

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Aspects comportementaux dans le cadre du financement en private equity
Page 10
- Le taux d'actualisation dans les pays émergents et à risques
Page 17
- La prise en compte de la workforce dans les évaluations
Page 26

Lettre trimestrielle n°40 – 2^{er} trimestre 2023

Edito du Président :

Le cocktail financier de l'été ! Vous mélangez la hausse des taux, le débat entre contraction et récession économique, le plafond sur la dette américaine, la situation en Chine, le taux de chômage qui reste bas, les variations importantes des valeurs de la tech, ... et cela donne des indices boursiers qui atteignent des records (variation sur le 1^{er} semestre 2023 : CAC 40 : + 14%, S&P 500 : + 16%, NASDAQ 100 : +38%), confirmant la tendance haussière annoncée fin 2022. Des prises de bénéfices ont été constatées assez logiquement en juillet.

Les incertitudes économiques et financières sont toujours élevées, avec des indices boursiers qui restent très sensibles aux annonces concernant certaines données économique financières, comme les évolutions de taux d'intérêt, les taux d'inflation, les taux de chômage ou de croissance de salaires,...). Nous restons toujours dans une situation très inconfortable où les bonnes nouvelles, notamment économiques, attirent les mauvaises nouvelles (notamment sur les taux), créant des nœuds au cerveau des prévisionnistes.

Sur le « terrain » des évaluations de sociétés, les tendances annoncées dans la précédente lettre se sont confirmées sur le 2nd trimestre 2023 : financements plus difficiles, notamment dans certains secteurs (ex : immobilier, automobile,...), impacts négatifs des augmentations fortes des taux depuis 1 an sur les effets de levier de la dette, difficulté dans de nombreux cas d'identifier des transactions comparables. Par ailleurs, les évaluations sont de plus en plus marquées par les contraintes de RSE, même si pour l'instant, il n'existe pas de modèle robuste pour traduire les notations en termes de valorisation.

Nous avons abordé dans la lettre de ce trimestre certains sujets d'actualité, comme le calcul du taux d'actualisation dans les pays émergents, la prise en compte de la « workforce » dans les évaluations (les contraintes de RH étant souvent plus prégnantes que les contraintes commerciales, ou encore d'élargir la réflexion sur des aspects comportementaux.

Le comité de rédaction se joint à moi pour vous souhaiter d'excellentes vacances.

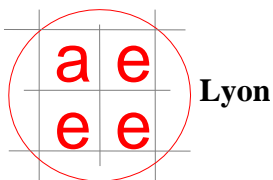
Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Association - Loi du 1er juillet 1901 - Téléphone : 04.72.69.38.88

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

- **Save the date :**

La 11ème journée nationale de l'évaluation organisée par la CNCC et le CNOEC se tiendra le 10 octobre 2023 à la Maison de la Chimie à Paris. Deux conférences plénières seront organisées, et six ateliers.

Cette journée sera spécialement tournée vers les normes d'évaluation de l'IVSC dont les membres seront présents aux plénières et ateliers. La journée sera clôturée par l'AG annuelle de l'IVSC et l'adhésion officielle de la CNCC et du CNOEC à l'IVSC.

Les thèmes abordés seront liés notamment à l'évaluation des entreprises en difficulté, l'évaluation immobilière, l'évaluation des actifs incorporels, et à l'évaluation et les obligations ESG.

Nous vous invitons à venir nombreux.

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, des tensions sur la dette américaine, ou encore de la situation en Chine.

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 30 juin 2023.

Places boursières	Evolution des indices boursiers du 1 ^{er} avril au 30 juin 2023	Rappel des évolutions des indices 1 ^{er} trimestre 2023
S&P 500	+8,30%	+7,03%
France - CAC40	+1,06%	+13,11%
Allemagne - DAX	+3,32%	+12,25%
Espagne - Ibex 35	+3,90%	+12,19%
Angleterre - FTSE 100	-1,31%	+2,42%
Italie - FTSE MIB	+4,12%	+14,37%

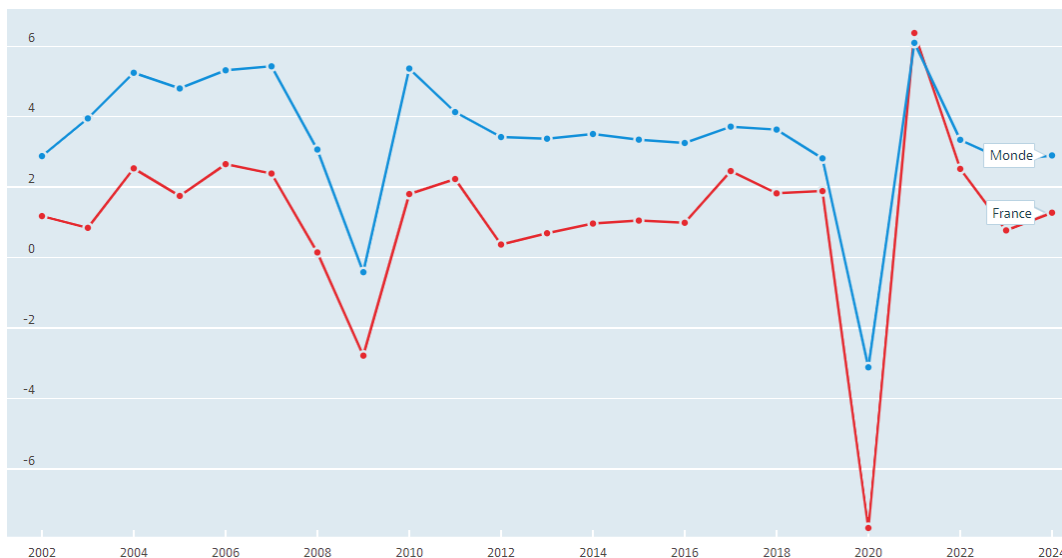
Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

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 à la hausse en mars 2023 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.

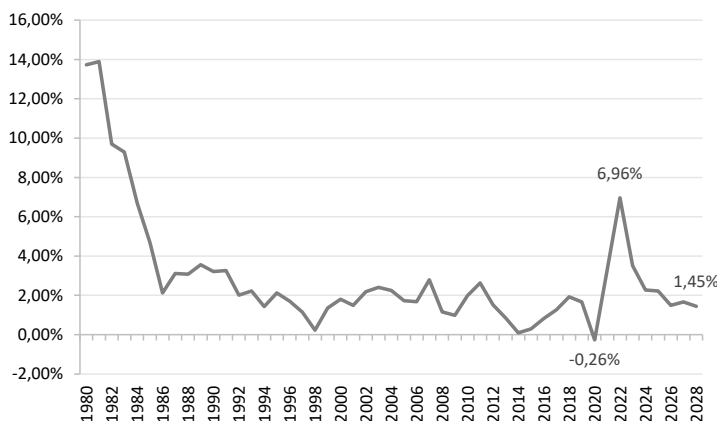
Ainsi, la croissance attendue pour la zone euros est de 0,5 % en 2023, avant de rebondir à 1,9 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Les croissances attendues pour la France et l'Allemagne en 2023 s'élèvent respectivement à 0,7% (contre +2,6% en 2022), et 0,2% (inférieure à son niveau d'avant covid). Anticiper 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 2^{ème} trimestre 2023

La courbe ci-après met en évidence l'évolution du taux d'inflation en France sur les 43 dernières années ainsi que les prévisions jusqu'en 2028 (source : FMI).



La France retrouve un niveau d'inflation jamais atteint depuis près de 35 ans, avec un taux estimé pour 2022 de près de 7%.

La hausse brutale de l'inflation en 2022 en France est liée à de nombreuses raisons, à la fois conjoncturelles et structurelles (forte augmentation de la demande après la crise sanitaire, mesures massives de stimulation de l'économie, financées par des dépenses publiques, guerre en Ukraine, faiblesse de l'euro,...).

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 (3,51% d'après le FMI). 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 sur le pouvoir d'achat des consommateurs.

