

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Coût du capital : état des lieux et perspectives
Page 7
- Gestion et valorisation des secrets d'affaires
Page 15
- Doit-on toujours réaliser des prévisions dans le contexte où l'imprévisible est devenu une réalité, et comment tenir compte des incertitudes dans les évaluations ?
Page 24
- Actualités en matière d'évaluation.
Page 27

Lettre trimestrielle n°39 – 1^{er} trimestre 2023

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.

Décidément, depuis 2020, le 1^{er} trimestre connaît un lot de mauvaises surprises : après la crise sanitaire, la guerre en Ukraine,..., le 1^{er} trimestre 2023 a été marqué par la faillite / état de faillite de 3 banques importantes : la SVB, le Crédit Suisse (qui a nécessité un soutien de l'Etat de plus de 50 mds de francs suisses), et la Deutsche Bank, dont on a du mal à apprécier les répercussions à ce jour.

Sur le plan économique, la visibilité est toujours difficile, avec une situation qui a peu évolué depuis fin 2022 : un choc d'offre négatif, des prix de l'énergie élevés, une pression des taux qui contraignent l'accès aux financements des entreprises. Les économistes évoquaient en 2022 une récession pour 2023, qui est devenue une stagnation,..., puis des incertitudes fortes (niveau de l'inflation toujours préoccupant en mars 2023, augmentation forte des dépôts de bilan...), même s'il semble que l'inflation ralentisse et que les banques centrales envisagent d'assouplir « un peu » leur politique monétaire. L'économie reste plus que jamais impactée par le contexte géo-politique.

Contre toute attente, la tendance à la baisse des indices boursiers constatée fin 2022 et évoquée dans notre dernière lettre, s'est inversée en 2023. Le CAC 40 a ainsi augmenté de 14% sur le 1^{er} trimestre 2023. Pour autant, les indices liés aux transactions sont restés stables sur le 1^{er} trimestre 2023, après une baisse de plus de 1 point constatée en 2022.

Cela confirme la tendance constatée dans la dernière lettre A3E pour les évaluations : écarts accentués entre la méthode des comparables boursiers et la méthode des DCF (impactée par une hausse des taux d'actualisation -cf dernière lettre A3E-), retour en force de la méthode des capacités de remboursement, difficulté de trouver des transactions comparables, après 3 années marquées par une très forte volatilité des résultats,..., et des contextes des transactions, négociations basées sur des agrégats normatifs,...

Les évaluations n'ont jamais été aussi contraintes par les questions de durabilité et de résilience des modèles économiques, grandement influencées par la taille, dans un contexte d'imprévisibilité, avec une intégration de plus en plus marquée dans les diagnostics de la « workforce » (contexte de difficultés accrues de recrutement), de la gestion du cash (augmentation du BFR constatée dans de nombreuses sociétés fin 2022), de la prise en compte de l'inflation, et de la stratégie RSE, qu'il s'agisse de groupes, ETI ou PME.

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 (suite)

Les marchés boursiers en apesanteur :

- **Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution du CAC 40 depuis 2019 :**



Source : abcbourse.com

Comme l'indiquait un journaliste, il faut regarder en l'air pour suivre l'évolution des cours. En effet, les indices boursiers ont fortement rebondi, contre toute attente, sur le 1^{er} trimestre 2023 : progression de 14% du CAC 40, après une baisse de 9,5% du CAC 40 observée en 2022, faisant fi des mauvaises nouvelles sur le plan économique, des impacts de la hausse des taux, des problèmes importants rencontrés par le secteur bancaire, et du tassement annoncé des résultats.

Pour autant, les évolutions restent disparates et la volatilité reste élevée.

La déconnexion entre l'évolution des marchés, et l'évolution des risques traduits dans les taux d'actualisation s'est accentuée en 2023.

Le tableau ci-dessous met en évidence une stabilité quant à l'évolution des indices boursiers selon les places boursières au 31 mars 2023.

| Places boursières | Evolution des indices boursiers depuis 1 an |
|-----------------------|---|
| S&P 500 | -0,06% |
| France - CAC40 | +17,79% |
| Allemagne - DAX | +16,32% |
| Espagne - Ibex 35 | +10,02% |
| Angleterre - FTSE 100 | +4,96% |
| Italie - FTSE MIB | +16,29% |

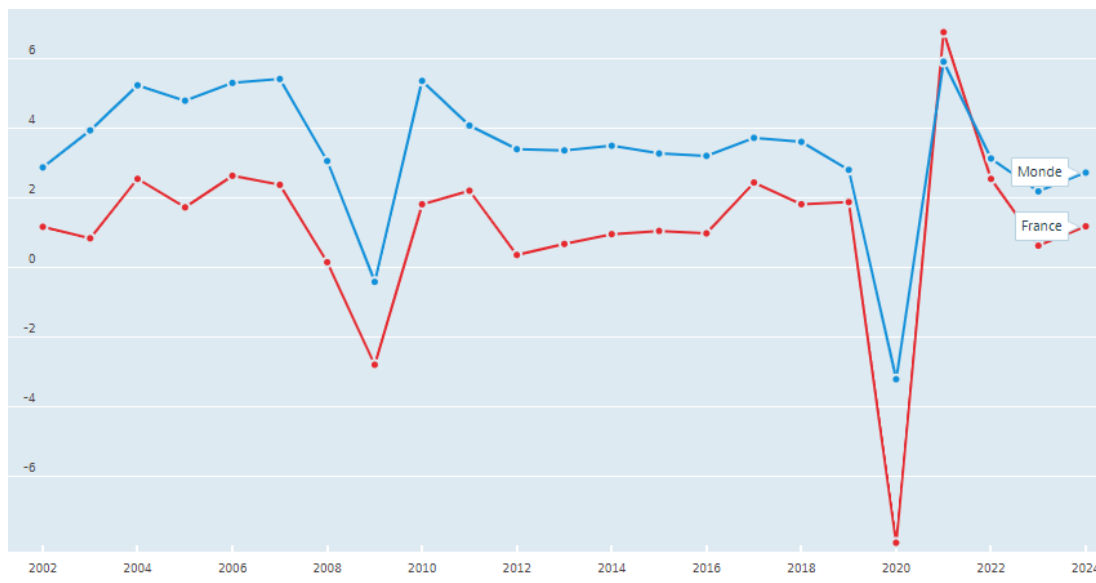
Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

INFO NEWS (suite)

Une croissance « molle » du PIB en 2023 :

Source : OCDE – Prévisions 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



Rappelons que la forte croissance du PIB en 2021 était prévue (sortie de crise, impact des mesures de soutien de l'économie financées par des dépenses publiques,...).

La croissance du PIB en 2022 a été portée par la résistance de la demande et le rebond du secteur des services. La croissance est pour autant inférieure aux prévisions établies en 2021 (4,21%), compte tenu d'un net ralentissement de l'activité au second semestre 2022.

La Banque de France a révisé en mars 2023 à la hausse ses prévisions de croissance pour la France en 2023 (0,6%, contre 0,3% initialement). Pour autant, la croissance reste « molle », et il existe toujours une incertitude importante sur les croissances attendues pour 2023, dans le contexte d'un ralentissement anticipé par de nombreux économistes. Il semblerait que les prévisions mises à jour fin 2022 / début 2023 évoquent désormais plus une stagnation qu'une décroissance, voire une légère croissance pour certains pays comme la France ou l'Allemagne.

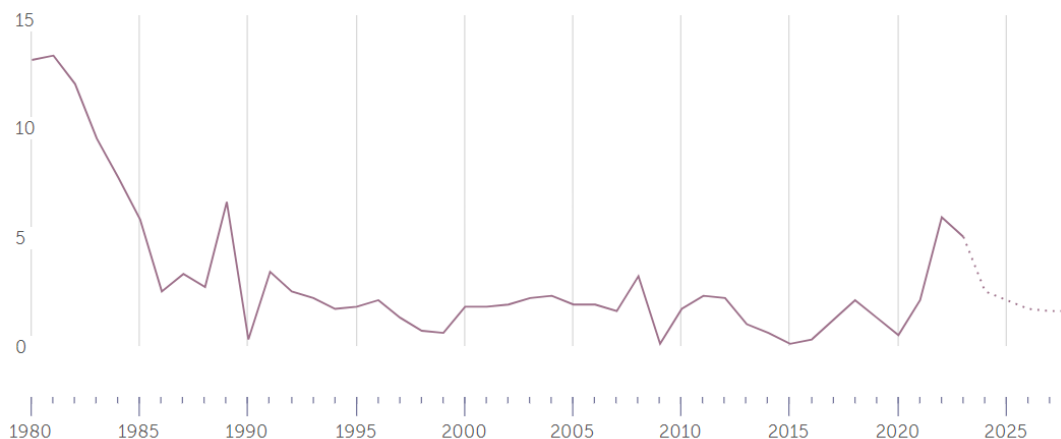
Ainsi, la croissance attendue pour la zone euros est de 0,5 % en 2023, avant de rebondir à 1,9 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Les croissances attendues pour la France et l'Allemagne en 2023 s'élèvent respectivement à 2,6% (proche de 2022) et 0,2% (inférieure à 2022). Anticiper une reprise sur le 2Nd semestre 2023, alors que nous n'avons à ce jour pas de visibilité (impact, durée), est un exercice assez périlleux.

Les amplitudes très fortes des niveaux d'activité depuis 3 ans, et l'absence de visibilité sont des contraintes fortes que les entreprises doivent gérer, notamment en termes de recrutement et d'investissements. La flexibilité et la mise en place d'outils de gestion / simulation sont plus que jamais des facteurs clés de résilience.

INFO NEWS (suite)

Taux d'inflation : une « vraie-fausse » baisse de l'inflation sur le 1^{er} trimestre 2023

La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux d'inflation en France sur les 40 dernières années (source: FMI).



La France retrouve un niveau d'inflation jamais atteint depuis près de 35 ans, avec un taux estimé pour 2022 de 5,9%.

Le pic d'inflation a été atteint en France en novembre 2022 (6,2%).

Le niveau élevé d'inflation en France n'est pas une surprise, il est la conséquence directe des mesures massives de soutien financées par des dépenses publiques, qui ont permis de stimuler l'économie.

La tendance à la stagnation / baisse de l'inflation a été constatée dans un certain nombre de pays. Pour autant, certains prévisionnistes considèrent que l'inflation sera plus élevée que prévue en 2023. Il est trop tôt pour confirmer si un « retour à la normale » en 2025 est réaliste, et notamment des prix à la consommation.

