = (3VM + 1VP)/4$, qui ressort du Guide fiscal et des travaux de l'expert.

L'intérêt de l'arrêt repose sur la confirmation de la nécessité d'introduire un paramètre de rentabilité.

L'inconvénient serait d'inscrire dans le marbre la formule $(3M + 1VR)/4$, s'agissant de sociétés détenant un important patrimoine immobilier (il s'agissait d'une SCI, dans le cadre d'un contentieux en matière d'ISF).

Les juges sont cependant suffisamment perspicaces et devraient considérer que l'évaluation d'une société doit reposer sur le contexte et les spécificités de ladite société et non sur une formule arithmétique applicable dans tous les cas.

La combinaison de méthodes et leur pondération sont toujours fonction du cas d'espèce.

Rappelons également que pour la Chambre commerciale il n'existe pas de jurisprudence proprement « *fiscale* », ses décisions sont transposables en toute matière « *commerciale* » ressortant de sa compétence.

4. UNE DECOTE PEUT ETRE APPLIQUEE SUR UNE VALEUR DETERMINEE A PARTIR D'UNE METHODE BASEE SUR LA RENTABILITE

Pour le fisc, une décote (un abattement) s'impose dans deux cas :

- Lorsque la société est évaluée en fonction de la seule approche de l'Actif Net Réévalué,
- Lorsque les titres non cotés sont valorisés par comparaison avec des titres cotés.

Cette restriction issue du Guide fiscal est très critiquée par les praticiens.

La juridiction judiciaire dans l'arrêt de la Cour de cassation du 9 février 2022 applique un abattement de 15 % sur la valeur finale, mais il est vrai que la valeur de productivité n'est prise en compte que pour un quart de la valeur globale dans la combinaison retenue.

La juridiction administrative dans un arrêt du 5 mai 2022 (CAA Lyon, 5^e ch. N° 20 LYO01459) a considéré que « la société est fondée à soutenir que la détermination de la valeur de productivité de la SAS ATC nécessitait l'application d'une décote, au taux global de 30 % qui ne fait l'objet par lui-même d'aucune critique, en raison de la faible liquidité des titres, de la taille de la société et de sa relative dépendance à ses dirigeants ».

La jurisprudence judiciaire et la juridiction administrative confirment ainsi le principe de l'acceptabilité des décotes et se montrent plus ouvertes que le Guide fiscal. Il est vrai que le Guide a été publié en 2006 et n'a pas été réactualisé.

5. QU'EST-CE QU'UN ECART SIGNIFICATIF ?

Depuis un arrêt du Conseil d'Etat du 3 juillet 2009 (8^e et 9^e s.-s., N° 301299 - Herail), les praticiens avaient en tête une certaine tolérance de la jurisprudence en matière d'évaluation de droits sociaux. Pour remettre en cause une évaluation, il devait exister un écart « *significatif* ».

Un seuil de 20 % est apparu dans l'affaire Herail. Commentant cette décision, le président FOUQUET relevait que l'exigence d'un écart minimal de 20 % pourrait devenir une règle non écrite de la jurisprudence du Conseil d'Etat, justifiée par le fait que la détermination de la valeur des titres non cotés, particulièrement lorsqu'elle résulte d'une combinaison de méthodes, ne procède pas d'une science exacte de sorte que la valeur vénale à retenir doit comporter une fourchette (Rev. adm. 2010, vol. 63).

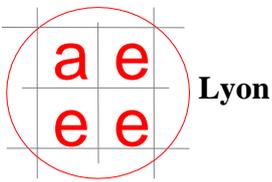
Dans un arrêt du 26 octobre 2021 (9^e ch. N° 426462 – Crédit Agricole), le Conseil d'Etat considère qu'un écart de 14,1 % entre le prix de cession et la valeur retenue par l'Administration fiscale n'est pas acceptable.

La nature des biens détenus par la société et leur évaluation, présentait les caractéristiques suivantes :

- Il s'agissait d'une société de leasing au sein du groupe Société Générale destinée à disparaître dans le cadre d'une restructuration.
- La société ne détenait plus que des placements de trésorerie (70 M€) et des véhicules en stock (3,5 M€) sur lesquels ne pesait aucun risque compte tenu de la cessation programmée de son activité et qu'ainsi le standard non écrit de 20 % était inadapté dans le cas particulier car l'évaluation des titres n'était entachée d'aucun aléa.