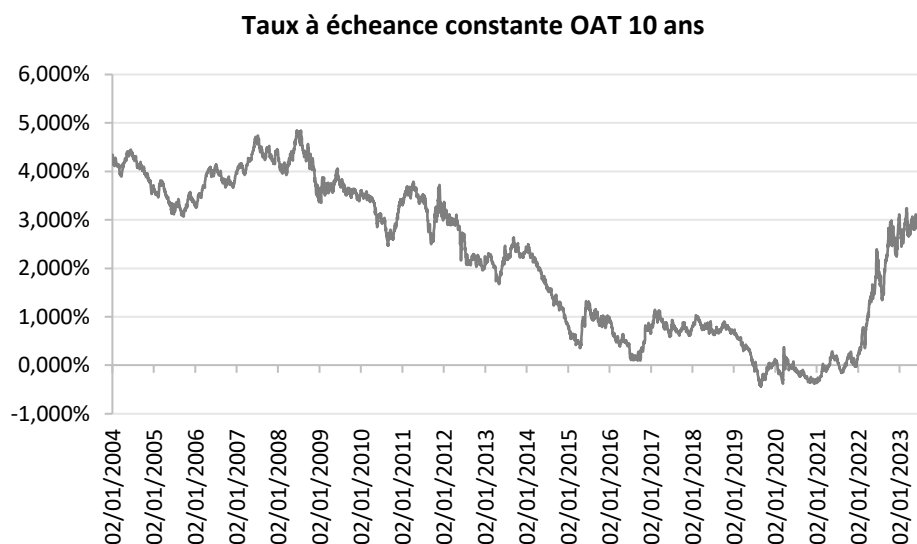
On constate ainsi pour l'instant une « vraie – fausse » baisse de l'inflation sur le 2^{ème} semestre 2023.

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 et au nucléaire. 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 2^{ème} trimestre 2023. Rappelons que le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2012 (période de la crise des dettes souveraines de la zone Euro)). 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.

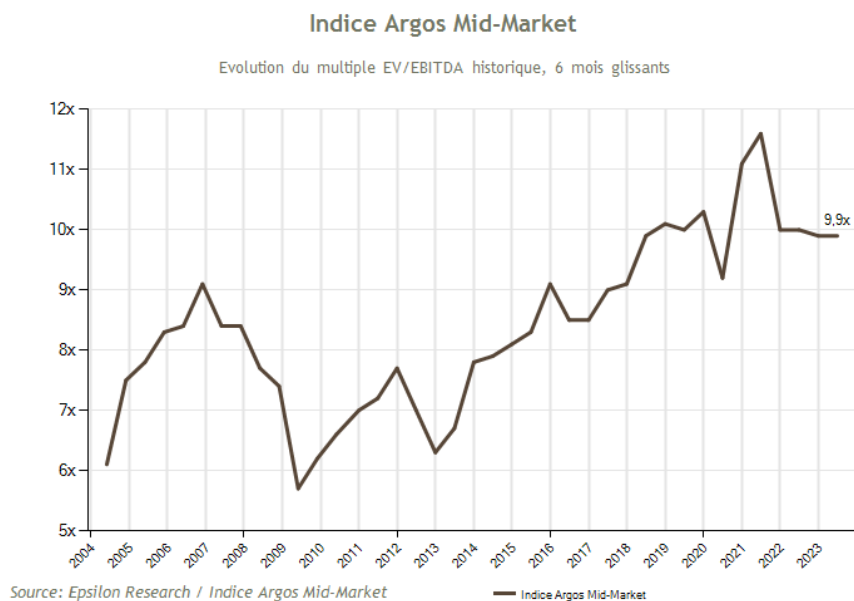
Même si le fait d'avoir un taux positif plus corrélé avec l'inflation est cohérent (cf précédente lettre A3E), pour autant, l'augmentation des taux à un impact élevé sur les dettes privées, et surtout publiques, dans un contexte où il existe un enjeu clé pour certains Etats, et notamment les Etats-Unis 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 (2^{ème} trimestre 2023) :



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est stabilisé sur le 1^{er} et 2^{ème} 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 élevés. 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 réduit de transactions à faible multiple (un effet taille nettement en 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, ...).

INFO NEWS (suite)

⇒ Le nombre d'introduction en bourse en Europe au plus bas depuis 2009

Dans un contexte marqué par le ralentissement économique et la hausse des taux d'intérêt sur fond d'inflation persistante, la prudence s'impose sur les marchés financiers. Cela se reflète dans les statistiques du premier semestre 2023 en Europe, où seulement 34 entreprises ont choisi de faire leur entrée en Bourse. Ce chiffre représente le niveau le plus bas depuis 2009, d'après les données de l'Association for Financial Markets in Europe (AFME) rapportées par le Financial Times.

Les entreprises qui ont opté pour une IPO (introduction en Bourse) ces derniers mois ont réussi à lever seulement 2,4 milliards d'euros. Ce montant affiche une baisse significative de 42% par rapport au premier semestre de l'année précédente ; c'est le montant le plus faible enregistré sur les 14 dernières années.

En France, seules cinq entreprises ont réussi à se coter sur le marché parisien depuis le début de l'année en cours (Lepermislibre, Florentaise, Mon courtier énergie, Osmosun et Vinpai), ce qui représente la moitié du nombre enregistré à la même période un an plus tôt.

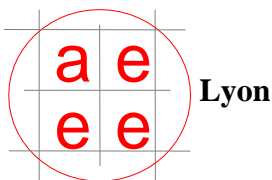
Aux États-Unis, le constat est similaire, bien que l'impact soit relativement moindre. Selon les données de Dealogic data, 75 entreprises ont effectué leur entrée en Bourse outre-Atlantique durant les six premiers mois de l'année, parvenant à lever seulement 11,5 milliards de dollars. Ce montant marque un plancher depuis 2015.

⇒ L'agence de notation Fitch retire aux Etats-Unis sa précieuse note AAA, regrettant une « érosion de la gouvernance »

Le mardi 1er août, l'agence de notation Fitch a révoqué la note AAA des États-Unis, un symbole précieux, et l'a réduite d'un échelon à AA+, une première depuis 2011. Cette décision découle en grande partie d'une "dégradation de la gouvernance" accentuée par les crises répétées liées au plafond de la dette. L'agence a motivé cette démarche en mettant en avant les répercussions des "impasses récurrentes sur le plafond de la dette et des solutions de dernier recours".

« Il y a eu une détérioration constante des normes de gouvernance au cours des vingt dernières années, y compris en matière budgétaire et de dette, malgré l'accord de juin [obtenu au Congrès], soutenu par les deux partis, visant à suspendre le plafond de la dette jusqu'en janvier 2025 », a déploré Fitch.

Il est à noter que ce risque est très relatif, car le dollar étant la principale monnaie de réserve, les États-Unis sont quasiment le seul État au monde à pouvoir rembourser sa dette en dernier ressort dans sa propre monnaie.



⇒ **Baisse du poids des géants de la Tech dans l'indice phare américain.**

Des ajustements ont été apportés à la constitution de l'indice technologique américain Nasdaq 100 afin de réduire l'impact disproportionné exercé par Apple, Nvidia, Microsoft, Meta et Amazon, qui exerçaient une influence excessive en termes de poids.

Ainsi, le NASDAQ 100 a progressé de 38% sur les 6 premiers mois de 2023. Le poids des 7 premières entreprises de la Tech américaine (Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon, Nvidia, Tesla et Meta (Facebook)) est passé de plus de 50% de la capitalisation boursière du NASDAQ 100 en 2022 à moins de 50% au 30 juin 2023.

Apple et Nvidia, pèsent à elles seules respectivement 12,07% et 7,29% de l'indice, selon les données de Slickcharts.com. Et si on ajoute les poids boursiers respectifs de Microsoft (12,8%), Amazon (6,91%) et Tesla (4,46%), ce cinq majeur de la tech pèse pour 43,6% de l'indice, soit presque autant que les 95 autres sociétés du Nasdaq 100.

⇒ **Meta intègre l'IA générative dans ses produits publicitaires**

La maison mère de Facebook a récemment dévoilé son nouveau concept baptisé "AI Sandbox". Ce programme expérimental offre aux annonceurs la possibilité de créer automatiquement du contenu textuel ou visuel en tirant parti de l'intelligence artificielle.

Cette avancée n'était qu'une question de temps, compte tenu des progrès fulgurants réalisés dans le domaine de l'intelligence artificielle appliquée à la génération d'images. À l'instar d'Amazon, Meta, la société mère de Facebook, intègre désormais également la technologie de l'IA générative dans ses stratégies publicitaires. Lors d'un événement à New York, Meta a dévoilé son "AI Sandbox", un ensemble d'outils conçus pour simplifier et automatiser la création de contenu publicitaire grâce à cette technologie novatrice. Cette démarche marque une première pour le géant de la publicité en ligne et pourrait potentiellement révolutionner les rôles au sein de l'industrie, allant des "directeurs créatifs" aux rédacteurs.

Aspects comportementaux dans le cadre du financement en private equity

Ivana Vitanova
Maître de conférences finance – Université de Lyon 2
– membre d’A3E

Dans le cadre de leur décision d’investissement, les investisseurs sont confrontés à la difficile tâche d’évaluer à la fois le potentiel économique de l’entreprise et les qualités managériales de l’équipe dirigeante.

