

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°41 – 3ème trimestre 2023

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Panorama de la jurisprudence fiscale en matière d'évaluation de droits sociaux
Page 11
- Panorama des principaux événements des derniers jours de septembre / début octobre qui impactent l'économie mondiale, et tendance ?
Page 16
- Diagnostic stratégique et analyse extra-financière. Quel impact pour l'évaluateur ?
Page 18
- Question technique, focus sur le TAB
Page 27

Edito du Président :

Après les records constatés sur le 1^{er} semestre 2023, la rentrée après la période estivale s'est avérée très maussade, et le mois de septembre se confirme être un mauvais millésime en Bourse. Ainsi, les indices boursiers ont baissé sur le 3^{ème} trimestre 2023, avec une certaine logique, mais moins que ce que certains ne pensaient, grâce notamment à la robustesse pour l'instant des résultats de nombreuses entreprises. Les craintes principales des marchés restent les impacts sur l'économie liés au maintien d'une politique de taux élevés des banques centrales, et le risque induit par une stagflation.

Les incertitudes économiques et financières restent toujours élevées, liées à de nombreux facteurs qui se cumulent depuis le début de l'année : essoufflement de la croissance, augmentation des taux d'intérêts, taux d'inflation qui baissent, mais moins vite que prévu, nouvelle crise géopolitique au Moyen-Orient, pressions attendues sur les prix liés à plusieurs facteurs (ex : coûts induits par la mise en place d'une politique ESG, politique de relocalisation, impacts liés aux crises géopolitiques,...), pénurie croissante de main d'œuvre et de compétences dans tous les secteurs. Nous restons toujours dans une situation très inconfortable où les bonnes nouvelles, notamment économiques, attirent les mauvaises nouvelles (notamment sur les taux et dans certains cas les valeurs), créant des nœuds au cerveau des prévisionnistes.

En matière d'évaluation de sociétés, les tendances annoncées dans les 2 précédentes lettres se sont confirmées sur le 3^{ème} 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, stabilisation des indices des prix des transactions à un niveau légèrement inférieur à 10X l'EBITDA, soit à un niveau proche de celui d'avant covid. Il est à noter que ces indices restent très supérieurs au pic précédent la crise des subprimes (9X en 2008), dans un contexte de polarisation toujours observée sur des secteurs à forts multiples, soutenant l'indice à un niveau élevé. En parallèle, les indices mettent en évidence un effet taille de plus en plus prégnant au détriment des PME.

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 RSE (lorsqu'elles existent) en termes de valorisation. La flexibilité des entreprises, la résilience de leur business model, la gestion du cash sont plus que jamais des facteurs clés de succès.

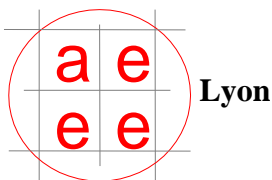
Christophe VELUT – Président A3E Lyon

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

- Journée Nationale de l'Évaluation :

La 11^{ème} journée nationale de l'évaluation (JDE) organisée par la CNCC et le CNOEC s'est tenue le 10 octobre 2023 à la Maison de la Chimie à Paris. Deux conférences plénières ont été organisées, et six ateliers.

Cette journée a été spécialement tournée vers les normes d'évaluation de l'IVSC dont les membres ont été présents aux plénières et ateliers. En effet, l'AG annuelle de l'IVSC s'est tenue pendant la JDE, et l'adhésion officielle de la CNCC et du CNOEC à l'IVSC a été annoncée lors de la séance de clôture de la JDE.

Les thèmes abordés ont été 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.

Plusieurs membres d'A3E sont intervenus lors de différents ateliers.

- Enquêtes A3E :

L'association A3E a réalisé une enquête sur les pratiques des évaluateurs en matière de prise en compte des contrats de location dans les évaluations. Une synthèse de l'enquête sera présentée début 2024.

L'association A3E a prévu de mettre en place à compter du 1^{er} semestre 2024 une enquête afin de mesurer, sur une base semestrielle, les évolutions des pratiques des évaluateurs pour tenir compte des politiques RSE des entreprises, aux différentes étapes de la démarche d'évaluation (diagnostic, choix des méthodes, choix des multiples / des paramètres actuariels -wacc, tci,...-).