Le raisonnement du Conseil d'Etat a été le suivant :

- La Cour avait validé le recours exclusif à la méthode mathématique en précisant qu'il n'y avait lieu de n'appliquer aucune décote pour risques, pour fiscalité latente ou pour non-liquidité alors que, par ailleurs, aucun autre facteur de décote n'était invoqué par la société.

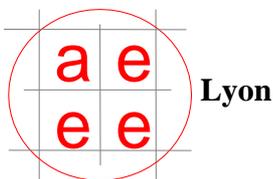


- Le Conseil d'Etat considère que le recours à une seule méthode d'évaluation ne paraît pas en soi critiquable car admis dans certains cas par la jurisprudence. Mais le choix de la méthode mathématique n'est pas exclusif de l'application de décotes (notamment pour non-liquidité).
- Le Conseil d'Etat a donc considéré que l'écart de 20 % n'était pas un totem applicable en toutes circonstances et renvoie l'affaire devant la Cour de Versailles.

En conséquence :

- Le renvoi permettra de trancher définitivement les débats relatifs aux facteurs de décote – fondés sur des risques de fiscalité latente et de non-liquidité – qui étaient ici invoqués par la société.
- Nous saurons ainsi si l'écart d'un faible montant entre la valeur de cession et la valeur des titres s'apparente bien ici à un acte anormal de gestion.
- En toute hypothèse, il ne s'agira pas de fixer un nouveau taux normatif pour caractériser un écart significatif, mais de confirmer que toute évaluation est un cas d'espèce et qu'il n'est pas possible de fixer de règle générale.

Attendons donc l'arrêt de la Cour administrative d'appel de Versailles pour connaître l'épilogue de cette affaire qui devrait nous éclairer sur certaines difficultés rencontrées par les praticiens.



Points d'attention sur la prise en compte de l'inflation dans les évaluations ?

Christophe VELUT
Président A3E – Directeur Général Advolis Orfis
Eddy BLOY
Vice-Président A3E

Suite de l'article de la lettre n°36 du 1^{er} trimestre 2022.

- Rappel des normes en matière de prise en compte de l'inflation :

Le référentiel français sur les tests de dépréciation ne prévoit pas de dispositions particulières en matière de prise en compte de l'inflation, qui était depuis longtemps « absente des radars ».

Le référentiel IFRS contient des dispositions spécifiques, dès lors que certains pays dans le monde sont concernés par des inflations élevées, voire des hyper-inflations.

Le traitement de l'hyper-inflation relève d'une norme spécifique et ne sera pas évoqué dans l'article, car nous nous concentrons sur la situation française.

La norme IAS 36 (tests de dépréciation) contient des dispositions spécifiques sur le sujet au paragraphe 40 (cf infra).

Vous trouverez ci-après les réponses à des questions qui nous ont été posées sur l'inflation :

- Les méthodes d'évaluation ont-elles été modifiées pour tenir compte d'un risque spécifique inflationniste ?

Une enquête réalisée auprès des membres d'A3E a montré qu'à ce jour, il n'existe pas de modifications « universelles » des méthodes des évaluations, mais des prises en compte au cas par cas, en fonction de situations qui peuvent être différentes, *selon le secteur d'activité, la localisation de l'activité, le niveau d'intégration, la localisation des clients et des fournisseurs, ..., et même au sein d'un même secteur d'activité.*

La problématique est en effet beaucoup plus large que l'inflation (contexte géopolitique tendu, pénuries de matières premières, accès aux financements plus difficiles, notamment pour financer une hausse des stocks, ...). Par ailleurs, les impacts de l'inflation peuvent être sensibles en amont auprès des fournisseurs, ou en aval notamment pour une clientèle BtoC.

Il convient d'être prudent dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des multiples, car comme en 2020 pendant la crise sanitaire :

- Il est plus que jamais important de vérifier la cohérence des transactions comparables, notamment en termes d'années de réalisation de la transaction. Le cas échéant, l'évaluateur pourra être amené à exclure cette méthode de son analyse.