Rappelons qu'il ne faut pas confondre ralentissement de l'inflation et baisse de prix. Le ralentissement de l'inflation n'implique qu'une baisse du taux de croissance annuel des prix, mais le niveau absolu des prix continue à s'élever ayant ainsi un impact cumulatif au cours des années le pouvoir d'achat des consommateurs.

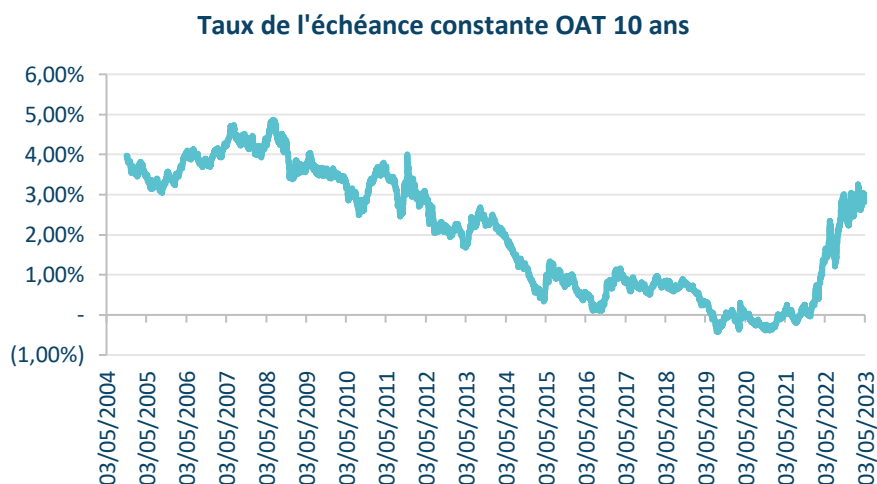
On constate ainsi pour l'instant une « vraie – fausse » baisse de l'inflation sur le 1^{er} semestre 2023.

Rappelons également que le taux d'inflation est plus faible en France que dans d'autres pays d'Europe, en grand partie lié à l'impact du bouclier tarifaire. Pour information, le taux d'inflation pour la zone euro s'est élevé à 9,2% en 2022.

L'enjeu, comme indiqué dans la précédente lettre, est de revenir à une inflation « positive » durable.

INFO NEWS (suite)

Confirmation de la hausse des taux des OAT / des risques, comme illustré par la courbe ci-après :



Le taux des OAT a continué sa progression sur le 1^{er} trimestre 2023. Rappelons que Le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2008 (crise des subprimes). Pour information, le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% en 2008.

Le taux des OAT est l'expression des taux sans risques en évaluation. Il est censé traduire l'évolution des risques.

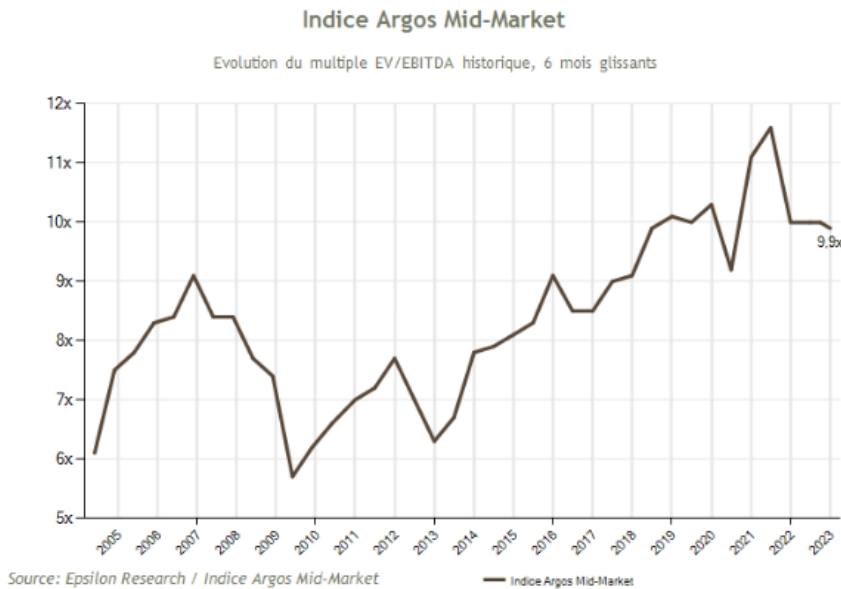
Même si le fait d'avoir un taux positif et plus corrélé avec l'inflation est cohérent (cf précédente lettre A3E), pour autant, l'augmentation des taux à un impact élevé sur les dettes privées, et surtout publiques, dans un contexte où il existe un enjeu clé pour certaines Etats, et notamment les Etats-Unis ou la France, de réduire le niveau des dettes publiques.

La croissance des taux à des répercussions multiples :

- pression à la baisse sur les valorisations, liée au retour en force de la méthode de la capacité de remboursement,
- accès plus difficiles aux crédits pour les entreprises (frein pour les CAPEX), et les ménages,
- exposition forte aux risques de taux pour les ménages dans le cadre de crédits immobiliers. En effet, dans certains pays comme l'Angleterre ou la Norvège, les crédits immobiliers sont majoritairement à taux variables,
- tensions fortes sur les valorisations de certains actifs (immobilier, obligataires,...), et impacts sectoriels induits,
- ...

INFO NEWS (suite)

Indice Argos (45^{ème} trimestre 2022):



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est stabilisé sur le 1^{er} trimestre 2023, alors certains prédisaient un effondrement en 2023 des valorisations dans le secteur du non coté. Le non coté résiste donc bien à ce jour. Il sera intéressant d'analyser les évolutions en 2023, dans le contexte où les « prix » dans le non coté restent considérés comme généralement élevées. Le niveau de 10X l'EBITDA reste en effet élevé au regard des données historiques.

Rappelons que la part des acquisitions réalisées avec des multiples supérieurs à x15 a également diminué, pour revenir à des niveaux pré-covid. Pour autant, la médiane reste tirée vers le haut par un volume de transactions à faible multiple réduit (un effet taille nettement ne hausse)..

Comme indiqué dans la précédente lettre, il convient plus que jamais d'être très prudent :

- dans l'utilisation des indices, qui ne doivent être pris en compte qu'à titre purement indicatif,
- l'augmentation des indices médians est en grande partie due à un effet mix sectoriel (forte augmentation des multiples dans certains secteurs, et notamment le digital, la formation,...). En effet, nous constatons dans la pratique que les multiples de transactions sont restés stables ou en légère progression dans de nombreux secteurs matures,
- dans la mise en œuvre des méthodes analogiques, en réalisant une analyse rigoureuse du caractère comparable de l'échantillon retenu, compte tenu de la très forte hétérogénéité des transactions. Depuis la crise sanitaire en 2020, l'analyse a conduit assez fréquemment à identifier de moins en moins de transactions récentes qualifiées de comparables, et des divergences de plus en plus fortes au sein d'un même secteur (résilience très différente à la crise selon les entreprises, leur capacité financière, leur flexibilité, leur taille,...).

Coût du capital : état des lieux et perspectives ?

Roland Clere

⇒ **Le MEDAF certes, mais appliqué selon quelles modalités pratiques ?**

La théorie de l'évaluation, pour certains de ses points les plus critiques, notamment la définition du flux ou encore celle du coût du capital, repose sur un corpus somme toute récent (années 1950-1960) comparé à d'autres domaines scientifiques.

Il serait imprudent de la considérer comme complète et définitive. Ainsi, le plus connu des modèles théoriques de marché qu'est le MEDAF, a-t-il fait l'objet de nombreuses critiques qui ont stimulé la conception d'approches concurrentes.

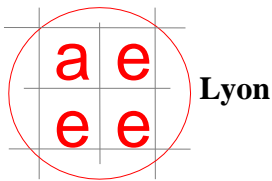
Cependant, si l'on n'est jamais à l'abri d'une révolution copernicienne, le MEDAF n'en demeure pas moins le cadre conceptuel le plus usité chez les professionnels de l'évaluation et parmi les analystes sell-side, pour fixer le taux d'actualisation dans un DCF.

Ceci tient à sa simplicité formelle et au fait que le principe de sa démonstration ne soit pas contesté d'un point de vue mathématique (même si les hypothèses qui la sous-tendent le sont régulièrement).

L'on retiendra que ce sont plutôt les modalités pratiques de sa mise en œuvre qui posent problème, étant donné qu'elle supposerait l'emploi d'anticipations qui ne sont pas observables directement. C'est précisément sous l'angle des modalités pratiques d'application du MEDAF et de l'estimation des anticipations que nous nous placerons ici, en évoquant les innovations qui sont au cœur du modèle « [Fairness Finance](#) », que j'ai inventé, puis que j'ai testé et développé avec l'aide de [Stéphane Marande](#) au sein du cabinet BM&A.

C'est un modèle « ex-ante » qui repose sur l'estimation des TRI exigés des sociétés cotées compte tenu des prévisions de cash flows disponibles. Il présente la particularité d'établir une équivalence entre la prise en compte des risques dans le taux d'actualisation (sous formes de primes) et l'approche qui consisterait à les prendre en compte dans les flux. Mais précisons encore de quoi il s'agit :

- Dans le MEDAF, les flux sont actualisés au coût des fonds propres au motif qu'ils sont aléatoires. Ce taux d'actualisation ne prend en compte qu'une prime de risque « systématique ». En effet, cette dernière ne rémunère que la composante non diversifiable du risque, i.e. la part de variation de valeur corrélée au marché, alors que la part décorrélée tend à disparaître par l'effet de la diversification au sein d'un portefeuille constitué de plusieurs titres. Il existe donc un flux « équivalent certain », nécessairement plus faible que le flux risqué, et ayant la même valeur présente s'il est actualisé au « taux sans risque ». Ainsi, appréhender les risques dans le taux signifie bien majorer le taux d'actualisation, alors que l'appréhender dans le flux, revient à minorer ce dernier. Si en règle générale, l'on ne passe pas par l'équivalent certain pour évaluer une action, quelle est la signification du flux risqué que l'on se propose d'actualiser ?



Selon le MEDAF, chaque flux prévisionnel est une « espérance mathématique », i.e. qu'il est la moyenne d'un jeu complet de scénarios, chacun affecté d'une probabilité.