La littérature académique a identifié cinq grandes catégories de critères d’investissement utilisés par les sociétés de gestion :

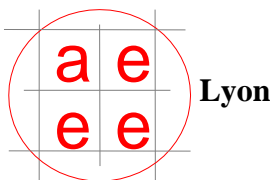
- *les critères liés au dirigeant ou à l’équipe,*
- *les critères liés au produit/service proposé,*
- *les critères liés au marché et au secteur d’activité,*
- *les considérations financières du fonds,*
- *et l’évaluation de la compatibilité entre le fonds et l’entreprise.*

Parmi ces catégories, l’évaluation du potentiel entrepreneurial du dirigeant ou de l’équipe dirigeante présente des défis particuliers. Cependant, il existe un consensus parmi les experts académiques et les praticiens sur l’importance fondamentale de ce critère pour les investisseurs en capital.

En fait, selon un article fondateur de Kaplan, Sensoy et Strömberg (2009), la plupart des investisseurs accordent plus d’importance au "jockey" (le dirigeant) qu’au "cheval" (l’entreprise) lors de leurs décisions d’investissement.

Pour évaluer le potentiel managérial d’un dirigeant ou d’une équipe, il existe des indicateurs objectifs et quantifiables tels que les facteurs sociodémographiques et les indicateurs de capital humain (formation, expérience professionnelle et extra-professionnelle, nombre de projets entrepris) mais aussi des signaux plus personnels et subjectifs que les investisseurs peinent à définir ou à quantifier.

Cela inclut des intuitions concernant la personnalité, les compétences relationnelles, le leadership ainsi que les réactions émotionnelles et affectives des dirigeants. Bien que ces qualités soient évaluées de manière informelle, elles jouent un rôle crucial dans la décision de financement.



En réponse à cette réalité, la littérature académique en finance et entrepreneuriat accorde une attention grandissante aux facteurs de personnalité et de cognition des dirigeants d'entreprise et à leur impact sur la volonté des investisseurs à financer une entreprise.

Dans cet essai, nous allons décrire et analyser les principales caractéristiques psychologiques des dirigeants qui influencent le processus de financement en capital-investissement.

Nous commencerons par définir et expliquer les caractéristiques psychologiques majeures, puis nous nous concentrerons sur le rôle de ces facteurs dans les décisions des investisseurs.

I. Quelques notions de psychologie cognitive

Pour mieux comprendre le comportement des dirigeants et leurs décisions, il est important de prendre en compte deux perspectives :

- *la perspective psychologique, qui se concentre sur la personnalité et les états émotionnels,*
- *et la perspective cognitiviste, qui analyse le raisonnement et la prise de décision.*

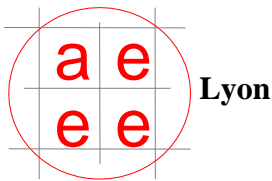
A. Les traits de personnalité

Un trait de personnalité est une caractéristique interne stable qui est inférée à partir d'un ensemble de comportements et d'attitudes chez l'individu.

Pour être qualifié de trait de personnalité, une caractéristique psychologique doit être durable dans le temps, corrélée avec d'autres traits de personnalité spécifiques, et observable à travers des comportements et des attitudes.

Deux modèles importants se sont distingués dans la littérature en psychologie pour qualifier de manière universelle et intemporelle la personnalité des individus : le modèle OCEAN (Big Five) et le modèle Dark Triad.

- **Le modèle OCEAN** (Big Five) catégorise les traits de personnalité en cinq grands facteurs qui décrivent de manière universelle une grande partie des différences individuelles de personnalité. Ces facteurs sont :
 - o *l'ouverture à l'expérience* (l'appétence pour la nouveauté et la volonté d'apprendre et découvrir),
 - o *la conscienciosité* (ou conscience professionnelle ; soit le fait d'être attentif et rigoureux),
 - o *l'extraversion* (la tendance d'obtenir la gratification personnelle dans les interactions sociales),



- *l'agréabilité* (la manifestation des caractéristiques comportementales perçues comme gentilles et sympathiques),
- et le *névrosisme* (la propension aux changements d'humeurs et aux sentiments négatifs)¹.

Dans les années 2000, le modèle OCEAN a été enrichi d'un sixième facteur appelé **Honnêteté-Humilité** qui qualifie la tendance à être juste et honnête dans ses rapports aux autres.

Le nouveau modèle à 6 facteurs, appelé HEXACO a été mesuré à très grande échelle dans la population générale et propose des indicateurs fiables de chaque trait dans la population générale².

- Le tableau 1 résume ces indicateurs et distingue les résultats obtenus par auto-évaluation et ceux obtenus avec une évaluation par autrui, ainsi que les différences significatives entre les femmes et les hommes pour la plupart des facteurs.

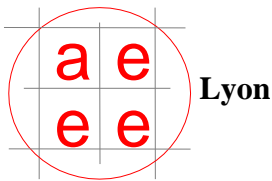
Tableau 1 : Indicateurs des facteurs du HEXACO dans la population générale

HEXACO-60 Scales	Self-Report Form				Observer Report Form			
		Total (N=1126)	Women (N=691)	Men (N=429)		Total (N=1126)	Women (N=690)	Men (N=428)
	α	M (SD)	M (SD)	M (SD)	α	M (SD)	M (SD)	M (SD)
Honesty-Humility	.76	3.23 (.66)	3.31 (.64)	3.09 (.69)	.80	3.20 (.67)	3.28 (.65)	3.07 (.68)
Emotionality	.80	3.36 (.70)	3.66 (.55)	2.87 (.64)	.84	3.24 (.71)	3.55 (.59)	2.73 (.58)
Extraversion	.80	3.51 (.62)	3.48 (.64)	3.54 (.60)	.83	3.51 (.64)	3.47 (.63)	3.56 (.64)
Agreeableness	.77	3.10 (.63)	3.06 (.59)	3.16 (.68)	.84	3.20 (.70)	3.19 (.69)	3.21 (.72)
Conscientiousness	.76	3.47 (.61)	3.54 (.58)	3.34 (.63)	.84	3.40 (.68)	3.54 (.62)	3.17 (.72)
Openness to Experience	.78	3.49 (.67)	3.52 (.64)	3.44 (.71)	.81	3.26 (.70)	3.29 (.68)	3.20 (.73)

Source: Ashton, M. C., & Lee, K. (2009). The HEXACO–60: A short measure of the major dimensions of personality. *Journal of personality assessment*, 91(4), 340-345.

¹ Le modèle a initialement été par Ernest Tupes and Raymond Christal en 1961 (Tupes, E.C. and Christal, R.E. (1961) Recurrent Personality Factors based on Trait Ratings. USAF ASD Tech. Rep. No. 61-97, Lackland Airforce Base, TX: US Air Force) puis formalisé par J.M. Digman en 1990 (Digman, J. M. (1990). Personality structure: Emergence of the five-factor model. *Annual review of psychology*, 41(1), 417-440.)

² Pour passer le test de personnalité HEXACO en française et calculer vos propres indicateurs : <http://www.psychomedia.qc.ca/tests/inventaire-personnalite-hexaco>



- **Le modèle "Dark Triad"** qualifie quant à lui trois facteurs de personnalité qui, même avec des intensités non pathologiques, désignent des comportements négatifs et néfastes :
 - o *le narcissisme*, soit l'expression de supériorité, orgueil, et égoïsme;
 - o *le machiavélisme*, caractérisé par la manipulation et exploitation des autres, l'absence de moralité et la dureté émotionnelle,
 - o et *l'antipathie* qui désigne des comportements antisociaux continus, une forte impulsivité, et un manque d'empathie³.

Le modèle « Dark Triad » a fait l'objet d'une recherche académique dynamique, notamment dans le domaine de l'entrepreneuriat. Des travaux ont ainsi démontré que certains traits tels que le narcissisme ont un effet positif sur la volonté des individus d'entreprendre et sur certains aspects de leur performance en tant qu'entrepreneurs.

B. La cognition et le raisonnement

La cognition fait référence aux modes de raisonnement adopté par les individus dans le cadre d'une prise de décision ou formulation de jugement. Nous pouvons souligner trois grandes distinctions dans la recherche portant sur les aspects cognitifs de la prise de décision :

- *les systèmes de raisonnement*,
- *le focus régulateur*,
- *et les biais cognitifs*.

⇒ *Les systèmes de raisonnement* désignent une qualification du processus de pensée qui a lieu avant la formation de jugements ou la prise de décisions.

On distingue ainsi deux types de processus cognitifs :

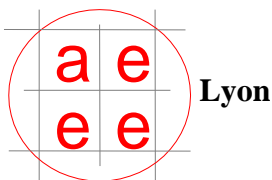
- o *le Système 1, qui qualifie la pensée intuitive et rapide*,
- o *et le Système 2, qui qualifie la pensée consciente et réfléchie*.

Ces deux modes de pensée sont souvent mobilisés en parallèle et leur pondération dépend du contexte, des expériences passées et du temps disponible pour la prise de décision.