Les performances 2021 et 2022 peuvent être selon les cas « exceptionnellement minorées / majorées ». Ainsi, un groupe qui a constitué un stock important en N-1 pour anticiper une augmentation des prix des matières, et répercuté une partie des augmentations de prix de vente, aura-t-il un niveau de rentabilité « exceptionnellement » élevé. Plus que jamais, il est important de mettre en place une approche normative sur les agrégats utilisés en évaluation, comme c'est le cas généralement dans le cas de due diligences.

Il est plus compliqué dans la méthode des multiples de déterminer les éventuels ajustements à effectuer sur les multiples pour tenir compte d'un effet inflation, alors que pour la méthode des DCF, la cohérence entre le wacc et les prévisions peuvent (au moins dans le principe) être appréciées.

- [Les wacc vont-ils augmenter de manière significative du fait de l'augmentation de l'inflation ?](#)

Il est difficile de répondre à cette question à ce jour, pour plusieurs raisons :

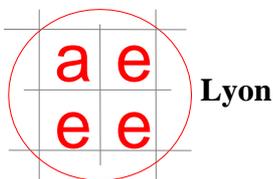
- Dans le temps les primes de risques marchés évoluent généralement en sens inverse des taux sans risques. Ainsi, lorsque les taux sans risques ont fortement baissé, les primes de risques marchés ont fortement augmenté. Il est à noter que sur une très longue période, le couple taux sans risques primes de marché évolue aux alentours de 9%, sans prise en compte du coefficient bêta.
- Les wacc de marché reposent sur de nombreuses hypothèses qui ne sont pas nécessairement rationnelles, et qui dépendent notamment d'anticipations spéculatives (ex : perspectives de croissance des entreprises / des marchés, ...), rentabilité attendue des investisseurs.

Nous pouvons constater qu'à ce jour les taux sans risques ont augmenté de près de 2 points sur le 1^{er} semestre 2022, avec une augmentation relative plus forte des taux courts / versus taux longs. En revanche, les taux des placements sans risques sont restés très bas et n'ont pas suivi la progression des taux sans risques. Dans le contexte d'un niveau de liquidité qui reste élevé, l'appétence des investisseurs pour le risque reste élevée, ..., pourvu que le risque ne soit pas trop important, d'où les tensions et la volatilité sur les marchés.

Nous ne constatons pas à ce jour d'augmentation structurelle des wacc en général. La période est une période d'attente pour suivre les tendances économiques à la rentrée (confirmation d'une inflation installée et d'une récession « technique » ?).

En revanche, une augmentation significative des taux et un accès plus difficile au financement seront susceptibles de créer une pression sur les montages (LBO, ...) et les prix des transactions.

Les besoins de financement générés par un BFR grandissant (augmentation des stocks...) conduiront à une dégradation de la structure financière qui aura en théorie un effet à la hausse sur le beta réendetté et potentiellement (mais pas nécessairement dans tous les secteurs) sur le coût de la dette avec un risque de défaut supplémentaire.



- [Doit-on retenir mécaniquement une prime de risques au titre de l'inflation ?](#)

La réponse est non, l'analyse repose sur une appréciation globale des risques liés à l'entreprise, dans le contexte où le calcul du wacc doit être cohérent avec les prévisions et représenter le risque de non réalisation de l'échéancier des flux futurs

- [Quelle est la distinction entre prix constants et prix courants ? Quand on est en euros courants, peut-on prendre en compte une augmentation des prix de vente ?](#)

La réponse est dans la norme IAS 36 (tests de dépréciation) sur le sujet. La norme IAS 36 indique au par. 40 :

« Les estimations des flux de trésorerie futurs et le taux d'actualisation reflètent des hypothèses cohérentes quant aux augmentations de prix dues à l'inflation. Par conséquent :

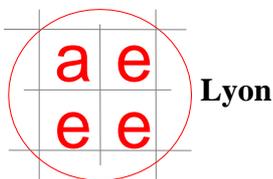
- si le taux d'actualisation inclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie futurs sont estimés en prix courants.
- si le taux d'actualisation exclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie futurs sont estimés en prix constants (mais comprennent les augmentations ou diminutions de prix spécifiques futures).