Parmi ces derniers, il en est un qui préoccupe tout particulièrement les créanciers, ***c'est celui de la « faillite ».***

Tout investisseur obligataire sait ainsi que les flux contractuels d'un emprunt sont en moyenne supérieurs aux espérances de flux effectifs, car en moyenne, dans un portefeuille de créances, certains emprunteurs font défaut. Il en va de même pour les flux prévisionnels pour l'actionnaire. La plupart du temps, les business plans sont établis en cas de survie de l'entreprise et ne sont donc pas probabilisés du risque de défaut. Pour cette raison, ils sont incompatibles avec le taux établi selon le MEDAF car ils sont supérieurs à leur stricte espérance mathématique. Il s'agit en définitive ***d'un biais de prévision***, et pour le corriger « il suffit » d'ajouter une prime de risque de défaut au taux d'actualisation qui serait prévu, en théorie, selon le MEDAF.

- L'histoire ne s'arrête pas là car non seulement les prévisions sont établies en cas de survie, mais en plus, elles sont généralement trop optimistes. Ceci constitue un second biais par rapport au MEDAF, ce qui nécessite donc potentiellement l'emploi d'une seconde prime de risque (***pour excès d'optimisme***).

Avoir une prime de risque trop élevée (comparée au MEDAF) pour actualiser des flux surévalués ne pose pas de problème pratique pour autant que l'on ait affaire à une situation située dans la norme.

Si une entreprise fait 10 m€ de chiffre d'affaires, il y a fort à parier que son risque de défaut est très supérieur à celui d'un groupe du CAC 40. C'est la raison pour laquelle il est rare d'évaluer une PME sans tenir compte d'une prime de risque additionnelle par rapport au taux qui serait prévu par le MEDAF. Cette dernière est généralement qualifiée ***de « prime de taille ».***

Mais inversement, si le niveau de « foisonnement » du chiffre d'affaires de cette PME est parfaitement satisfaisant et si elle dégage régulièrement une marge sur coûts variables très supérieure à son point mort et qui plus est, si elle dispose d'une trésorerie représentant plus d'un an de coûts fixes... alors peut-être est-il infondé de lui appliquer la prime de risque additionnelle moyenne des small caps de même taille ?

Dans le modèle Fairness Finance, ***la prime de taille des small caps est décomposée pour l'essentiel entre une prime de défaut et une prime pour biais d'optimisme***, une prime d'illiquidité proprement dite et qui dérogerait au MEDAF étant généralement très ténue (de zéro à 50 points de base). En d'autres termes, toutes les sociétés, grandes et petites, y compris les startups, peuvent être évaluées en estimant trois niveaux successifs du coût des fonds propres :

- ***le coût des fonds propres*** au sens du MEDAF, par le produit du bêta et de la prime de risque (MEDAF) estimée du marché, soit la rémunération du risque systématique à ajouter au taux sans risque. Par convention, dans Fairness Finance, il est retenu le rendement moyen pondéré des dettes souveraines 10 ans à taux fixe les mieux notées de la zone euro ;

- **la prime de risque de défaut** issu d'un modèle de notation et de mesure des spreads de crédit des obligations cotées. Ces spreads sont transposés ensuite en prime de risque de défaut pour l'actionnaire ;
- **la prime de risque de biais d'optimisme du plan d'affaires**. Ceci nécessite de se pencher sur les plans passés et d'analyser les écarts avec les comptes publiés. Il est également recommandé d'analyser ces écarts chez les sociétés cotées du secteur et plus généralement, l'évolution de cet écart en fonction du cycle économique.

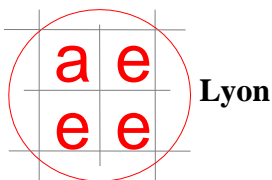
⇒ **Les estimations du modèle à fin janvier 2023 : le retour au calme après les tempêtes d'automne**

A fin janvier 2023, le modèle Fairness Finance estimait le TRI de marché pondéré par les capitalisations boursières à **8,85 %**, soit un niveau « normal » et en net retrait par rapport à la situation qui prévalait au 3^e trimestre 2022, durant lequel avait été anticipée une récession économique mondiale.

Une fois en quelque sorte « nettoyé » des primes de risque pour excès d'optimisme (2,14 %) et pour défaut (1,01 %), l'espérance de rentabilité du marché, au sens du MEDAF, n'était plus que de 5,70 %. Comparé au taux sans risque moyen de 2,55 %, la prime de risque (MEDAF) ressortait à 3,16 %.

Restons un instant sur ces chiffres pour mieux en comprendre les implications :

- une prime pour biais d'optimisme de plus de 2 % signifie que les prévisions de flux à plus de 3 ans sont supposées surévaluées d'environ 30 %. Il s'agit ici d'une moyenne constatée sur longue période et qui est supposée décrire un biais cognitif. C'est donc un ordre de grandeur d'une anticipation de marché qui peut varier plus ou moins selon la position dans le cycle économique ;
- la prime pour risque de défaut de 1 % se fonde sur les spreads obligataires. Elle signifie ici qu'il est retenu une probabilité implicite de défaut à 5 ans comprise entre 4 % et 5 %, signe du maintien d'une légère tension sur les marchés (moyennes pondérées par les capitalisations, i.e. données relatives aux large caps) ;
- la perte potentielle de ces 1 % de rentabilité dans un portefeuille constitué par exemple comme le CAC 40 est hautement improbable. Les grands indices de marché sont en effet constitués en sélectionnant les titres par ordre décroissant de capitalisation boursière (et de flottant). Or la plupart du temps, le défaut d'une grande entreprise n'intervient qu'au terme d'une dégradation progressive de son risque de crédit, et bien après qu'elle ait été retirée de l'indice de tête du marché. Pour cette raison, l'on peut considérer que l'espérance de rentabilité dans un tel indice est plus proche de son espérance conditionnelle en cas de survie (ici 6,7 %) que de l'espérance mathématique stricte (5,7 %) qui s'entend « à portefeuille constant » ;



- A 2,55 %, le taux sans risque a beaucoup augmenté en un peu plus d'un an avec le retour de l'inflation. Il était en effet encore nul à fin 2021. Dans le même temps, ni le TRI ni l'espérance de rentabilité du marché n'ont augmenté de 2,55 % : la prime de risque est ainsi loin d'être fixe. Elle absorbe en grande partie les variations du taux sans risque, lequel pourrait continuer à monter si la BCE intensifie, comme annoncé, sa politique de lutte contre l'inflation. Mais si l'inflation et les taux demeurent élevés, le TRI et la prime de risque ne finiront-ils pas par remonter ?

A la même date, en deçà de 7 Mds€ de capitalisation, le modèle Fairness Finance détectait l'apparition d'une prime de taille, dont le montant maximum s'établissait à **5,9 %**, pour les entreprises de 10 m€ à 30 m€ de capitalisation boursière.

Pour ces petites entreprises cotées, le TRI exigé avant toute correction des biais de prévisions, s'établissait ainsi à près de **14,75 %**. Ce TRI et la prime de risque de taille qu'il implique sont hors norme d'environ 200 points de base. Ils impliquent sans doute un risque élevé de défaillance. Selon toute vraisemblance, l'évolution du TRI des small caps et donc leur performance boursière en 2023, dépendront pour beaucoup de l'évolution de sa perception.

⇒ ***Prenons un peu de recul : les marchés sont-ils myopes ?***

Sous le terme savant « d'entropie des systèmes complexes », réside plus prosaïquement un risque quasi existentiel d'effondrement de nos économies dans la seconde moitié du 21^e siècle.

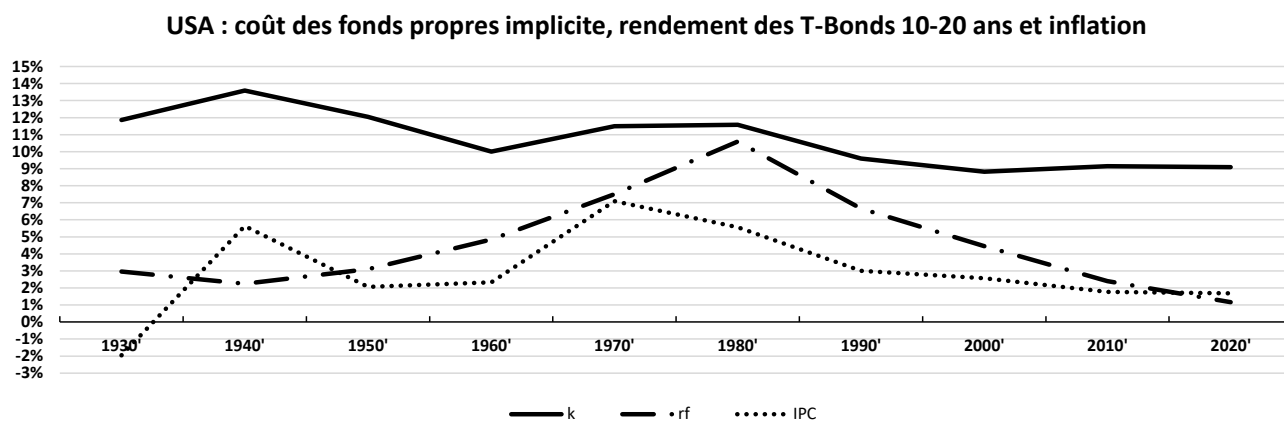
Ce dernier a été identifié et théorisé au moins depuis 1972 dans un rapport rédigé par trois universitaires américains du MIT, le rapport « Meadows-Randers », devenu célèbre car quelque peu prémonitoire, et pas uniquement pour avoir annoncé l'épuisement inévitable des ressources en hydrocarbures un an avant que n'intervienne le premier choc pétrolier.

Le cœur du problème est en effet énergétique et s'appréhende par l'EROEI, qui désigne le rapport, « Energy returned on energy Invested ». Ce dernier qui est purement de nature physique, permet d'établir le classement de l'efficacité des sources d'énergie. Combien d'énergie produit-on comparé à celle que l'on dépense pour extraire les matériaux, les transporter, les transformer en énergie utilisable... Comme le rappelle Jean-Marc Jancovici dans son dernier ouvrage de vulgarisation, un baril de pétrole extrait en surface dans le désert saoudien après la seconde guerre mondiale avait un EROEI proche de 100 pour 1. A mesure qu'il faut forer plus profond et chercher plus longtemps pour à l'arriver extraire un pétrole de mauvaise qualité, ce ratio se dégrade. L'EROEI du pétrole de schiste par exemple, ne serait que de 4 pour 1, contre 50 pour 1 pour le nucléaire et l'hydraulique, 10 pour l'éolien ramené à 5 avec stockage, soit au même niveau que le solaire avec stockage...