Le Système 1 est rapide, il gouverne la pensée quasi automatique et propose des réponses directes et intuitives, alors que le Système 2 est lent et il concerne le processus de pensée plus organisé et analytique, tout en se référant aux réponses fournies par le système 1 afin de les corriger, les justifier ou les réfuter⁴.

³ Pour plus de détails sur ce modèle voir Paulhus, D. L., & Williams, K. M. (2002). The dark triad of personality: Narcissism, Machiavellianism, and psychopathy. *Journal of research in personality*, 36(6), 556-563.

⁴ Cette distinction a initialement été proposée par un des fondateurs de l'économie comportementale et lauréat du prix Nobel d'économie, Daniel Kahneman, dans un livre qui résume ses recherches au fil des décennies, souvent en collaboration avec Amos Tversky (Kahneman, D., & Tversky, A. (2002). *Système 1, système 2: les deux vitesses de la pensée*. Flammarion.)



Le *focus régulateur* désigne la relation entre les motivations d'un individu et l'approche adoptée pour atteindre ses objectifs.

Il existe deux types de focus régulateur :

- *le focus régulateur promotionnel, axé sur la croissance et l'avancement,*
- *et le focus régulateur préventif, axé sur la sécurité et la responsabilité.*

Chaque individu a une préférence pour l'un ou l'autre de ces focus dans son raisonnement et sa prise de décision⁵.

Les *biais cognitifs* sont des erreurs systématiques ou des raccourcis de raisonnement qui éloignent les individus du raisonnement rationnel.

Parmi les biais cognitifs les plus connus nous pouvons citer :

- *la surconfiance (surestimation de sa capacité à prédire ou influencer l'avenir), biais des coûts irrécouvrables (la tendance à rester attaché aux décisions passés même s'ils entraînent des résultats indésirables),*
- *le biais de statut quo (préférence exagérée pour le statu quo dans la prise de décisions),*
- *ou l'aversion à la perte (la tendance à accorder plus d'importance à une perte qu'à un gain d'une même valeur).*

II. Critères psychologiques des investisseurs en private equity

Dans cette section, nous allons examiner les facteurs de personnalité et de cognition que nous avons définis précédemment et présenter leur impact dans le processus de financement en fonds propres.

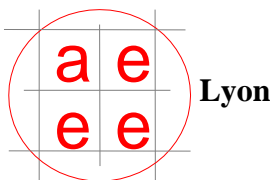
Une récente étude menée par Allison et ses collègues s'est intéressée aux cinq grands traits de personnalité du modèle OCEAN et à leur influence sur la probabilité d'obtenir un soutien financier dans le cadre du financement participatif (crowdfunding).

Selon cette étude, il a été constaté que ***seule l'extraversion n'a pas d'influence sur les décisions des investisseurs***, alors que ***l'ouverture, l'agréabilité et la conscience professionnelle altèrent considérablement dans le bon sens la décision des investisseurs.***

L'effet du névrosisme est négatif mais avec une faible ampleur sur la décision de financement⁶.

⁵ Pour plus de détails sur le focus régulateur voir Higgins, E. T. (2012). Regulatory focus theory. *Handbook of theories of social psychology, 1*, 483-504.

⁶ Allison, T. H., Anglin, A. H., Davis, B. C., Oo, P., Seyb, S. K., Short, J. C., & Wolfe, M. T. (2022). Standing out in a crowd of victim entrepreneurs: How entrepreneurs' language-based cues of personality traits affect public support. *Journal of Small Business Management*, 1-40.



D'autres recherches portant sur des échantillons d'investisseurs professionnels tels que les business angels et les capital-risqueurs, mettent en évidence ***l'importance accordée par ces derniers à l'humilité du dirigeant***, c'est-à-dire sa volonté de s'autoévaluer de manière juste, d'apprécier les forces et les contributions des autres, et d'avoir une perspective ouverte à l'apprentissage⁷.

Un aspect souvent exploré dans la littérature concerne ***le côté sombre de la personnalité des dirigeants, avec une attention particulière portée au narcissisme***.

Par exemple, les chercheurs ont examiné les effets du narcissisme en manipulant le niveau de rhétorique narcissique dans les campagnes de financement participatif (il s'agit notamment de indicateurs indirects tels que le ratio entre l'usage des mots « je, moi, mon » versus le mot « nous, notre, nos »).

Leurs résultats ont révélé une relation en forme de U inversée entre le narcissisme des dirigeants et leur performance dans la recherche de financement en capital.

Des études similaires ont montré que les comportements stéréotypés masculins, tels que l'affirmation de soi, la dominance, l'agressivité et l'assertivité, n'ont pas d'impact significatif sur l'évaluation des investisseurs en capital, tandis que les comportements stéréotypés féminins, tels que la chaleur, la sensibilité, l'expressivité et l'émotivité, influencent négativement ces évaluations.

De plus, les propos révélant une agressivité compétitive et une forte appétence pour le risque ont une influence positive sur les réactions des investisseurs.

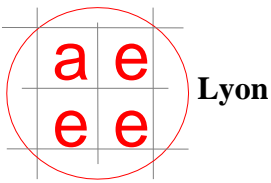
Plus récemment, des travaux académiques se sont intéressés à la compatibilité cognitive entre l'investisseur et le dirigeant.

Les études soulignent que l'homophilie, qui caractérise l'appariement sociodémographique entre investisseurs et dirigeants, se confirme également au niveau des aspects de personnalité.

Les investisseurs ont une préférence pour des dirigeants présentant des personnalités et des processus cognitifs similaires, même s'ils ne sont pas conscients de ces similarités.

D'autres recherches confirment la préférence des investisseurs pour des dirigeants ayant une focus régulateur promotionnel, c'est-à-dire axée sur le potentiel de gain et la croissance, qui s'aligne à leur propre focus régulateur dominant.

⁷ Vilanova, L., & Vitanova, I. (2021). Humilité et narcissisme des entrepreneurs: Quel impact sur les décisions des investisseurs en capital?. *Revue française de gestion*, 47(6), 139-161.



Conclusion

En conclusion, l'évaluation du potentiel entrepreneurial du dirigeant ou de l'équipe dirigeante revêt une importance fondamentale pour les investisseurs, et les facteurs liés à sa personnalité et à sa cognition ont une influence significative sur les décisions d'investissement.

Les traits de personnalité tels que l'ouverture à l'expérience, l'extraversion, l'agréabilité et même le narcissisme altèrent la perception des investisseurs et leur volonté de financer une entreprise.

De plus, dans leur recherche de dirigeants avec qui ils seront compatibles, **les investisseurs privilégient les individus qui ont des personnalités et des caractéristiques cognitives similaires aux leurs.**

Il est crucial pour les dirigeants de comprendre ces critères psychologiques et cognitifs afin de pouvoir les aborder correctement lorsqu'ils cherchent du financement.

Il est également important pour les investisseurs d'approfondir leurs connaissances de ces facteurs qui, derrière le terme générique de "flair", ont en réalité des aspects qualifiables et systématiques pouvant être identifiés et rationalisés.

Les futures recherches dans ce domaine devraient continuer à explorer les facteurs psychologiques et cognitifs qui influencent les décisions d'investissement, afin d'améliorer notre compréhension des mécanismes sous-jacents et de fournir des recommandations pratiques aux dirigeants et aux investisseurs.

Le taux d'actualisation dans les pays émergents et à risques

Yohan Bonnet

Directeur Valuation & Business Modelling – KPMG

Membre A3E

⇒ **Que représente actuellement le risque pays ?**

Le calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC) pour les pays émergents pose des problèmes d'estimation et de pratique.

L'estimation du CMPC peut être difficile, en particulier dans les marchés émergents où le risque est perçu comme plus élevé pour les raisons suivantes :

- risques politiques élevés (corruption, nationalisation/expropriation, régime politique) ;
- structure de l'économie (dépendance à des matières premières par exemple) ;
- marchés de capitaux illiquides ;
- incertitude macroéconomique ;
- contraintes des flux de capitaux.

Le premier risque pays qui vient à l'esprit quand on évalue une société dans un pays émergent concerne les risques politiques. Ces risques prennent différentes formes :

- Le risque de corruption qui représente un coût pour la société si les responsables de l'application des règles sont inefficaces ou corrompus. La corruption se manifeste comme un « impôt caché » qui n'apparaît pas sur le compte de résultat et qui réduit directement ou indirectement la rentabilité et le retour sur investissement des investisseurs dans les entreprises du pays. Un organisme, Transparency International, suit les perceptions de la corruption à travers le monde, à l'aide d'enquêtes d'experts vivant et travaillant dans différents pays, et classe les pays du plus au moins corrompu.
- Le risque de violence physique. Les pays qui sont au milieu de conflits physiques (interne ou externe), exposent les investisseurs/entreprises aux risques de ces conflits. Ces coûts ne sont pas seulement économiques (sous la forme de coûts plus élevés pour acheter une assurance ou protéger des intérêts commerciaux) mais sont également physiques (avec des employés et des dirigeants d'entreprises confrontés à un préjudice). Un organisme, l'Institute for Economics and Peace, publie chaque année une carte qui met à jour le Global Peace Index (score de 1,11 pour l'Islande et 3,55 pour l'Afghanistan). A titre d'exemple, le score du Cameroun, qui a connu une guerre civile en zone anglophone, est de 2,71.