La réponse à la 2^{ème} question est donnée dans le texte ci-dessus : il est possible d'intégrer des augmentations de prix spécifiques quand on est en euros courants.

- [Quand un groupe prévoit une inflation exceptionnellement élevée en 2022 et 2023, et un retour à la norme sur les 3 années suivantes de l'horizon explicite, doit-on tenir compte d'un wacc spécifique sur les années 2022 et 2023 ?](#)

Il peut exister des cas spécifiques très différents. Nous pouvons apporter les 2 commentaires suivants :

- Le wacc doit refléter les risques liés aux flux de la majorité des prévisions. Si la valeur terminale et 2 années de flux sont impactés par un niveau d'inflation « normal », cela signifie que l'on peut retenir en théorie un taux non inflaté pour les années correspondantes,..., et, si l'impact est significatif, retenir un taux inflaté pour les années des prévisions marquées par une inflation forte,
- L'analyse n'est en réalité pas si simple, car il faut voir si les prévisions de la société sont fortement corrélées à l'inflation (cf infra). Dans de nombreux cas, l'inflation pourra avoir un impact sur certains agrégats pris individuellement, avec un impact limité sur l'agrégat de flux net (ex : EBITDA).



- **Quelle situation en matière de taux de croissance à l'infini ?**

On se doit d'avoir une cohérence entre le taux de croissance à l'infini et le wacc. Si ce dernier a été impacté par l'inflation, il est assez logique que le premier le soit aussi.

Pratiquement, la mise en œuvre n'est pas aussi simple que pourrait le laisser penser cette remarque générale.

En effet, on doit s'interroger sur le caractère durable ou non de l'inflation. Si l'inflation n'est que passagère, il n'y a pas de raison d'inflater les taux de croissance à l'infini.

Rien n'empêche, en revanche, comme indiqué ci-dessus, d'augmenter les wacc pour les années de fortes inflations, par exemple 2023 si on anticipe que cette année sera encore marquée par de fortes hausses de prix.

Si l'inflation devait s'installer dans la durée alors, il faudrait probablement l'intégrer dans le taux de croissance à long terme. On pourrait retenir, à titre indicatif, les taux utilisés dans les périodes précédant la période actuelle augmentés de l'objectif d'inflation maximum de la BCE soit : 2%. Cette correction serait bien entendu compensée par l'augmentation du wacc qui intégrerait également une inflation durable. Là encore, il convient d'être nuancé : il se peut que la hausse des prix de l'entreprise soit significativement décorrélée du taux d'inflation, à la hausse comme à la baisse. Ainsi, une entreprise qui bénéficie de forts gains de productivité pourra très bien maintenir ses prix auquel cas un taux de croissance à l'infini inflaté ne se justifiera pas dans le cas d'espèce.

Tant que l'on n'est pas sûr de la « durabilité » de l'inflation, il n'est peut-être pas nécessaire de réévaluer le taux à l'infini, avec un inconvénient majeur lié au fait que les évaluations réalisées actuellement risquent d'avoir une durée de « validité » plutôt courte.

- **Dans un contexte d'inflation forte, les points d'attention portent-ils seulement sur le CA et l'EBITDA dans les prévisions ?**

Les impacts des tensions économiques actuelles dépassent largement les agrégats généraux d'activité et de rentabilité. Ainsi :

- Besoin en Fonds de Roulement : augmentation du stock, risque de détérioration du ratio client,
- Chiffre d'affaires : distinction nécessaire entre l'effet prix et l'effet volume, baisse des volumes prévisible liée au ralentissement économique, reports de commandes, capacité de l'entreprise à augmenter ses prix de vente, couvertures mises en place,
- Marge : augmentation des prix des matières, augmentation des prix de transports, dépendance de fournisseurs, ...
- Perspectives d'augmentation durable des salaires, et de sous-traitance, dans un contexte de difficultés de recrutement accrues,
- ...