Bref, l'humanité avec ses énergies fossiles prédominantes actuellement dégagerait un EROEI global un peu supérieur à 12, soit un niveau qu'il semble difficile de maintenir en l'état actuel des connaissances. En effet, il n'y a pas de solution de substitution connue, sauf si à la fin du siècle, l'on parvient à maîtriser la fusion nucléaire à usage civile, précisément au moment où le rapport Meadows a prévu l'effondrement de l'économie et de nos sociétés complexes.

Se pose donc la question de l'anticipation de ce risque par le marché, i.e. sa traduction en termes de TRI exigé et de l'apparition d'une éventuelle prime de risque.

A première vue, depuis la survenance des chocs pétroliers de 1973 et 1979, l'on observe que le TRI nominal exigé sur le marché américain a légèrement décroché avec la baisse de l'inflation au cours des deux dernières décennies du 20^e siècle (passant de près de 12 % à 9 %), puis se maintenant stable depuis 20 ans :

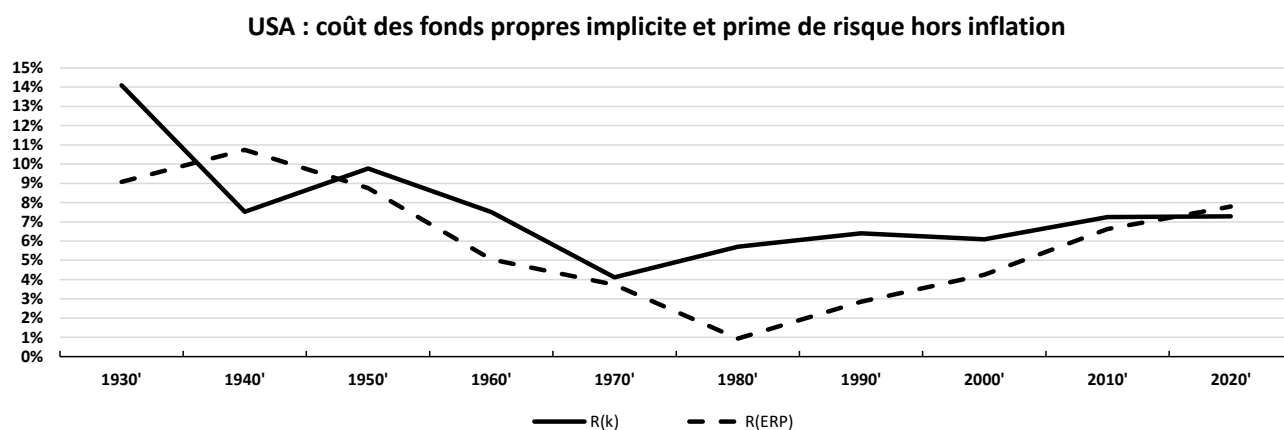


Où k , rf et IPC désignent les moyennes décennales du TRI anticipé, du rendement des T-Bonds 10 ans et de l'inflation des prix à la consommation américaine.

Il est frappant de constater que sur cette période, la prime de risque nominale pourrait avoir absorbé l'essentiel de la baisse du taux sans risque, démentant les nombreuses annonces savantes de disparition prochaine de la prime de risque, thèse qui était très en vogue au début des années 1990.

Plus préoccupante encore sont les données corrigées de l'inflation. L'on parle beaucoup du mystère de la prime de risque (« premium puzzle »), et celui-ci ne cesserait de s'amplifier : pourquoi ?

Ainsi, en termes réels, la prime de risque aurait bien entendu augmenté ainsi que le TRI retraité de l'inflation, comme indiqué ci-dessous, où $R(k)$ et $R(ERP)$ désignent les moyennes décennales du TRI et de la prime de risque diminués de l'inflation :



Paradoxalement, dans le même temps, les marchés d'actions se sont élevés à des niveaux vertigineux en termes de multiples.

Une explication serait qu'en dépit de la hausse du risque anticipé, les grands indices (surtout américains) ont été emportés par l'accélération du rythme des innovations technologiques, non sans connaître des soubresauts comme l'éclatement de la bulle Internet ou la crise financière des années 2008-2009.

Le marché anticipe-t-il une hausse du risque ou un déclin de la croissance ?

Pour en juger, penchons-nous sur une formule bien connue des professionnels de la finance qui est celle de Gordon & Shapiro :

$$P = \frac{CF}{k - g}$$

Où P désigne le prix de l'action, k le taux d'actualisation (ou son TRI) et g la croissance du flux, CF , attendu dans un an.

Cette dernière est la version synthétique de tous les modèles d'évaluation intrinsèques multi-périodiques qui intègrent des flux prévisionnels et une valeur de sortie qui elle-même peut être ramenée à un calcul de rente à l'infini.

Cette formule de Gordon & Shapiro revient à actualiser (à un taux unique) un flux financier de préférence normatif, supposé croître à l'infini à un taux constant. Or dans le tableau ci-dessus, nous voyons comment il est possible de rationaliser un même multiple de cash flow (P/CF) à partir de visions de l'avenir pourtant antinomiques.

Prime de risque anticipée par le marché selon l'hypothèse de croissance retenue :

| Définitions | Symboles | Scénarios économiques* | | |
|--|-----------|------------------------|---------|--------|
| | | Consensus | Marasme | Déclin |
| Taux de croissance nominal des flux | g | 4,0% | 0,0% | -2,0% |
| TRI anticipé du marché | k | 9,0% | 5,0% | 3,0% |
| Taux de capitalisation (formule de Gordon & Shapiro) | $k - g$ | 5,0% | 5,0% | 5,0% |
| Multiple du cash flow normatif à croissance donnée | P/CF | 20,0 | 20,0 | 20,0 |
| Taux sans risque (T.Bonds 20 ans) | r_f | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| Prime de risque | $k - r_f$ | 5,0% | 1,0% | -1,0% |

* hypothèses d'école

L'augmentation continue de la prime de risque intervenue depuis les premiers chocs pétroliers peut ainsi s'interpréter de différentes façons :

Dans la colonne de gauche des 3 scénarii ci-dessus, i.e. le consensus, la première interprétation revient à considérer que le flux étant peu ou prou le reflet de la situation économique en cours (pour autant qu'elle soit à peu près normative), la croissance à retenir dans la formule serait le reflet de la croissance tendancielle nominale de l'économie à 3 ou 5 ans...

Avec de telles hypothèses, qui sont proches de celles sous-jacentes aux graphiques précédents, l'on peut effectivement conclure à l'augmentation de la prime de risque au cours des 30 dernières années, expliquant peut-être ainsi une partie de « l'énigme » concernant son niveau élevé. Le risque d'exécution de ce scénario ne cesserait donc d'augmenter, ou en d'autres termes, l'hypothèse de maintien de notre niveau de vie serait de moins en moins probable.

L'interprétation « opposée » (Cf. colonne de droite) serait que le taux implicite retenu par le marché est déjà en réalité beaucoup plus faible que la croissance tendancielle nominale de l'économie observée à court terme, du fait de l'anticipation d'un scénario malthusien qui pourrait survenir entre 2050 et la fin du siècle. Dans ce cas, il n'y aurait pas eu d'augmentation de la prime de risque. Au contraire, la rentabilité attendue des marchés serait en berne faute de solution à la crise énergétique attendue.

Même s'il est encore prématuré de prétendre pouvoir trancher la question, il existe ainsi des indices qui laissent à penser que le problème de la transition énergétique pourrait avoir été appréhendé de longue date par le marché financier. La réapparition récente de l'inflation pourrait toutefois invalider cette hypothèse, si la prime de risque se réduisait durablement en absorbant la hausse des taux (le TRI demeurant stable ou augmentant beaucoup moins que le taux sans risque). Sous réserve de savoir comment le retour de l'inflation se traduira dans le modèle ex-ante, **il semble permis néanmoins de douter de la prétendue « myopie » du marché face au risque énergétique et à ses conséquences sur l'environnement et sur nos sociétés.** Une telle accusation, bien que fort répandue, mérite semble-t-il un examen approfondi, pour lequel le coût implicite du capital pourrait s'avérer être un angle d'analyse prometteur en complément des autres études portant sur l'investissement ESG.

ⁱ La composition d'intérêt et l'actualisation sont des principes établis depuis la plus haute antiquité. Plus proche de nous, d'illustres mathématiciens se sont penchés sur ce sujet, comme Jacques Bernoulli au 17^e siècle, en établissant la limite du taux d'intérêt quand sa composition tend à devenir continue. Néanmoins, il faut attendre 1937 pour que le modèle « intrinsèque » du DCF soit formellement défini par John Burr Williams. Enfin, c'est dans les années 1960 qu'est inventé le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) qui établit le niveau de rentabilité exigible d'un actif financier en fonction de son risque systématique et de lui-seul.

ⁱⁱ D'autres modèles de marché ont été inventés depuis les années 1960, avec notamment le modèle d'arbitrage conçu par Stephen Ross puis avec les modèles plus empiriques, à plusieurs facteurs, d'Eugene Fama et Kenneth French. Ils se distinguent du MEDAF en retenant plusieurs primes de risque, tout en maintenant les principes de la diversification du portefeuille et de rémunération des seuls risques systématiques, i.e. non diversifiables. Ces modèles devraient également se fonder sur des anticipations, lesquelles ne sont pas observables, ce qui limite aussi leur application pratique.

ⁱⁱⁱ Un flux intégrant tous les scénarios possibles probabilisés en l'absence de faillite est qualifié d'espérance mathématique « conditionnelle en cas de survie ». Cette dernière est par construction supérieure à l'espérance mathématique proprement dite qui tient compte du flux (cash flow et valeur de sortie) attendu en cas de défaut.

^{iv} Pour plus de détails, on se reportera à : Clère, Roland et Marande, Stéphane, **Risque de défaut et valeur des actions : grand oublié ou révolution culturelle ?** (6 novembre 2017). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3065948>

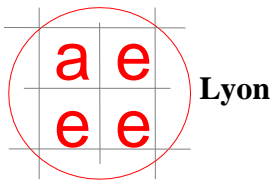
^v Au-delà des deux biais de prévision que nous venons d'évoquer et qui appellent des correctifs par rapport au MEDAF (via des primes de risque additionnelles ou via une réfaction des flux prévisionnels), la difficulté de mise en œuvre du modèle qui demeure est bien connue et elle concerne le coefficient de risque systématique (ou « bêta »). Les limites du bêta historique (mesuré ex-post à partir de cours effectifs) sont bien connues et exposées de longue date notamment par Fama et French. L'élaboration d'un bêta prévisionnel (estimé ex-ante), ou « smart beta » est un sujet en soi qui excède le propos de cet article.