- Le risque de nationalisation/expropriation : si vos bénéficiaires peuvent être expropriés (avec des taxes arbitraires et spécifiques qui vous sont imposées), ou si votre entreprise peut être nationalisée (vous recevez une compensation bien en dessous de la juste valeur), vous êtes moins susceptible d'investir et plus susceptible de percevoir le risque dans l'investissement. Certains secteurs sont plus exposés à un risque de nationalisation, avec les sociétés de ressources naturelles en tête (exploitation minière par exemple). Un groupe d'organisations non gouvernementales (www.internationalpropertyrightsindex.org) a créé un indice de droit de propriété international mesurant la protection accordée aux droits de propriété dans différents pays.
- Le risque lié au régime politique en place dans le pays concerné : la démocratie crée plus de risque de continuité (les politiques changent avec les changements de gouvernement), tandis que la dictature crée un risque de discontinuité. Des politiques plus stables dans des régimes autoritaires peuvent avoir d'autres coûts (corruption politique et institutions inefficaces compensant les avantages de la stabilité politique). Par exemple, en Chine, les mesures du gouvernement depuis fin 2020 pour réprimer les entreprises technologiques ont entraîné d'importantes baisses de leurs capitalisations boursières (Alibaba, Tencent, etc...) et dont la politique zéro Covid a poussé certaines sociétés à se retirer de Chine ou reconsidérer leurs investissements. Aussi, en Russie, l'invasion de l'Ukraine a pris au dépourvu de nombreux investisseurs avec une chute de la capitalisation boursière de nombreuses sociétés russes cotées.

Un autre risque pays important à considérer est celui lié à la structure de l'économie du pays et notamment la dépendance de certains pays à une marchandise/produit/service spécifique pour leur réussite économique (pétrole, minerai, etc...). Cela crée un risque supplémentaire pour les investisseurs et les entreprises, car une baisse du prix de la matière première ou de la demande produit/service peut créer de graves difficultés économiques qui se propagent bien au-delà des entreprises à évaluer. Des cartes de la Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement montrent le niveau de dépendance de nombreux pays du monde aux matières premières (Source : *United Nations Conference on Trade and Development*).

⇒ La mesure du risque pays

Plusieurs organisations internationales tentent aujourd'hui de mesurer le risque pays :

- Political Risk Services (PRS) fournit des mesures numériques du risque pays pour plus de 100 pays. Cet organisme utilise des variables pour mesurer le risque pays sur 3 dimensions : politique, financière et économique. Il fournit des scores de risque sur chaque dimension séparément, ainsi qu'un score composite pour le pays. Les scores vont de 0 à 100, les scores élevés (80-100) indiquant un faible risque et des scores faibles indiquant un risque élevé. Dans la mise à jour de juin 2022, les 10 pays qui apparaissent comme les plus sûrs et les plus risqués sont listés ci-contre :

Plus risqué		Moins risqué	
Pays	PRS Score	Pays	PRS Score
Liban	42,3	Norvège	87,3
Syrie	45,3	Suisse	87,3
Soudan	47,0	Singapour	86,0
Yemen	48,3	Luxembourg	85,8
Venezuela	50,3	Taiwan	84,8
Corée du Nord	51,3	Danemark	84,3
Pakistan	51,5	Arabie Saoudite	84,3
Somalie	52,0	Irlande	82,3
Sri Lanka	52,0	Suède	82,0
Turquie	53,0	Canada	81,8

Source : PRS Scores (juin 2022)

- The Economist (Economist Intelligence Unit) a développé sa propre variante sur les scores de risque pays qui sont développés en interne, en fonction du risque de dette souveraine, du risque de change, et du risque bancaire, du risque politique et du risque de la structure économique.

Bien que ces notations permettent de se faire une idée sur le risque associé au pays de la société à évaluer, la mesure la plus observable du risque pays, du moins sur les marchés financiers, est le risque de défaut quand on prête au gouvernement de ce pays (risque de défaut souverain).

⇒ **Credit rating et prime de risque pays**

La prime de risque pays est souvent estimée au travers de spread de défaut en lien avec la notation de credit (*credit rating*) du pays considéré.

Il existe des organismes spécialisés dans l'analyse du risque de défaut qui délivre une note (le *rating*) reflétant la qualité de la signature de l'emprunteur. Trois agences de notation dominent le marché (Moody's, Standard & Poor's et Fitch).

Ces agences notent aussi bien les entreprises que les banques, les Etats ou les collectivités locales. Elles peuvent attribuer une note pour un emprunt particulier ou une note absolue pour un émetteur (note attribuée à une dette de premier rang).

Les notations de référence sont assorties d'une perspective qui peut être stable, positive ou négative et qui indique la tendance probable de ces notes dans les 2 ou 3 années à venir.

- *investment Grade* ou *High Grade* correspondent à des notes situées entre AAA et BBB ;
- *non Investment Grade* ou *Speculative Grade* ou *High Yield*) correspondent à des notes situées entre BB+ et D.

A noter qu'au sein de l'échantillon international suivi par Standard & Poor's et au bout de 15 ans, 0,92% des émetteurs notés AAA n'ont pas honoré une échéance sur un emprunt tandis que 27,4% des émetteurs notés B ont fait défaut et 52,2% de ceux notés CCC, CC et C.

Le tableau ci-dessous reprend les notations des principales agences, les pays concernés par ces différentes notations et le spread associé estimé par Damodaran.

Moody's	Standard & Poor's et Fitch	Signification	Exemple de pays à date (sur base notation Moody's)	Spread Damodaran (en bps)
Aaa	AAA	Meilleure qualité, risque le plus faible. Capacité à faire face à ses obligations extrêmement forte sur le long terme	Allemagne, Australie, Canada, Danemark, Etats-Unis, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Singapour, Suède, Suisse	0
Aa1	AA+	Haute qualité. Très forte capacité à faire face à ses obligations	Autriche, Finlande	49
Aa2	AA		France, Corée du Sud, UAE	60
Aa3	AA-		Belgique, Rép. Tchèque, Qatar, Taiwan, UK	73
A1	A+	Catégorie supérieure des obligations de qualité moyenne. Capacité forte de l'emprunteur à faire face à ses obligations	Arabie Saoudite, Chine, Estonie, Irlande, Israël, Japon	86
A2	A		Chili, Islande, Lituanie, Malte, Pologne, Slovaquie	104
A3	A-		Botswana, Lettonie, Malaisie, Slovaquie	147
Baa1	BBB+	Qualité moyenne. Capacité satisfaisante de l'emprunteur à faire face à ses obligations	Bulgarie, Espagne, Pérou, Thaïlande	196
Baa2	BBB		Colombie, Croatie, Hongrie, Mexique, Portugal, Uruguay	233
Baa3	BBB-		Inde, Italie, Maurice, Roumanie	269
Ba1	BB+	De nature spéculative. Capacité incertaine à terme de l'emprunteur à faire face à ses obligations	Azerbaïdjan, Chypre, Guatemala, Maroc, Paraguay	306
Ba2	BB		Brazil, Géorgie, Serbie, Afrique du Sud	368
Ba3	BB-		Arménie, Côte d'Ivoire, Rép. Dominicaine, Grèce, Sénégal	440
B1	B+	Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations	Bahamas, Bénin, Honduras, Jordanie, Monténégro, Namibie	551
B2	B		Bolivie, Cambodge, Cameroun, Costa Rica, Egypte, Jamaïque	673
B3	B-		Angola, Cap Vert, Rep. Dem. du Congo, Niger, Nigeria, Turquie	795
Caa1	CCC+	Qualité médiocre. Danger quant au paiement des intérêts au remboursement du capital	Burkina Faso, Gabon, Iraq, Pakistan, Tunisie	917
Caa2	CCC		Belize, Congo, Ethiopie, Mali, Mozambique	1 102
Caa3	CCC-		Equateur, Laos, Salvador, Ukraine	1 224
Ca	CC	Hautement spéculatif. Proche de la défaillance	Argentine, Bélarus, Cuba, Ghana, Sri Lanka	1 468
C	C	Un process de défaut a été entamé	Liban, Venezuela	1 750

⇒ Différentes approches pour estimer le taux d'actualisation d'un pays émergent

Deux approches du calcul du taux d'actualisation peuvent être en théorie mises en œuvre pour estimer le taux d'actualisation d'un pays émergent :

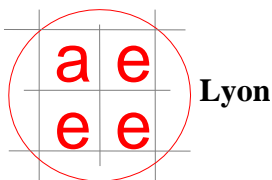
- une approche directe (cette approche est en pratique difficile à mettre en œuvre pour les pays émergents) ;
- une approche indirecte.