- **Quels sont les points d'attention dans l'établissement d'un diagnostic réalisé pour une évaluation ?**
- Bien prendre en compte le positionnement concurrentiel de l'entité et les facteurs de dépendance (fournisseurs, clients, ...), et notamment sa capacité à répercuter sur les prix de vente les augmentations de prix des matières et de la main d'œuvre,
- Tenir compte de la flexibilité de sa stratégie,
- Traduire le risque en priorité dans les prévisions et d'apprécier le niveau d'incertitudes liées aux prévisions,
- S'assurer que les hypothèses retenues par la société en matière de timing (ex : tensions sur les matières premières anticipées jusqu'à fin 2023) sont bien documentées, et cohérentes avec les études réalisées par les organisations nationales et internationales,
- Identifier les niveaux non normatifs d'activité / de rentabilité,
- Vérifier la cohérence des hypothèses retenues dans le cadre d'un retour « brutal » à une inflation « normale » sur les agrégats relatifs, le BFR, ...
- Vérifier la cohérence des hypothèses retenues avec celles du secteur / des concurrents.

Dans ce contexte de ralentissement fort de l'économie et de tensions multiples, la réactivité, la résilience et la liquidité des entreprises constitueront des atouts majeurs.

La prise en compte des baux à constructions en évaluation ?

Christophe Griffith

Pôle Evaluation - Directeur Technique Valeur d'Entreprise et membre d'A3E

Coralie COUVRET-DEYDIER

*Directrice Générale Déléguée du Pôle Immobilier et de Galtier Valuation
Expertises Galtier*

1. PRESENTATION GENERALE

- **Définition :**

Le bail à construction est un bail de longue durée, constitutif de droits réels qui engage le Preneur à édifier des constructions sur le terrain du Bailleur.

Par conséquent, le titulaire dispose d'un droit réel immobilier sur les constructions. Le bail à construction (sous forme d'acte notarié ou d'acte sous-seing privé) devra être publié au service de publicité foncière compétent (Décret n° 55-2 du 04 janvier 1955).

(Loi du 16 décembre 1964 - Article L251-1 et suivant du Code de la Construction et de l'Habitat).

Le Preneur à une obligation de construire : il doit édifier des constructions sur le terrain du Bailleur (Obligation de construire) et de maintenir les constructions en bon état jusqu'au terme du bail.

Le bail à construction peut avoir une durée de 18 ans à 99 ans (généralement 30 ans). La prolongation par tacite reconduction est exclue par l'article L.251-1 du Code de la construction et de l'habitat.

La propriété du Bailleur est temporairement démembrée lors de la conclusion d'un bail à construction et pour toute la durée du bail.

- **Quels sont les avantages du bail à construction ?**

- Pour le Bailleur : il peut profiter de l'opportunité de pouvoir rentabiliser ses domaines parfois inemployés dans l'éventuelle attente d'une vente. La Taxe Foncière est par ailleurs à la charge intégrale du Preneur.
- Pour le Preneur : se procurer un terrain sans avoir besoin de l'acheter, disposer d'un droit réel immobilier sur les constructions.

- **Principales distinctions entre le bail à construction et le bail emphytéotique :**

Le bail à construction est caractérisé par l'obligation du locataire d'édifier des constructions ou d'organiser des réhabilitations et améliorations sur le terrain du bailleur.

Le bail emphytéotique implique, sans obligation, une possibilité de construire, de rénover ou d'améliorer.

Requalification possible d'un bail emphytéotique en bail à construction si le bail impose au Preneur une obligation de construire (jugement du 24/2/2005).

- **Dénouement du bail à construction :**

A la fin du Bail à construction dans le schéma traditionnel quand le Bailleur devient propriétaire des constructions :

- Impact sur le Bilan du Preneur : Constructions sorties de l'Actif
- Impact sur le compte de résultat du Preneur : Valeur nette comptable passée en charge et déductible
- Entrée des constructions dans le patrimoine du Bailleur

Recommandation : Il convient d'étaler la durée d'amortissement des constructions sur la durée du Bail à construction afin d'éviter une charge lors de l'exercice du dénouement.

2. METHODOLOGIE D'EVALUATION DES DROITS DU BAILLEUR ET DU PRENEUR

- **Evaluation des Droits du preneur :**

Le preneur dispose de droits réels et à ce titre il peut louer le bien pendant la durée du bail à construction et peut donc percevoir chaque année un revenu supposé correspondre à la valeur locative de marché.