^{vi} Selon les conditions de marché du moment, il peut exister une prime résiduelle « d'illiquidité » s'appliquant à une évaluation de small cap.

^{vii} Dennis et Donella Meadows, Jorgen Randers, **Les limites à la croissance (dans un monde fini)**, 2022, éd. Rue de l'échiquier. Ce rapport qui fit date, lors de sa publication (le 1^{er} octobre 1972), est mis à jour depuis. Cette analyse qui fut commandée par le Club de Rome est la version moderne des théories de Malthus. Un an plus tard, ces travaux inspirèrent l'adaptation cinématographique par Richard Fleischer du roman *Soleil vert* (paru en 1966) de Harry Harrison.

^{viii} JM. Jancovici et C. Blain, **Le monde sans fin**, 2021, éd. Dargaud.

^{ix} Ces estimations du TRI du marché d'actions cotées américain sont compilées à partir des travaux de Jagannathan et al. (2000), Ruihao et al (2014), Mishra et al. (2018) et Fairness Finance pour compléter les données après 2013.



Gestion et valorisation des secrets d'affaires

Pierre Olivier
WINNOTEK – membre d'A3E

Valeur croissante mais fragilité accrue des informations confidentielles

⇒ Informations confidentielles et valeur d'entreprise

Les informations confidentielles deviennent de plus en plus importantes pour les entreprises, le secret étant bien souvent le seul moyen de protéger certains de leurs avantages concurrentiels (qu'ils soient stratégiques, commerciaux, techniques, financiers, etc.) dans un contexte de forte concurrence mondiale et de développement de plateformes logicielles et de données ouvertement disponibles.

Déjà, de nombreuses entreprises ont mis en place des pratiques et donc une culture autour de la notion de confidentialité, ne serait-ce que parce qu'elles signent des contrats de confidentialité avec leurs partenaires, fournisseurs, clients, etc.

Mais ces contrats sont-ils réellement suivis d'effet ? Quelle valeur peut-on donner à une information confidentielle et dans quel cas cette valeur a-t-elle un effet concret sur la gestion de l'entreprise ?

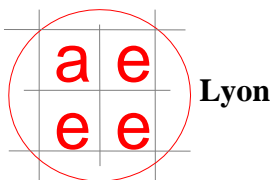
Une première réponse consiste à estimer la perte de valeur pour l'entreprise lorsque se produit la fuite d'une information confidentielle.

Il existe parfois de nombreux obstacles culturels à la mise en évidence et au contrôle des fuites d'informations :

- les brevets sont perçus comme une garantie de protection au détriment des données sensibles, mais ils ne sont pas toujours possibles, et peuvent même ne pas être souhaitables ;
- sans méthode, il est difficile d'isoler les informations précieuses dans la masse d'informations que l'entreprise traite ;
- on peut penser, évidemment à tort, que la protection de l'information freine la communication avec les partenaires ;
- on ne voit pas l'intérêt ou on ne sait pas comment protéger les données sur les plateformes numériques collaboratives ;
- la multiplication des alertes à la menace et l'incitation à l'ultra-protection tendent à décourager les efforts : « à quoi bon ! »

Ces obstacles sont finalement liés à la capacité de l'organisation à s'emparer du sujet de la protection de l'information confidentielle : elle est du même ordre que celle qui a résulté sur une durée de plusieurs décennies pour que les entreprises « acculturent » les sujets de sécurité et sûreté.

Il est donc possible qu'il faille aussi pour les secrets d'affaires un nombre significatif d'années pour que le sujet soit déployé et intégré dans les organisations.



Contrairement à l'ère économique des précédentes décennies, l'ère numérique actuelle expose à de nombreuses situations potentielles de divulgation illégitime d'informations confidentielles, que ce soit par simple erreur humaine ou du fait de cyberattaques.

Cette fuite d'informations peut être occasionnée dans des situations typiques. Les plus citées par diverses études étant le **départ d'un employé pour la concurrence**, les **échanges électroniques** et les échanges d'informations avec des **partenaires**. On distingue notamment deux causes majeures de fuite d'informations : les **défaillances internes** et la **corruption ou violation extérieure**.

- **La toute première cause de fuite : les défaillances internes**

La fuite d'informations devient ainsi une préoccupation majeure pour les entreprises avec un risque accru du fait de la dématérialisation, la plupart du temps à cause de défaillances internes.

En effet d'après une étude Verizon¹ : 58% des compromissions d'informations proviennent d'erreurs et de mauvais comportements d'initiés ou de partenaires ! (18% par des initiés + 39% par des partenaires) et la taille médiane (mesurée en nombre d'enregistrements compromis) d'une infraction commise par un initié dépasse celle d'une infraction commise par un tiers dans une proportion de plus de dix contre un.

Ou encore, les erreurs de transmissions d'informations et de configurations d'environnements de la part des employés sont les deux principales causes de menace.

- **La corruption ou violation par l'extérieur fragilise les entreprises innovantes**

Enfin, toujours d'après Verizon, les systèmes informatiques peuvent être corrompus en quelques heures seulement dans les grandes entreprises (ex : usine de production ...) et les attaques par déni de service distribué (DDoS) représentent 46 % du total des incidents.

Une étude IBM² indique également que le **coût moyen d'une violation de données** est près proche de 4 millions de dollars et suit une tendance régulière à la hausse.

La **protection des secrets d'affaires s'organise par nécessité dans la douleur et pénalise en premier les entreprises innovantes**.

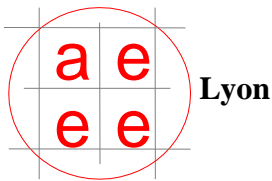
En effet une étude de la Commission européenne réalisée en 2013³ selon laquelle l'appropriation illicite de secrets d'affaires a entraîné une perte de chiffre d'affaires pour 56 % des entreprises. 44 % ont engagé des frais d'enquête interne et 35 % ont réagi en augmentant leurs dépenses de protection.

Les entreprises innovantes sont vues comme les plus exposées par une note de décembre 2020 du Ministère de l'Intérieur sur l'ingérence économique : celle-ci alerte les entreprises, notamment les plus innovantes, sur les risques d'appropriation induite de savoir-faire ou de briques technologiques essentielles par des acteurs de pays étrangers dans le cadre de partenariats. Ce risque s'est d'ailleurs accru suite à la crise sanitaire COVID de 2019.

¹ (Verizon) 2022 Data Breach Investigations Report - DBIR

² (IBM) Cost of a data breach 2022: A million-dollar race to detect and respond

³ Study on Trade Secrets and Confidential Business Information for the European Commission (2013)



⇒ **Le secret des affaires comme réponse : une nouvelle culture?**

- **Stratégie d'entreprise et secrets d'affaires**

Il est observé que beaucoup d'entreprises estiment ne pas détenir d'informations stratégiques (57% selon une enquête de la CCI Paris Ile de France en 2018).

Pourquoi ? Éviteraient-elles de vouloir réfléchir à un sujet trop complexe et trop sensible ? Seraient-elles mal équipées pour appréhender et intégrer la valeur potentielle des informations qu'elles détiennent ? Ou tout simplement ne trouvent-elles pas le temps et l'énergie pour s'attaquer à cette montagne ?

Essayons de démêler ce nœud et de le démystifier. Tout d'abord, sortons de la sphère purement juridique et adoptons une approche managériale. Les divers obstacles à la mise en œuvre d'une stratégie du secret peuvent en effet être surmontés si l'on considère les intérêts majeurs de la protection de l'information :

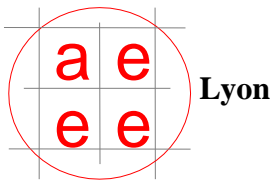
- La protection permet de **valoriser les actifs immatériels** pour attirer les investisseurs et les partenaires, mais aussi pour motiver les équipes internes ;
- Elle permet de **gérer la communication** avec son écosystème et de renforcer l'influence de l'entreprise ;
- La protection est évidemment un **moyen de dissuasion contre le pillage**, mais aussi contre l'appropriation ou l'utilisation non autorisée de l'information par les employés et les partenaires ;
- Enfin, la protection permet de **réagir rapidement devant les tribunaux** à moindre coût, grâce à sa capacité à présenter un dossier solide.

Les informations stratégiques sont certainement au départ de nature confidentielle afin que les concurrents n'y aient pas ou peu accès. Elles ont certainement aussi une valeur commerciale, même si cette valeur doit encore être vérifiée. Elles doivent également rester confidentielles grâce à des mesures de protection raisonnables.

Ce type d'information peut alors être un secret d'affaires au sens de la loi applicable et donc bénéficier d'une protection juridique en plus de la protection organisationnelle, matérielle et contractuelle ; mais il peut y avoir des disparités juridiques spécifiques liées aux lois et règlements en vigueur dans chaque pays.

Nous tentons donc de simplifier ici le concept de secret d'affaires avec une définition plus sommaire, valable sur un plan stratégique de gestion d'entreprise, comme toutes informations confidentielles qui ont une valeur commerciale et font l'objet de mesures de protection raisonnables en fonction des circonstances.

Les autres caractéristiques, nécessaires à leur appréciation juridique de secrets d'affaires, sont ici volontairement laissées de côté car plus délicates à implémenter et faire accepter dans un processus d'entreprise.



- Sécuriser les processus de l'entreprise
- Les processus sont essentiels dans une stratégie du secret

Le traitement de l'information est au cœur des activités quotidiennes des entreprises.

Il implique des relations entre les employés, la direction de l'entreprise et entre les employés et des tiers : fournisseurs et sous-traitants, clients, partenaires, etc. L'information est donc l'élément de base échangé au cours d'un processus spécifique : achats, marketing, ventes, comptabilité, recherche, développement, logistique, etc.

Or, il n'est pas immédiatement évident lors d'un échange d'informations que celles-ci soient confidentielles et qu'un certain nombre de précautions doivent être prises avant de les transmettre à la personne destinataire de ce processus.

Par habitude, les employés pourraient s'imaginer que, si des informations sont échangées dans le cadre d'un processus, elles ont été évaluées au préalable et que la personne destinataire est ainsi naturellement autorisée à les connaître et à les utiliser, et qu'en conséquence il est naturel de les transmettre à l'étape suivante du processus.