L'approche **directe** consiste à calculer le taux d'actualisation du pays émergent en partant de son taux sans risque (le taux d'actualisation sera donc dans la devise du pays émergent) et la prime de risque du marché actions du pays, sans considérer de prime de risque pays.

Par exemple, pour un pays situé en Amérique du Sud, la seule façon d'appliquer cette approche sera d'obtenir des obligations émises en monnaie locale.

A défaut de marchés suffisamment liquides, il conviendra d'estimer la prime de risque du marché actions du pays concerné.

L'approche pouvant être donc retenue est simplement de demander aux investisseurs qui investissent en Amérique du Sud, le niveau de la prime de risque qu'ils exigent.



L'approche **indirecte** consiste quant à elle à calculer le taux d'actualisation du pays émergent en partant du taux sans risque d'un pays de référence développé (le taux d'actualisation sera donc dans la devise de référence), en considérant une prime de risque pays et un éventuel différentiel d'inflation (en cas de devise différente entre le pays de référence et le pays auxquelles les flux de trésorerie futurs sont rattachés).

Les primes de risque pays sont ainsi les écarts de rendement entre (i) les obligations long-terme émises par un pays émergent et libellé en devise forte (EUR ou USD) et (ii) les obligations long terme émises par un pays de référence développé (l'Allemagne ou les USA). Par exemple, la prime de risque pays (ou *Country Risk Premium*) :

- de la Grèce peut être calculée comme la différence de rendement entre les obligations long-terme émises par la Grèce en Euro et celles émises par l'Allemagne ;
- du Mexique peut être calculée comme la différence de rendement entre les obligations long-terme émises par le Mexique en USD et celles émises par les Etats-Unis.

Lorsque la France est retenue comme pays de référence, les primes de risque pays sur la base du taux sans risque de l'Allemagne nécessitent d'être corrigées en appliquant la formule suivante : $CRP_{base\ rf^8\ France} = CRP_{base\ rf\ Allemagne} + \text{taux sans risque France} - \text{taux sans risque France}$

Il est recommandé de calculer systématiquement le taux d'actualisation des pays émergents sur la base d'une approche indirecte pour les raisons suivantes :

- difficulté de la mise en œuvre d'une approche directe dans la plupart des pays émergents (nombre restreint de sociétés cotées composant les indices locaux, illiquidité des capitaux, volatilité accrue des rendements, absence de prévisions d'analyste permettant le calcul d'une prime de risque du marché actions prospective, peu d'émissions obligataires pour l'appréciation du taux sans risque);
- la diversification internationale des portefeuilles menant à davantage de corrélation entre les marchés boursiers.

⇒ **Mise en œuvre de l'approche indirecte**

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche indirecte, les paramètres suivants peuvent être utilisés :

- Taux sans risque (Risk-Free Rate) :
 - un taux sans risque en EUR, basé sur les émissions obligataires de l'Allemagne ou de la France ;
 - pour les pays de la zone Amérique ou d'autres zones pays avec des liens économiques et financiers importants avec les Etats-Unis, les USA peuvent également être retenus comme pays de référence.
- Prime de risque du marché actions (Equity Risk Premium) :
 - Prime de risques marché actions Allemagne / France ou une prime de risque du marché actions Etats-Unis selon le taux sans risque utilisé.

⁸ Taux sans risque

- **Beta** : pour rappel, il mesure la corrélation entre la rentabilité de l'action de la société cotée comparable retenue dans l'échantillon et celle du marché actions (indice de référence de chaque société). **Ce paramètre est théoriquement identique dans un secteur donné quel que soit le pays où il s'applique.**
- **Prime de risque pays** : elle peut être calculé sur la base d'un spread souverain représenté par l'écart entre la rémunération des obligations en EUR ou USD émises sur le marché international par cet Etat et celle offerte par les obligations allemandes ou américaines pour une maturité équivalente.

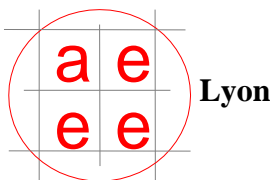
Si un pays n'émet pas d'obligations d'État en EUR ou USD, la prime de risque pays peut être estimée au moyen d'un modèle statistique (transformation de notes alphabétiques en une échelle numérique permettant la détermination, à l'aide du nuage de points obtenu, d'une courbe de régression exponentielle).

- **Coût de la dette** : il peut être estimé de la façon suivante :
 - Observation de la note de crédit moyenne attribuée par les agences de notation aux sociétés cotées comparables.
 - Cette information permet d'extraire automatiquement le rendement annuel moyen d'obligations à 10 ans émises par des sociétés disposant du même rating. Ce rendement est ensuite utilisé comme proxy du coût de la dette avant impôt (avant prise en compte d'éventuelle prime de risque pays).
 - Le coût de la dette pour les sociétés diffère si l'on souhaite un coût de la dette en EUR ou en USD, le rendement des obligations émises par les sociétés étant différent selon la monnaie dans laquelle la dette est libellée (respectivement 3,91% et 6,52% au 31/12/2022 pour des obligations *corporate* (10 ans) émises par des sociétés notées BB en EUR et USD).
 - Il convient de retenir un coût de la dette avec la monnaie utilisée pour le taux sans risque (EUR si approche indirecte via un taux sans risque allemand et USD si approche indirecte via un taux sans risque américain).
 - Le spread de dette est estimé par différence entre le coût de la dette extériorisée et le taux sans risque retenu (*10-year government bonds* Allemagne ou Etats-Unis).
 - La prime de risque pays calculé est également ajoutée au coût de la dette avant impôt en EUR ou USD.

Enfin, l'inflation est un des éléments importants à prendre en compte quand on calcule le CMPC d'un pays émergent.

Dans le cas de la mise en œuvre d'une approche indirecte, l'inflation peut être appréhendée à travers un différentiel d'inflation entre le CMPC calculé en EUR ou en USD selon la formule suivante :

*CMPC du pays émergent en monnaie locale = (1+ CMPC en EUR ou USD) * ((1 + Inflation monnaie locale) / (1 + Inflation de la zone/pays du taux sans risque)) - 1*



A titre d'exemple, le CMPC d'une entité au Brésil en Réal Brésilien peut être calculé comme suit :

$$(1 + 10,4\%) * ((1+3,0\%) / (1+2,1\%)) - 1 = 11,4\%$$

Où

- CMPC de l'entité au Brésil en USD (approche indirecte Etats-Unis) = 10,4% ;
- Inflation long terme au Brésil = 3,0% ;
- Inflation long terme aux USA = 2,1%.

A noter que si le CMPC est calculé sur la base d'une approche directe et donc directement en monnaie locale (taux sans risque reposant sur des obligations en monnaie locale et prime de risque du marché actions local), il n'est pas nécessaire d'intégrer un différentiel d'inflation complémentaire, celui-ci étant déjà appréhendé à travers un taux sans risque souvent corrélé à l'inflation et une prime de risque du marché actions qui sera généralement plus élevé dans les pays à forte inflation.

Il convient par ailleurs d'examiner si les plans d'affaires sont établis par le client en monnaie locale et convertis à des taux fixe à date ou à l'aide de taux forward. S'ils sont convertis à des taux fixes à date, il conviendra de retenir des CMPC en monnaie locale. S'ils sont convertis à l'aide de taux forward, il conviendra de retenir un CMPC en EUR ou USD.

Il est préconisé de retenir des taux d'inflation long-terme en lien avec l'horizon du flux normatif servant au calcul de la valeur terminale, qui capte usuellement la majeure partie de la valeur d'une société. Toutefois, dans le cas où les prévisions d'inflation à long terme sont très différentes des prévisions d'inflation sur l'horizon explicite, il est également possible de retenir un CMPC évolutif (les flux de chaque année reposent sur un CMPC différent pour leur actualisation) tenant compte d'un différentiel d'inflation évolutif entre la monnaie forte (EUR ou USD) et la monnaie locale.

A date, les prévisions long-terme d'inflation sont réalisés à l'horizon 2027 et sont mises à jour régulièrement par le FMI (Fonds Monétaire International) et ou l'EIU (Economist Intelligence Unit).