Droits du Preneur = Valeur du Droit au Bail à construction

Calcul = Actualisation sur la durée du Bail à construction du différentiel par année restante du BAC :

- + Revenus réels ou potentiels / valeur locative de marché
- Taxes et impôts fonciers
- Coûts des travaux d'entretien et réparation
- prise en compte possible de vacances
- (+ Prise en compte d'une éventuelle indemnité versée au preneur en fin de bail (dernière année du BAC))
- Loyer du BAC perçu par le Bailleur

Indexation possible sur la durée du BAC (se référer au BAC)

Taux d'actualisation retenu : Placement à faible liquidité donc tenir compte d'une prime de non-liquidité

Points d'attention :

- **L'obligation de construire du Preneur, qui peut être précisée conformément à un devis descriptif et estimatif,**
- **Le montant du loyer, qui peut être en nature par remise des biens ou en espèce avec modalité d'indexation.**
- **La destination de l'immeuble en fin de bail, qui est contractuellement fixée : accession au Bailleur avec ou sans indemnité, acquisition du terrain par le Preneur qui devient alors propriétaire de l'ensemble, ou des solutions intermédiaires avec propriété partielle pour chacune des parties,**
- **L'obligation d'entretien, qui constitue une clause essentielle à laquelle une garantie de bonne exécution peut être exigée par le Bailleur.**

- **Evaluation des Droits du bailleur :**

Il existe 2 méthodes possibles.

- Méthode 1 : +Evaluation du bien immobilier en pleine propriété - Droits du Preneur = Droits du Bailleur
- Méthode 2 : + Evaluation du bien immobilier en pleine propriété à échéance du Bail à construction actualisée + Flux Loyers BAC actualisés – éventuelle Indemnité à verser au Preneur = Droits du Bailleur

- **Quels impacts sur l'évaluation d'entreprise ?**

- **Evaluation de l'entreprise « Preneur du Bail à construction » :**

Dans le cadre d'une évaluation d'entreprise, l'impact doit être constaté dans le cadre du retraitement portant sur le résultat d'exploitation (REX) :

- +Résultat d'Exploitation (REX)
- Neutralisation du loyer issu du Bail à construction
- Neutralisation des dotations aux amortissements liées à la construction
- Réintégration d'une valeur locative de marché d'un bien en pleine propriété

Calcul de l'EBITDA : même retraitement hors dotations aux amortissements

Calcul du Flux de trésorerie : même retraitement hors dotations aux amortissements

Observation : Nous repositionnons l'entreprise comme si elle était simple locataire.

Cette démarche va permettre de mieux appréhender l'exploitation du fonds sans aucun biais, on parlera d'une « dichotomie entre le Fonds et les Murs ».

Lors de l'évaluation globale d'entreprise, c'est-à-dire ses titres, alors il faudra ajouter dans le patrimoine la valeur des Droits du preneur déterminé par une évaluation immobilière.

Il est toujours intéressant de faire un rapprochement entre la valeur nette comptable des constructions à une date donnée avec l'évaluation des droits du preneur à cette même date.

- **Evaluation de l'entreprise « Bailleur » :**

Dans cette situation, généralement il s'agit d'une société de type SCI donc il suffira de réintégrer dans le cadre d'une approche patrimoniale :

- Capitaux propres
- VNC de l'actif immobilier sous BAC (souvent le terrain)
- + Droits du Bailleur

Actif net comptable corrigé

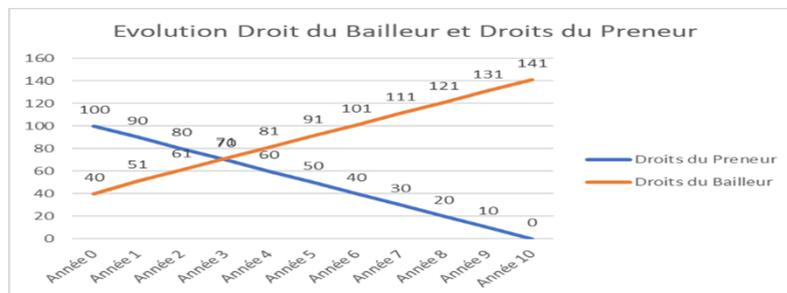
Recommandation : Toujours bien se caler à une date de valeur identique aux deux évaluations (ex : date de clôture des derniers comptes).