- Le comportement humain est la clé de voûte de tout processus

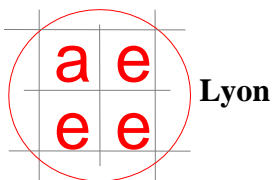
La plupart du temps, les fuites se produisent au cours d'un processus connu parce que, en raison des habitudes issues de la répétition, personne ne se pose plus les questions de base lors de la réception ou de la divulgation d'une information, telles que (exemples non limitatifs) :

- Ces informations sont-elles confidentielles ?
- Si oui, qui en est propriétaire ? (mon entreprise, une division ou un service donné, un tiers, etc.) ?
- Suis-je censé les recevoir ?
- Suis-je censé divulguer cette information ?
- Dois-je mentionner que je l'ai reçue, et à qui ?
- Mon contact est-il légitime pour me donner ces informations ?
- Dois-je mentionner que je l'ai divulguée à ce contact, et à qui ?
- Puis-je déplacer ou copier cette information de ce serveur vers ce dossier ?
- Ces informations font-elles l'objet de mesures de protection spécifiques ? Lesquelles ?
- Que je suis censé faire pour mettre en place ces mesures à mon niveau ?
- Qui doit me dire quelle action est autorisée au sujet de ces informations ?

Afin de garantir des mesures de protection raisonnables pour les informations confidentielles clés, il est donc important de mettre en œuvre des mesures de protection raisonnables dans tous les processus, le premier d'entre eux étant lié aux ressources humaines. La prise de conscience de l'existence d'informations importantes à protéger, leur identification et leur gestion, crée en soi de la valeur pour l'entreprise.

- Embauches / départs / mutations : gestion des employés

Comme préambule, il doit être ici noté que les employés sont davantage réceptifs à la notion d'information confidentielle, relativement simple à concevoir, qu'à celle de secret d'affaires.



Les mesures relatives aux employés seront donc essentiellement tournées, au moins à un premier niveau d'implémentation d'une politique du secret, vers la notion d'information confidentielle, sans chercher à leur accorder les trois caractéristiques (non connues, valeur commerciale, mesures raisonnables de protection) qui leur confèrent un statut de secrets d'affaires.

Il peut être bien sûr envisagé, par la suite, de sensibiliser les employés, ou du moins certains des employés les plus exposés par leur fonction, à la notion de secret d'affaire et aux conséquences juridiques qui en découlent en cas d'infraction aux règles liées à la protection des secrets d'affaires. Ceci sera d'autant plus simple à acculturer après un premier niveau par les informations confidentielles, que les secrets d'affaires sont en fait un sous-ensemble des informations confidentielles auquel s'appliquent des règles juridiques spécifiques.

Voici quelques exemples de bonnes pratiques observées au sein des entreprises pour renforcer la culture des données sensibles dans les entreprises, en partant du concept simple d'information confidentielle :

- disposer d'une liste d'informations confidentielles qu'un employé doit connaître en tant qu'informations confidentielles ;
- prévoir dans le contrat d'embauche une clause relative à la protection des informations confidentielles. Éventuellement, annexer la liste des informations confidentielles que l'employé sera en droit de connaître.
 - former les nouveaux employés à l'identification et à la protection des informations confidentielles.
 - organiser régulièrement des séances de sensibilisation à l'intention des employés sur la manière d'identifier et de protéger les informations confidentielles et sur les raisons pour lesquelles il est important de le faire : quel est l'impact d'un abus de confiance sur l'entreprise et quelles sont les conséquences juridiques potentielles pour l'auteur d'un tel abus de confiance.
 - lors du départ d'un employé, organiser un entretien de départ en rappelant à l'employé ses obligations après son départ et en ayant à portée de main la liste des informations confidentielles, en particulier celles qui ont fait l'objet d'accords confidentiels avec des tiers. Disposer d'une liste de contrôle des éléments à restituer à l'entreprise et faire signer à l'employé un certificat de destruction des documents et des dossiers avant son départ.

- *Protéger les autres processus*

Les tiers ne faisant pas partie des employés sont aussi importants à considérer dans le contrôle de la fuite de données, car ils participent à de nombreux processus de l'entreprise : clients, fournisseurs, tiers, consultants, partenaires, contrats collaboratifs. Pour ces tiers, des clauses de confidentialité équivalentes à celles prévues pour les employés seront nécessaires ; par exemple, ajouter des clauses concernant les secrets commerciaux, en mentionnant les tribunaux compétents et en rappelant la définition des secrets commerciaux qui correspond à ces tribunaux.

Des sessions de formation et de sensibilisation peuvent être organisées pour tous les contractants qui travaillent dans les locaux de l'entreprise ou qui échangent régulièrement des informations avec les employés dans le cadre des processus de l'entreprise.

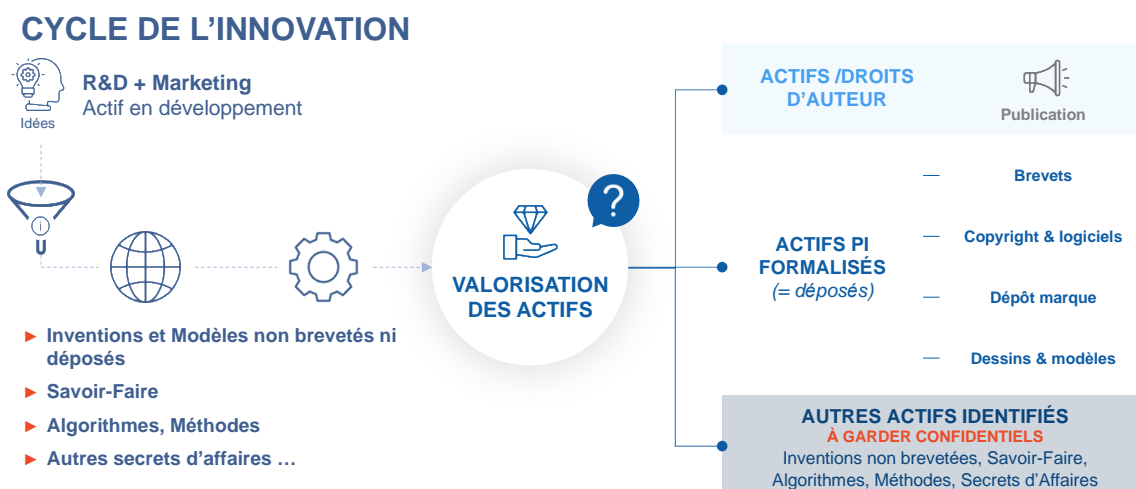
Les processus autres que directement liés aux ressources humaines doivent certainement faire l'objet de mesures de protection spécifique à mettre en perspective au regard de la stratégie d'entreprise, tous les processus ne pouvant pas être protégés à 100%.

À titre d'exemple, les processus de R&D, d'innovation, plateformes collaboratives, développement logiciel, transferts de technologies, contrats de licence, fusions-acquisitions pourraient faire l'objet d'une politique particulière si l'enjeu est confirmé pour l'entreprise.

On classera les informations correspondantes selon leur **degré de sensibilité, au moins sur trois niveaux** :

- *Niveau restreint (peu critique)* : pour les informations qui ne doivent pas être divulguées sans contrôle en dehors de l'entreprise, d'une partie de l'entreprise ou d'un périmètre donné.
- *Niveau confidentiel (très sérieux)* : lorsque les conséquences seraient très graves ou d'une grande importance pour l'entreprise, une entité ou un contrat en cours.
- *Niveau secret (vital)* : lorsque les conséquences seraient vitales pour l'entreprise, une entité juridique ou un contrat en cours.

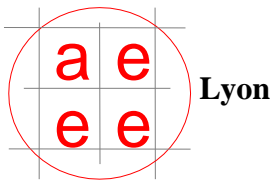
Par exemple, le schéma suivant suggère une méthode de valorisation du secret dans le processus d'innovation :



Mesures de protection raisonnables

Pour obtenir le statut de secret d'affaires, les informations confidentielles doivent non seulement être utilisées et avoir une valeur commerciale, mais elles doivent aussi faire l'objet de mesures de protection raisonnables.

Cette caractéristique, bien que sujette à de nombreuses interprétations selon les juridictions, reste néanmoins un excellent objectif stratégique à assigner aux différentes unités de l'entreprise : elle force à se poser les bonnes questions stratégiques et opérationnelles.



Une fois identifiés les processus et les informations prioritaires à protéger selon les degrés de sensibilité, il y a lieu de se poser la question des moyens de protection à disposition. Ceux-ci ne se limitent pas, loin de là, à établir des identifiants et mots de passe.

On distingue classiquement les modes de protection suivants dans la palette des mesures de protection raisonnables (liste non exhaustive) :

- *mesures de sûreté physique* (contrôle des accès) : site et bâtiments, zones sensibles;
- *mesures de sécurité technique informatique* : profils, données applicatives, documents imprimés, installations de logiciels ;
- *mesures de sécurité opérationnelle de protection des processus* : classification des informations, gestion de sécurité des données applicatives, des documents papier et des impressions; *mesures de sécurité opérationnelle de protection des informations produites* : documents papier, supports électroniques, destruction de documents, courrier physique;
- *mesures de sécurité du comportement humain* : programme continu, programme nouveaux employés, employés et sous-traitants, conformité durant les déplacements, conformité des comportements sur site, procédures NDA.

⇒ **Du secret des affaires aux actifs intangibles : un cercle vertueux de création de valeur**

Dans l'économie actuelle axée sur les technologies de l'information, les dirigeants et les actionnaires doivent trouver des moyens de créer des revenus durables, c'est-à-dire, en pratique d'utiliser des actifs qui sont principalement intangibles et à l'origine, pouvant aller jusqu'à 90 % de la valeur de l'entreprise⁴.

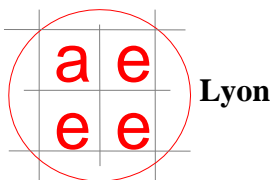
Les actifs incorporels font donc partie des objets les plus souhaitables à posséder pour un dirigeant. Il convient de noter que les actifs incorporels ont aussi nécessairement commencé à leur début, quel qu'il soit, mais sûrement, par des informations confidentielles qui ont ensuite été chéries et patiemment développées pour devenir des informations plus précieuses identifiées comme "secret d'affaires", qui se sont finalement transformées en actifs incorporels, et qui ont ensuite permis à leur propriétaire de générer des revenus sur une base régulière.