⇒ Exemple de la prime de risque pays de la Russie et de l'Ukraine

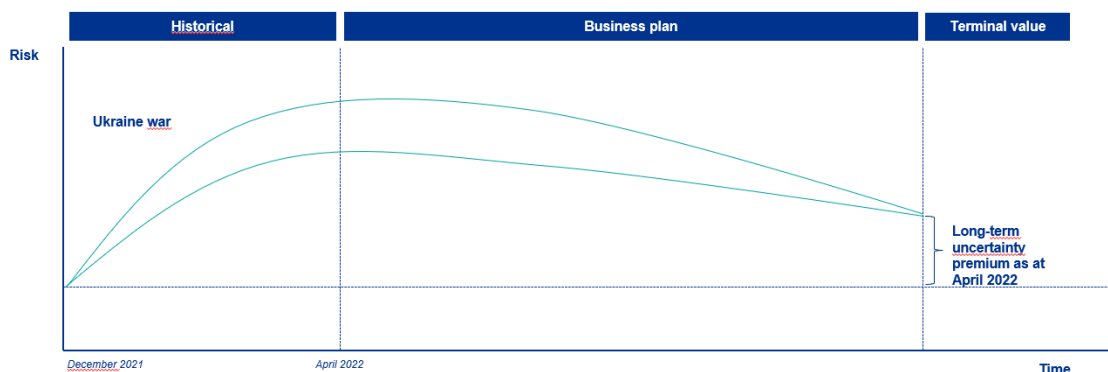
Dans un monde qui évolue en permanence et qui comporte des risques géopolitiques majeurs, nous nous sommes intéressés au risque pays de la Russie et de l'Ukraine.

Nous avons ainsi analysé dans un premier temps le *credit rating* de la Russie et l'Ukraine données par les 3 principales agences de notation au cours des 5 dernières années.

Nous notons que le *credit rating* de la Russie s'est fortement dégradé au début du conflit en Ukraine (fin février 2022), avant que les 3 agences de notation ne cessent de communiquer de *credit rating* pour ce pays à compter d'avril 2022.

Concernant l'Ukraine, elle a vu sa notation dégradée suite au conflit russo-ukrainien. Elle est désormais notée CCC+ par S&P, Caa3 par Moody's (CCC- en équivalent S&P) et un cran en dessous par Fitch (CC).

Le risque relatif à la Russie et l'Ukraine devrait diminuer progressivement à moyen terme mais conserver une incertitude à long terme. Cette incertitude se traduit selon le schéma ci-dessous suivant :



- **Russie :**

Quand bien même il existe un nombre de sociétés cotées assez important en Russie (plus de 40 sociétés composant l'indice MOEX à date) permettant des observations, il nous apparaît plus pertinent de retenir une approche indirecte sur ce pays notamment au regard de la prédominance du secteur de l'énergie (gaz et pétrole) en Russie.

La méthodologie suivante peut être retenue pour le calcul du CMPC court terme :

- Partir du rendement (*Yield-to-Maturity* ou YTM) spot des obligations russes en RUB (rouble russe). Il s'élevait à la date de notre analyse à 9,47% ;
- Déduire le différentiel d'inflation RUB vs zone EUR : 4,0% vs 1,9% (prévisions d'inflation du FMI à l'horizon 2027).
- On obtient alors le YTM spot des obligations russes en EUR : 7,21% ;
- On déduit le YTM spot des obligations allemandes en EUR : 1,8% ;
- On obtient la prime de risque pays (Country Risk Premium ou CRP) spot : 5,4%. Cette CRP peut être retenu sur la première année du Business Plan. Dans les années suivantes du Plan d'Affaires, le taux d'actualisation pourra converger linéairement pour atteindre un CMPC calculé à long terme en année terminale.

A long terme, on peut aussi considérer une prime de risque pays (CRP) décroissante sur l'horizon du Business Plan en retenant par exemple la CRP avant-guerre (au 31/12/2021 par exemple) majorée de 200 points de base dans la valeur terminale.

Russia long term	
Prime/spread sur CRP	2,00%
CRP Russie 31/12/2021	1,70%
CRP Russie LT	3,70%

Average 6 months

Il convient de noter qu'il y a également des obligations libellées en euros mais qui sont jugées moins pertinentes en termes de liquidité entre autres (le YTM est plus élevé que celui en roubles russes).

A noter également qu'il peut y avoir un débat entre le risque pour un investisseur russe par rapport à un investisseur international occidental. Ce débat est difficile à trancher mais peut être adressé via le décalage d'actualisation des flux de trésorerie.

- **Ukraine :**

La profondeur du marché boursier en Ukraine n'est à notre sens pas suffisante pour retenir une approche directe. En effet, nous avons recensé seulement 23 sociétés cotées en Ukraine et 6 sociétés composant l'indice de marché Ukrainien PFTS avec des niveaux de flottant (de 2% à 22%) et de liquidité limités.

Comme pour la Russie, il est préconisé de retenir une approche indirecte pour ce pays.

La méthodologie suivante peut être retenue pour le calcul du CMPC à court terme :

- partir du rendement (YTM) spot des obligations ukrainiennes en EUR. Il s'élevait à la date de notre analyse à 31,0% ;
- on déduit le YTM spot des obligations allemandes en EUR : 1,8% ;
- on obtient la prime de risqué pays (Country Risk Premium ou CRP) spot : 29,2%. Cette CRP peut être retenu sur la première année du Business Plan (2023). Dans les années suivantes du Plan d'Affaires, le taux d'actualisation pourra converger linéairement pour atteindre un CMPC calculé à long terme en année terminale.

A long terme, on peut aussi considérer une prime de risque pays (CRP) décroissante sur l'horizon du Business Plan en retenant par exemple la CRP avant-guerre (au 31/12/2021 par exemple) majorée de 200 points de base dans la valeur terminale.

Ukraine long term	
Prime/spread sur CRP	2,00%
CRP Ukraine 31/12/2021	6,10% Average 6 months
CRP Ukraine LT	8,10%

A noter qu'il y a des obligations qui sont émises en UAH (Hryvnia) mais la maturité la plus longue est de seulement 5 ans.

L'Ukraine est notée CCC+ par S&P, Caa3 (donc CCC-) par Moody's et D par Coface. Une notation CCC correspond en moyenne à une CRP d'environ 15%.

Sur la base d'une notation Caa3 / CCC-, Damodaran fait quant à lui état d'une prime de risque pays de 17,26% (12,24% de spread de risque de défaut).

Il peut y avoir un débat sur l'inflation car elle est particulièrement élevée dans le pays et décroît progressivement dans les estimations de EIU : de 13,5% en 2023 à 6,1% en 2027. A noter que le FMI ne réalise pas d'estimation de l'inflation en Ukraine.

La prise en compte de la « workforce » dans les évaluations.

Christophe Velut
Président A3E - Associé Advolis Orfis

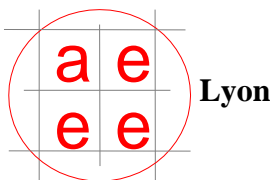
⇒ **La « workforce » et les enjeux de génération, une problématique pas si immatérielle que cela**

Nous ne comptons plus les articles sur les générations X, Y, Z, les milleniums.

- Génération des baby boomers, nés avant le début des années 1960, à la retraite pour la plupart,
- Génération X : entre 1965 et 1980, génération fidèle, attachée aux questions liées à la rémunération et à la valeur au travail, qui a besoin d'être rassurée et reconnue. Cette génération représente encore une partie importante de la population active,
- Génération Y (ou milléniale), née à partir des années 1980, marquée par une certaine instabilité liée au monde informatisé dans lequel elle a grandi ou encore l'ère du téléphone, un rapport différent à l'image, l'immédiateté des relations,
- Génération Z : née à la fin des années 1980, élevée à l'ère d'internet et des nouvelles technologies, des réseaux sociaux et des outils collaboratifs. Cette génération est marquée par les crises sanitaires et économiques, évolue entre quête de sens et de reconnaissance au travail, besoin de sécurité, de visibilité et de flexibilité. Cette génération devrait représenter près de 30% de la population active d'ici 2030.
- Génération milleniums, née au début des années 2000, sont à la recherche de flexibilité et d'engagement sociétal. Cette génération zapping place la mobilité au sein de leur épanouissement professionnel. Cette génération devrait représenter près de 75% de la population active d'ici 2030.

La crise sanitaire a très clairement accéléré les changements et les aspirations nouvelles des jeunes générations de salariés, ..., et même des moins jeunes.

Les entreprises multiplient les formations afin de mieux comprendre les attentes des « nouvelles générations ». Il ne faut pas se tromper, ces réflexions sont devenues des enjeux stratégiques majeurs.



⇒ ***le diagnostic de la workforce, un enjeu majeur à appréhender dans le cadre des évaluations***

Alors que les journaux économiques évoquent de manière régulière les risques de récession / inflation / resserrement monétaire, le principal enjeu des entreprises à ce jour est souvent principalement d'attirer et retenir les talents, plus qu'un enjeu commercial.