- **Conclusion :**

Dans le temps la valeur des droits du Preneur et des droits du Bailleur suit une courbe inversée respectivement.

Données théoriques

	Année 0	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5	Année 6	Année 7	Année 8	Année 9	Année 10
Droits du Preneur	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	0
Droits du Bailleur	40	51	61	71	81	91	101	111	121	131	141*



La prise en compte des engagements de fin de carrière dans les évaluations

Christophe Velut
Président A3E - Directeur Général Advolis Orfis

Nous avons évoqué à plusieurs reprises la problématique liée à la très forte volatilité des provisions liées aux engagements de retraite, qui constituent dans de nombreux cas, la provision la plus significative des sociétés.

L'année 2021 et l'année 2022 confirment cette très forte volatilité, avec :

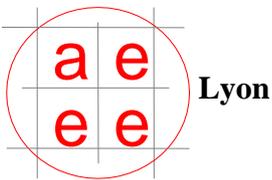
- en 2021, l'interprétation de l'IFRS IC publiée en juin 2021, modifiant les règles de répartition de la charge (étalement uniquement sur les années de services qui génèrent des droits), lorsque certains critères sont respectés. L'ANC a permis en novembre 2021 aux sociétés françaises d'appliquer ce changement. Ce changement a conduit à diminuer dans certains cas les provisions de 10% à 20%,
- en 2022, augmentation très forte des taux (environ 2 points sur le 1^{er} semestre 2022), qui devrait conduire à une baisse des engagements de plus de 30% (hors impact en sens contraire d'une augmentation du taux des salaires).

Prenons l'exemple d'une entreprise de l'Ain, soumise jusqu'à présent à la convention de la Métallurgie. Sur les 10 dernières années :

- modification, à 2 reprises des calculs des droits, qui ont conduit dans un cas à baisser l'engagement de plus de 20% et dans le 2^{ème} cas de le réaugmenter d'un % similaire,
- modification en 2018 du calcul du turn-over pour exclure les ruptures conventionnelles du calcul (ce qui revient de facto à constater une provision pour licenciements à caractère de « réserves » = : augmentation de 30% de l'engagement,
- changement de convention collective suite à une modification de l'activité et impact de la décision IFRS IC évoquée ci-dessus : augmentation de l'engagement de près de 50% de l'engagement dans le 1^{er} cas, compensé dans le 2^{ème} temps par une baisse de 15% liée à la décision de l'IFRS IC,
- 2022 : baisse anticipée de 15% de l'engagement du fait des variations des taux d'actualisation et des taux de croissance de salaires.

Même si cet exemple est un peu extrême, la volatilité très importante de l'engagement qui concerne toutes les sociétés montre clairement que l'engagement tel qu'il ressort dans les comptes n'est pas / plus la traduction économique de l'engagement. Cette volatilité est très perturbante en termes d'évaluation.

Le normalisateur n'est pas près de revenir sur le mode de calcul du taux d'actualisation en s'appuyant sur un taux spot à la clôture et non pas sur une moyenne. Nous avons compris que le normalisateur ne souhaitait pas faire un précédent sur le calcul du taux, au regard de la règle retenue pour la valorisation de certains actifs. Il est quand même surprenant, d'une part d'avoir une règle identique en matière de taux pour la valorisation d'engagements long terme que pour certains actifs court terme, et d'autre part, de décorrélérer le mode de calcul du taux d'actualisation (données spot) et du taux de croissance de salaires (données anticipées, en s'appuyant sur des données historiques, les 2 taux étant sur le long terme corrélés entre eux et corrélés avec l'évolution du taux d'inflation.



Finalement, la bonne vieille méthode du corridor et de l'étalement des changements de régime, encore autorisée en normes françaises, mais abandonnée en IFRS depuis plusieurs années, est celle qui permet le mieux de corriger les effets de la volatilité.

La règle en évaluation étant de retenir l'engagement global net de la juste valeur des fonds, si la société externalise une partie du financement des engagements, et de ne pas tenir compte des écarts actuariels différés ni des changements de régime différés, l'analyse présentée ci-dessus, montre qu'il est nécessaire en évaluation, dès lors que l'impact est significatif, d'ajuster le montant de l'engagement global tel qu'il ressort du calcul.