Selon la norme comptable internationale IAS 38, « *Une immobilisation incorporelle est comptabilisée lorsqu'elle répond aux critères suivants : elle est identifiable, elle a de probables avantages économiques futurs qu'il est possible de contrôler, il est possible d'évaluer son coût de manière fiable.* »

De nombreuses entreprises se concentrent déjà sur divers types d'actifs incorporels, en particulier les brevets, qui peuvent avoir une grande valeur en raison du monopole qu'ils peuvent apporter et de l'enregistrement formel accordé par les autorités gouvernementales (les différents offices nationaux des brevets).

Mais les brevets peuvent ne plus garantir de bons revenus futurs dans une économie axée sur les technologies de l'information étant donné que, dans de nombreux secteurs, la durée de vie des technologies est plus courte et qu'il devient de plus en plus facile pour un concurrent de contourner une technologie ou d'en trouver une meilleure, grâce à l'intelligence artificielle et aux divers outils informatiques largement disponibles.

⁴ Ocean Tomo, LLC Intangible Asset Market Value Study 2020



Il convient également de noter que toute création de brevet commence par une invention qui est gardée secrète pendant une période suffisamment longue pour permettre la publication d'une demande de brevet valide.

De plus en plus de PME dans divers secteurs ne voient pas l'intérêt des brevets car elles développent principalement des logiciels, et *soit* la demande de brevet logiciel est une gageure, par exemple pour les algorithmes purement logiciels, *soit* des brevets peuvent être potentiellement disponibles mais elles considèrent que la technologie évolue trop rapidement pour bénéficier d'une protection brevet efficace. Par exemple, l'IoT (Internet des objets) ou l'IA/ML (intelligence artificielle/apprentissage automatique) tirent principalement leur valeur de données dont la longévité est très souvent limitée. Il faut donc envisager d'autres types d'actifs incorporels, d'où la nécessité de se concentrer d'abord sur les secrets d'affaires plutôt que d'essayer de déposer des brevets.

En d'autres termes, un **cercle vertueux de création de valeur** consisterait bien, consciemment et de manière constante, à créer et à gérer au mieux les **informations confidentielles**, dont le statut évoluerait ensuite vers le **secret d'affaires** grâce à une stratégie donnée, puis à nouveau vers l'**actif intangible** reconnu comme représentant la valeur la plus durable pour l'entreprise, qu'il s'agisse de brevets, de marques, de savoir-faire, de méthodes, d'algorithmes, de codes, de bases de données, etc.

⇒ **Conclusion :**

Le fait de **développer une stratégie du secret d'affaires**, c'est-à-dire avoir une idée claire de sa valeur stratégique et financière, et de son **lien avec la création et la valorisation des actifs immatériels**, est devenu et deviendra de plus en plus un facteur essentiel de création de valeur en entreprise.

La méthode pour permettre ce développement est d'abord d'insuffler une sensibilisation à l'intérêt de protéger les informations confidentielles, puis d'identifier les éléments stratégiques à protéger de manière active et constante, et enfin de mettre en œuvre un suivi stratégique et opérationnel sur l'ensemble des processus de l'entreprise.

La relation des informations ainsi protégées avec le statut juridique potentiel de secrets d'affaires viendra tout naturellement se superposer en filigrane, ce qui parachèvera et renforcera ainsi la stratégie de valorisation.

^I La composition d'intérêt et l'actualisation sont des principes établis depuis la plus haute antiquité. Plus proche de nous, d'illustres mathématiciens se sont penchés sur ce sujet, comme Jacques Bernoulli au 17^e siècle, en établissant la limite du taux d'intérêt quand sa composition tend à devenir continue. Néanmoins, il faut attendre 1937 pour que le modèle « intrinsèque » du DCF soit formellement défini par John Burr Williams. Enfin, c'est dans les années 1960 qu'est inventé le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) qui établit le niveau de rentabilité exigible d'un actif financier en fonction de son risque systématique et de lui-seul.

^{II} D'autres modèles de marché ont été inventés depuis les années 1960, avec notamment le modèle d'arbitrage conçu par Stephen Ross puis avec les modèles plus empiriques, à plusieurs facteurs, d'Eugene Fama et Kenneth French. Ils se distinguent du MEDAF en retenant plusieurs primes de risque, tout en maintenant les principes de la diversification du portefeuille et de rémunération des seuls risques systématiques, i.e. non diversifiables. Ces modèles devraient également se fonder sur des anticipations, lesquelles ne sont pas observables, ce qui limite aussi leur application pratique.

^{III} Un flux intégrant tous les scénarios possibles probabilisés en l'absence de faillite est qualifié d'espérance mathématique « conditionnelle en cas de survie ». Cette dernière est par construction supérieure à l'espérance mathématique proprement dite qui tient compte du flux (cash flow et valeur de sortie) attendu en cas de défaut.

^{IV} Pour plus de détails, on se reportera à : Clère, Roland et Marande, Stéphane, **Risque de défaut et valeur des actions : grand oublié ou révolution culturelle ?** (6 novembre 2017). Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3065948>

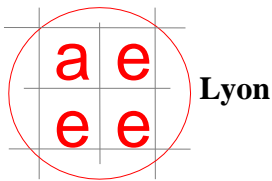
^V Au-delà des deux biais de prévision que nous venons d'évoquer et qui appellent des correctifs par rapport au MEDAF (via des primes de risque additionnelles ou via une réfaction des flux prévisionnels), la difficulté de mise en œuvre du modèle qui demeure est bien connue et elle concerne le coefficient de risque systématique (ou « bêta »). Les limites du bêta historique (mesuré ex-post à partir de cours effectifs) sont bien connues et exposées de longue date notamment par Fama et French. L'élaboration d'un bêta prévisionnel (estimé ex-ante), ou « smart beta » est un sujet en soi qui excède le propos de cet article.

^{VI} Selon les conditions de marché du moment, il peut exister une prime résiduelle « d'illiquidité » s'appliquant à une évaluation de small cap.

^{VII} Dennis et Donella Meadows, Jorgen Randers, **Les limites à la croissance (dans un monde fini)**, 2022, éd. Rue de l'échiquier. Ce rapport qui fit date, lors de sa publication (le 1^{er} octobre 1972), est mis à jour depuis. Cette analyse qui fut commandée par le Club de Rome est la version moderne des théories de Malthus. Un an plus tard, ces travaux inspirèrent l'adaptation cinématographique par Richard Fleischer du roman *Soleil vert* (paru en 1966) de Harry Harrison.

^{VIII} JM. Jancovici et C. Blain, **Le monde sans fin**, 2021, éd. Dargaud.

^{IX} Ces estimations du TRI du marché d'actions cotées américain sont compilées à partir des travaux de Jagannathan et al. (2000), Ruihao et al (2014), Mishra et al. (2018) et Fairness Finance pour compléter les données après 2013.



Doit-on toujours réaliser des prévisions dans le contexte où l'imprévisible est devenu une réalité, et comment tenir compte des incertitudes dans les évaluations ?

Christophe Velut
Président A3E - Associé Advolis Orfis

⇒ ***Doit-on toujours établir des prévisions ?***

Certains se posent des questions pour savoir si, compte tenu des incertitudes économiques et géopolitiques, et compte tenu du fait que l'imprévisible est devenu probable, cela présente toujours un intérêt de réaliser des prévisions.

Il est important de rappeler que les événements intervenus depuis 2020 (crise sanitaire majeure en 2020, guerre en Ukraine,..) sont des événements qualifiés précédemment d'imprévisibles. L'objectif d'un business plan (jusqu'à présent) a toujours été d'identifier les scénarii prévisibles, ..., mais pas les scénarii imprévisibles.

Il est généralement possible de prévoir des évolutions économiques, mais pas des crises sanitaires majeures, des guerres ayant des impacts majeurs, ..., dans le contexte où l'économie est de plus en plus dirigée par des décisions politiques, voire géopolitiques.

Ce contexte nouveau rappelé, la question n'est pas nouvelle, et la position d'A3E est inchangée : il est indispensable d'établir des prévisions, pour de multiples raisons :

- les prévisions sont la traduction chiffrée d'une stratégie, ce qui nécessite en amont que la stratégie soit formalisée, construite et partagée entre les dirigeants / les hommes clés, et que la société ait les moyens (financiers,...) de ses ambitions. Au-delà de l'absence de prévisions, le sujet est surtout de savoir si la société a une stratégie. Rappelons que la définition de la stratégie n'est pas nécessairement un document de 10 ou 20 pages; il est important de définir les grandes lignes de la stratégie : la vision à moyen terme, les grandes étapes, les moyens à mettre en face, le financement du développement. La réflexion doit notamment porter sur le flux que la société est capable de générer de manière durable (flux de la valeur terminale),... , en tenant compte notamment de ses capacités financières ;
- les prévisions font partie d'un environnement de gestion plus global (processus budgétaire), qui constitue un outil de pilotage. Les différentes crises ont montré que la réactivité / flexibilité et l'existence d'un système de gestion étaient **des facteurs clés de résilience à la crise**. La société doit disposer d'outils lui permettant de connaître précisément la formation de son résultat, la rentabilité, sa marge de manœuvre, et plus généralement de faire des simulations en support des prises de décisions. C'est la raison pour laquelle les éditeurs de logiciels (CRM, prévisions, simulations,...) ont explosé leur chiffre d'affaires depuis 2022, et devraient encore avoir de beaux jours devant eux.
- L'écosystème financier a des attentes de plus en plus fortes en matière de prévisions, renforcées depuis la crise sanitaire.

- Dans le cas d'un projet d'acquisition de titres, et sauf cas particuliers (ex : acquisition d'un outil de production ;...), l'acquéreur achète une performance future et pas une performance passée.

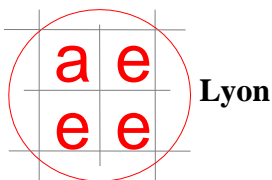
⇒ ***A quel niveau les incertitudes doivent-elles être prises en compte dans les évaluations ?***

- La bonne pratique recommande de tenir compte des incertitudes en priorité dans le business plan. Rappelons que la notion de « best estimate » ne désigne pas la vision la plus optimiste, mais la vision la plus réaliste / réalisable.
- Le risque non traduit dans les prévisions doit être traduit dans le taux d'actualisation au travers d'une prime de risques spécifique.
- Le taux d'actualisation, qui repose en grande partie sur des hypothèses de marché, tient compte des anticipations du marché, notamment sur le plan macro économique et géopolitique. Comme indiqué dans la lettre A3E de T4 2022, l'augmentation des wacc fin 2022 tient compte de plusieurs facteurs, et notamment du risque identifié par les analystes de la non prise en compte (ou partiellement), des risques de récession dans les prévisions mises à jour par les groupes.