Ces difficultés de recrutement sont généralisées dans tous les secteurs, dans l'industrie, les services où la distribution.

Certaines entreprises, quelle que soit leur taille, sont amenées, soit à augmenter la pression du travail sur les salariés, au risque de générer un burn-out, et/ou de refuser des missions.

Dès lors que la politique sociale devient un des principaux « key-drivers » de l'entreprise, notamment mais pas que, dans les services, il est important que l'évaluateur accorde toute l'importance à la dimension sociale dans son diagnostic.

⇒ ***Quels éléments prendre en compte pour analyser la « workforce » :***

Le terme social a souvent une connotation péjorative en France, le terme effectif sonne très creux.

Le capital travail (« workforce » en anglais) est beaucoup plus représentatif de la réalité.

La workforce est en effet un facteur clé de succès et de différenciation concurrentielle.

Quels éléments analyser dans ce contexte ?

L'analyse doit porter sur des critères variés tels que l'évolution du taux de rotation, ancienneté moyenne, augmentations de salaires, et plus généralement package salariale, les outils de fidélisation, les coûts du recrutement, ou encore gestion du temps de travail, % des missions refusées, temps disponible au travail « effectif » (ex : augmentation du poids des formations, de l'absentéisme, ...), ou encore la pyramide des âges, poids et la gestion de la sous-traitance, ou le taux d'absentéisme.

Cette analyse doit déborder les cadres d'un audit social pur, et inscrire cette réflexion dans le cadre de la démarche d'évaluation.

Ce n'est pas le critère en soi qui est important, c'est l'impact de l'analyse sur la capacité de développement de l'entreprise, sur l'évolution de la rentabilité, et de son positionnement concurrentiel. L'analyse doit ainsi amener les évaluateurs à se poser la question en termes de risques, de création de valeur, de transfert du savoir-faire, de fidélisation des hommes clés,

Même si les enjeux sont plus ou moins importants selon les secteurs, force est de constater qu'ils touchent tous les secteurs, du conseil à la restauration, à la chaudronnerie, ...

⇒ **Peut-on valoriser la « workforce » dans les comptes ? :**

Même si la valeur immatérielle de la workforce est indéniable, peu d'entreprises cherchent à donner de la valeur à la « workforce ». Ainsi :

- *les normes comptables, qu'elles soient françaises ou internationales, ne permettent pas de constater dans les comptes sociaux ou consolidés la « workforce », ni dans les comptes sociaux, ni dans les comptes consolidés, car les règles de définition d'un actif ne sont généralement pas respectées. Ceci pour plusieurs raisons, et notamment car les sociétés n'ont pas le contrôle sur un salarié,*
- *la « workforce est évaluée dans le cas des affectations de prix d'acquisition, en tenant compte de différents facteurs tels que le coût du recrutement, le temps moyen passé pour former les personnes recrutées, ou encore le temps moyen passé pour qu'elles deviennent opérationnelles à 100%. Mais cette évaluation est une évaluation purement « technique », dont le principal objectif est de rationaliser l'écart d'acquisition entre le prix payé et les capitaux propres réévalués de la société acquise étant donné que l'actif ne peut être reconnu en tant que tel en comptabilité. Force est de constater que les directions des entreprises sont peu attentives à ces évaluations, dont le processus de détermination est considéré comme très « théorique ».*
- *les sociétés ne suivent généralement pas la valeur de la « workforce en tant qu'actif spécifique, comme ce pourrait être le cas des autres actifs immatériels tels que les marques ou les brevets.*

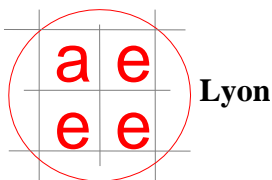
Pour autant, dès lors que la gestion de la « workforce » est devenue un des enjeux majeurs, et dès lors que les coûts internes et externes de la gestion RH ont explosé depuis plusieurs années (comme avaient pu le faire les coûts informatiques il y a quelques années), **il devient de plus en plus important d'introduire dans la réflexion des critères de création de valeur / de TRI. Beaucoup d'entreprises ont en effet le sentiment très frustrant de passer de plus en plus de temps à la gestion sociale (c'est indispensable), avec un retour inférieur aux attentes.**

Les enjeux économiques sont majeurs : si les coûts salariaux doivent augmenter de plus de 3 ou 4%, si les coûts de la fonction RH augmentent de 20 à 30%, si les gains de productivité baissent du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (TO, télétravail, difficulté de recruter des collaborateurs expérimentés, ...) quelles sont les capacités de l'entreprise à répercuter ces coûts sur les clients, et à rester compétitives ?

⇒ **Comment structurer une réflexion sur la valorisation de la « workforce » ?**

Il existe à ce jour des questionnaires permettant d'aider au diagnostic social, mais la plupart de ces questionnaires sont soit non adaptés aux évolutions constatées, soit ont une dimension trop sociale. Un diagnostic n'est pas un audit social.

Au-delà de ces questionnaires d'aides au diagnostic, nous n'avons pas connaissance de modèles « robustes » permettant de traduire en termes de valorisation le résultat du questionnaire, même s'il existe des modèles de diagnostic des actifs immatériels en général, qui permettent de proposer, au regard des réponses à des questions, des impacts sur les paramètres d'évaluation.



Beaucoup de ces modèles sont de type « boîte noire », avec un manque de transparence sur la manière dont les données saisies sont traitées pour générer un résultat.

Il serait utile que des bases de données soient créées sur ce sujet spécifique, pour permettre un benchmarking entre les entreprises, et générer une notation sur cette seule dimension. Certaines études existent déjà, dans des secteurs comme l'informatique.

Une tentative de réflexion est en cours dans le cadre de la RSE, mais la notation est très globale, prend en compte en ensemble de facteurs (liés à la gouvernance, à l'environnement, ...). La démarche de notation reste à ce jour peu transparente, peu homogène, et basée essentiellement sur des éléments déclaratifs.

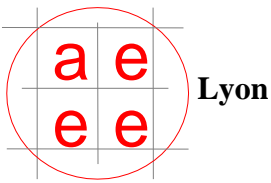
Dans ce contexte, l'évaluateur doit s'appuyer sur son expérience et son sens pratique, en pratique son jugement, pour :

- *d'une part réaliser un diagnostic plus structuré et approfondi qu'il ne pouvait le faire précédemment,*
- *identifier l'existence d'un risque spécifique lié à la « workforce » à prendre en compte dans les paramètres actuariels,*
- *mais surtout traduire la synthèse de son diagnostic dans les agrégats utilisés pour les évaluations.*

Rappelons que la pratique des évaluateurs a toujours été de privilégier l'analyse du risque dans les prévisions, versus les paramètres actuariels.

Ainsi, et pour prendre l'exemple de la méthode des flux de trésorerie généralement utilisée comme méthode principale par les évaluateurs et souvent utilisée de manière moins officielle par les autres acteurs amenés à faire des évaluations, l'évaluateur doit apprécier l'impact sur l'évolution de l'activité et de la rentabilité. Les questions qui peuvent se poser sont à titre d'exemple :

- *S'assurer que les prévisions tiennent compte des contraintes actuelles de recrutement et de rétention des talents. Cette analyse pourra amener dans certains cas à revoir à la baisse les taux de croissance, au moins en volume, en fonction des contraintes identifiées,*
- *S'assurer que le « package salarial » est en phase avec les attentes du marché et les offres des concurrents,*
- *S'assurer que les prévisions sont effectuées sur la base de taux d'occupation « réalistes »,*
- *Tenir compte des effets sur la productivité des nouvelles organisations du temps de travail. Certaines entreprises considèrent en effet que le télétravail a un impact négatif estimé entre 10% et 20%,*
- *Tenir compte des nouveaux enjeux de formation (pour favoriser notamment la promotion interne, à défaut de recruter des collaborateurs confirmés). Les délais et le temps de formation peuvent en effet être plus importants.*



⇒ **Quelles perspectives dans le cadre de l'évaluation ?**

Les perspectives sont nombreuses. Exemples :

- *Création d'une base de données d'indicateurs clés, sur laquelle les évaluateurs pourraient s'appuyer,*
- *Structurer un questionnaire de diagnostic de la « workforce », et surtout de sensibilité des impacts sur la valeur,*
- *Structuration de la démarche d'évaluation de la « workforce » dans une optique de création de valeur suivie dans le temps,*
- *...*

En tout état de cause, le capital humain est désormais un des points d'entrée clé du diagnostic de l'entreprise, notamment pour apprécier la durabilité (sustainability) du modèle économique de l'entreprise évalué. C'est le sens donné aux travaux engagés par l'IVSC sur la question de la prise en compte des questions ESG dans l'approche de la valeur, travaux que nous aurons à suivre avec grand intérêt.