L'ajustement pourrait être effectuée de différente manière :

- Retenir un taux d'actualisation égal au taux d'inflation, celui-ci étant généralement utilisé comme référence pour le calcul du taux de croissance des salaires,
- Ne retenir que les engagements à verser sur une échéance (ex : 10 ans), non actualisés et non réévalués, pratique de plus en plus retenue dans les fonds.

Au-delà de l'ajustement de l'engagement, la question se pose de savoir comment prendre en compte ces engagements en évaluation. Il existe en la matière 2 écoles :

- Soit l'engagement est intégré dans l'endettement financier net, et l'EBITDA est ajusté pour exclure les impacts liés aux cotisations (indemnités versées, cotisations versées aux fonds, ...),
- Soit la valeur d'entreprise intègre dans les agrégats utilisés (ex : EBITDA, EBIT, ...) une charge de retraite.

Vous aurez compris que l'association recommande la 1^{ère} solution, pour les raisons évoquées ci-dessus (très forte volatilité, dispersion des départs selon les années, ...).

Christophe Velut

Président A3E - Associé Advolis Orfis

- [Suivi de la saga sur la prise en compte de la norme IFRS 16 dans les tests de dépréciation en normes IFRS 16 :](#)

L'ESMA a publié en mai dans son 26th extract un avis indiquant que le traitement des tests de dépréciation par ce que l'on appelle « l'option 3 », qui consiste à réaliser des tests de dépréciation avant effet des retraitements de locations selon IFRS 16 n'est pas conforme aux normes IFRS, ..., sauf bien sûr lorsque l'impact est non significatif, ou que c'est considéré comme un « raccourci acceptable ».

Cette position est contraire au consensus des évaluateurs et des analystes, qui considèrent que la dette liée aux contrats de location simple et un wacc post IFRS 16 n'ont pas de réalité économique, sauf dans les secteurs d'activité (ex : hôtellerie, aéronautique, ...) dans lesquels les évaluations et analyses financières intégraient ces dettes bien avant la 1^{ère} application de la norme IFRS 16.

Il est paradoxal de constater que cette décision intervient suite aux « pressions » de certains pays (Espagne, Angleterre, ...) pour faire disparaître cette option, alors que les mêmes pays utilisent des mesures de simplification qui s'apparentent finalement fortement à l'option 3 sans le dire.

Rappelons qu'il était déjà recommandé au 31 décembre 2021 de ne pas faire référence dans les annexes à l'option 3, mais à une mesure de simplification.

L'essentiel des groupes cotés ont appliqué en pratique l'option 3 en 2021, et ne s'apprêtait pas à changer en 2022.

Comme indiqué dans notre précédente lettre, il est dommage que cette publication intervienne dans le contexte très compliqué (crise en Ukraine, forte progression de l'inflation, ralentissement de la croissance, ...). Plutôt que d'avoir une approche intelligente, comme l'IASB l'a déjà eu dans le passé concernant la prise en compte des impôts ou BFR dans les tests de dépréciation, en convergeant vers la pratique des évaluateurs, l'IASB a préféré prendre une position qui n'a pas de fondement économique, sauf cas exceptionnels évoqués ci-dessus.

Que faire maintenant ? Pour les comptes semestriels, heureusement pas grand-chose, compte tenu du fait que cette décision est intervenue tardivement, ..., sans donner d'exemples pratiques d'application (guidances). A chacun de se débrouiller pour appliquer le moins « idiotement » cet avis.

Les tentatives de modélisation dans le cas de contrats longs et de renouvellements irréguliers ont montré en effet que l'exercice était très complexe. La commission évaluation ad hoc de la CNCC a dans ce contexte proposé des solutions « par défaut », en tenant compte de différentes situations qui dépendent de la matérialité des enjeux d'IFRS en termes d'impacts financiers (poids des loyers sur l'EBITDA, du calendrier des renouvellements de contrats, ...).

Nous reviendrons plus en détail sur le sujet dans le cadre d'une prochaine lettre A3E.