Certains considèrent que les augmentations des wacc ne reflètent pas les incertitudes actuelles, notamment les risques de défaut tels qu'évoqués par Roland Clere dans l'article présenté ci-dessus. En pratique, les marchés tiennent compte d'un faisceau d'éléments : résilience des entreprises / des marchés face aux précédentes crises majeures, retour « à la normale » anticipée par les organisations internationales en termes de taux d'inflation et de taux de croissance du PIB (optimiste ?), fondamentaux souvent très bons des entreprises en 2022, diversification géographique et par activité des groupes importants.

- En ce qui concerne les multiples, les multiples de transaction ont effectivement baissé en 2022 (en grande partie liée au mix de l'échantillon des transactions). En revanche, les multiples boursiers atteignent des niveaux historiques, ..., **mais rappelons qu'une partie importante des flux des sociétés cotées, notamment du CAC 40, proviennent des activités réalisées à l'étranger et non en France. *Il est très probable que les comparables boursiers actuels ne traduisent que partiellement les incertitudes actuelles, en tout cas à titre général pour toutes les entreprises.***

Ainsi, il convient d'être vigilant sur l'utilisation des multiples boursiers pour l'évaluation des PME pour lesquelles les risques ont très souvent augmenté relativement beaucoup plus que pour les groupes internationaux : risques de diversification (géographique et activité) plus élevées pour les PME qui sont souvent concentrées sur un nombre réduit de pays / d'activités, risques financiers plus élevés que pour les groupes (accès au financement beaucoup plus difficile,...), mais également recrutement encore plus difficile que pour les groupes,.....



Dans de nombreux cas, les paramètres spécifiques utilisés pour évaluer les PME (primes de taille pour le calcul du wacc, décote aux multiples de comparables,...) devraient ainsi augmenter en 2023 dans de nombreux cas.

La question de la valeur terminale est plus que jamais clé dans le contexte actuel. Rappelons que la valeur terminale correspond généralement **au flux net** (rentabilité, capex et variation de BFR) que le groupe est capable de tenir « à l'infini » (à relativiser bien sûr du fait du facteur d'actualisation), en tenant compte notamment de ses capacités de financement. Dans le contexte actuel, ce flux net doit être déterminé de manière prudente, et le taux de croissance à l'infini doit être adapté en fonction des situations : ainsi, l'utilisation d'un taux de croissance à l'infini de 1,5% à 2% (considéré souvent comme une moyenne), doit être justifié, notamment au regard de la progression des flux anticipée sur l'horizon explicite. L'analyse pourra conduire dans certains cas à retenir un taux de croissance à l'infini plus bas. Dans le contexte actuel, un taux de croissance à l'infini de 0% signifie simplement que la société n'est pas en mesure d'anticiper une croissance à l'infini par rapport au dernier flux de l'horizon explicite ; un taux négatif signifie que l'entreprise estime en pratique qu'elle ne sera pas en mesure de générer des flux positifs à l'infini, mais sur une durée plus limitée (qui peut cependant être longue).

Actualité en matière d'évaluation

Christophe Velut

Président A3E - Associé Advolis Orfis

1- [Analyse de l'impact de la décision de l'ESMA en mai 2022 de ne plus accepter l'option 3 \(tests pré-IFRS 16\), lorsque l'impact est significatif, sur les tests de dépréciation réalisés par les groupes en 2022 qui publient leurs comptes en normes IFRS,:](#)

Il est important de rappeler que :

D'une part :

- Les associations d'évaluateurs ont confirmé la pratique consistant à réaliser les évaluations hors contexte comptable sur des bases pré-IFRS 16, à l'exception des secteurs pour lesquels les évaluations prenaient déjà en compte les contrats de location simple (ex : hôtellerie, aéronautique,...), ceci pour les raisons évoquées dans les précédentes lettres (pas de réalité économique à un taux d'actualisation pré-IFRS 16, risques d'erreur élevées sur la détermination d'un CAPEX de renouvellement IFRS 16 en l'absence notamment d'ERP adapté,...),
- Les agences de notation n'ont généralement pas intégré de risques financiers supplémentaires au titre des contrats de location simple retraités au bilan
- Les conventions bancaires restent pour la plupart déterminés hors contrats de location simple IFRS 16,
- L'ESMA, les organisations professionnelles et les réseaux n'ont pas publié de guidances pratiques (au-delà des grands principes) permettant de réaliser les tests post-IFRS 16,
- L'AMF est restée généralement en retrait sur le sujet dans le cadre des recommandations sur la clôture annuelle 2022.

D'autre part :

- Les groupes ont eu très souvent d'autres priorités à gérer pour la clôture annuelle 2022 (impact de la guerre en Ukraine, inflation, hyperinflation,...),
- Les sujets de dépréciations identifiés débordaient généralement largement le sujet IFRS 16.

Ainsi, en pratique :

- Les groupes ont effectivement supprimé dans l'annexe toute référence à l'option 3,
- La plupart des groupes ont conservé une approche « pragmatique » proche de l'option 3, sans changement significatif par rapport aux modalités de mise en œuvre retenues précédemment,

- Les groupes qui ont appliqué les options 1 et 2 les ont appliquées souvent dans un contexte d'impact non significatif soit des contrats de location IFRS 16, et/ou d'UGT avec une valeur recouvrable très supérieure à la valeur nette comptable. L'application des options 1 et 2 est généralement réalisée avec des mesures de simplification, différentes selon les groupes :
 -
 - Maintien d'un taux d'actualisation pré-IFRS 16,
 - Calcul d'un taux d'actualisation conduisant au même résultat,
 - Approche simplifiée des CAPEX IFRS 16,
 - Traitement en OPEX des contrats de location au moment du renouvellement, et notamment de la valeur terminale,
 - Option 3 avec ajustement de la dette de l'écart entre la valeur comptable de la dette et de la valeur de la dette recalculée au wacc,
 - ...

La pratique consiste à ce jour, en cas de dépréciation identifiées sur une UGT comportant des contrats de location significatifs, à vérifier la cohérence des calculs post- IFRS 16 à partir de données pré-IFRS 16.

Nous attirons l'attention sur le risque d'erreur des tests de dépréciation réalisés à partir de la méthode des comparables boursiers, pour différentes raisons : risque d'erreur des données disponibles dans les bases de données, et surtout détermination d'une dette IFRS 16 afin de calculer la valeur d'entreprise (nécessite dans de nombreux cas d'ajuster la dette IFRS 16 comptable, afin d'avoir des données comparables avec les sociétés de l'échantillon).

2- Prise en compte des notations ESG sur les évaluations / tests de dépréciation réalisés au 31 décembre 2022

A ce jour, il n'existe pas à notre connaissance de modèles permettant de traduire dans les paramètres utilisés en évaluation (multiples, taux d'actualisation,...) l'impact des notes ESG.

Différents groupes de travail ont été créés sur le sujet au niveau français (associations professionnelles, CNCC,...) et international (IVSC,...), mais qui sont à un stade « embryonnaire » : absence de guidances détaillées publiées.

La réflexion émerge progressivement chez les clients (hors clients très exposés aux risques climatiques qui sont généralement plus avancés dans la réflexion),..., dans le contexte où l'AMF pose de plus en plus de questions aux émetteurs,...,mais les approches en termes de risques restent généralement « embryonnaires ».

On peut constater que l'accès au financement (fonds, banques,...) est de plus en plus conditionné par la stratégie / notation ESG : certains fonds n'investissent plus, sous la pression des investisseurs, dans les entreprises ayant une mauvaise note ESG / n'ayant pas de plan ESG. Les banques sont également de plus en plus sélectives sur le sujet, et l'évolution des marges bancaires sont de plus en plus basées sur des critères ESG.

Les « contraintes » RSE ne concernent pas que les grands groupes, loin s'en faut. En effet, les relations économiques sont de plus en plus impactées par la stratégie : les grands donneurs d'ordre imposant de plus en plus à leurs fournisseurs de respecter certaines règles, notamment sur le plan du développement durable.

Nous recommandons d'être prudent au regard de la tentation de certains d'ajuster le wacc à la baisse en cas de bonne note ESG. Le process de notation repose en effet à ce jour principalement sur des analyses qualitatives / des informations déclaratives, souvent non vérifiées de manière rigoureuse par les agences. Par ailleurs, on peut constater dans de nombreux cas, que les groupes qui ont de bonnes notes ESG sont des groupes qui ont déjà une bonne santé financière / performance. Ainsi, dans ce cas, la « note ESG » est déjà intégrée à ce jour dans leur taux de rendement.

A ce jour, il n'existe pas de modèles permettant de tenir compte de l'impact d'une note ESG sur le wacc ou le tci. Comme indiqué ci-dessus, seul l'impact des critères ESG sur le coût de la dette sera généralement plus facile à appréhender à court terme, du fait des clauses spécifiques de plus en plus souvent intégrées dans les contrats d'emprunts (ex : impacts sur le spread en fonction de la notation ESG,...).

Il nous paraît ainsi prématuré à ce stade de la réflexion de majorer systématiquement les valeurs des entreprises en fonction des notations ESG,..., surtout compte tenu des niveaux historiques des valeurs boursières.

Pour autant, le risque ESG doit être intégré au niveau du diagnostic stratégique des entreprises, en tant que facteur de plus en plus structurant, notamment pour les sociétés dont l'activité les rend exposée au risque climatique. L'analyse doit notamment porter sur :

- L'analyse des engagements pris par les sociétés en matière de risques climatiques, et les impacts déjà identifiés sur les prévisions (ex : fermetures d'usines, changements de technologie, impact sur la rentabilité, nouveaux CAPEX,...),
- L'impact de ces engagements sur la durée de l'horizon explicite à prendre en compte. Lorsque l'entreprise est très exposée au risque climatique, et que l'impact est très significatif, il est très probable qu'il soit nécessaire de retenir des horizons beaucoup plus longs que ceux retenus actuellement (ex : 15 ou 20 ans, versus 5 ans),

Il est important de rappeler que les précédentes crises énergétiques ont eu un impact sur les TRI attendus par les investisseurs (notamment augmentation des TRI consécutive au choc pétrolier). Ainsi, l'augmentation forte du coût de l'énergie conjuguée au risque climatique devrait entraîner une augmentation des wacc.