- Conférences A3E :

L'association A3E a prévu d'organiser en 2024 deux conférences :

- Une en début d'année, en partenariat avec France Invest et LPFT sur les évolutions constatées des prix des transactions et des contraintes de financement depuis la crise sanitaire. La synthèse de la dernière enquête prix-valeur sera présentée à cette occasion,
- Une sur l'évaluation des fintechs (3^{ème} atelier consacré au thème « évaluation et innovation », décalé à cause de la crise de la covid).

- Mise à jour du guide de l'administration fiscale sur l'évaluation :

L'administration fiscale engage une réflexion sur une éventuelle mise à jour du guide, dont la dernière version date de 2006.

A3E, comme en 2006, va essayer d'apporter sa contribution à la réflexion. La coordination est réalisée par Thierry Saint Bonnet.

INFO NEWS (suite)

Les marchés boursiers en apesanteur :

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



Source : boursorama.com

Après un fort rebond au 2^{ème} trimestre 2023 (progression de 14 % du CAC 40), le troisième trimestre met en évidence une légère baisse de l'indice boursier, avec des variations plus fortes que le trimestre précédent. En effet, entre début juillet 2023 et fin septembre 2023, l'indice CAC 40 est passé de 7155 à 7140 points, soit une baisse de près de 15 points en trois mois, relativement modérée dans un contexte d'incertitudes.

Les incertitudes quant aux politiques monétaires menées par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, le contexte géopolitique tendu, les évolutions des politiques des banques centrales, sont autant de facteurs qui provoquent une certaine tension sur les marchés financiers. La tendance reste fragile pour la Bourse de Paris, à quelques jours de la décision de la FED sur ses taux d'intérêts et d'émissions de dettes du Trésor américain.

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 évolution des indices boursiers à la baisse, généralisée à la majorité des places boursières au 30 septembre 2023.

Places boursières	Evolution des indices boursiers du 1 ^{er} juillet au 30 septembre 2023	Rappel des évolutions des indices 2 ^{ème} trimestre 2023
S&P 500	-3,58%	+8,30%
France - CAC40	-3,53%	+1,06%
Allemagne - DAX	-4,71%	+3,32%
Espagne - Ibex 35	-1,72%	+3,90%
Angleterre - FTSE 100	+1,02%	-1,31%
Italie - FTSE MIB	+0,04%	+4,12%

Ces données correspondent à des moyennes de variations quotidiennes.

Association - Loi du 1^{er} juillet 1901 - Téléphone : 04.72.69.38.88

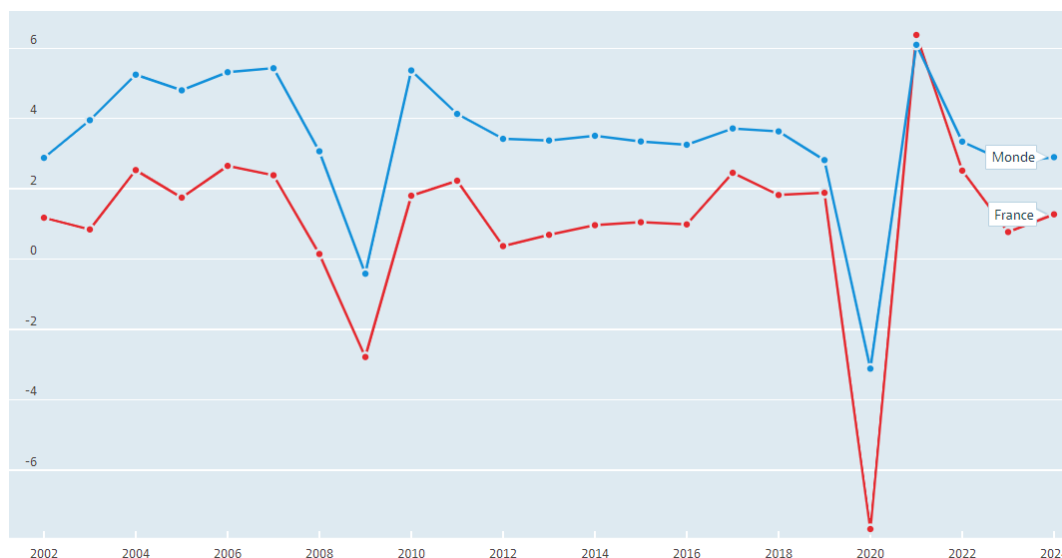
Site internet : www.a3e-lyon.fr

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 début septembre 2023 ses prévisions de croissance pour la France en 2023 (0,9% contre 0,7% initialement). Après le rebond surprise au 2^{ème} trimestre malgré une inflation encore significative, la croissance du PIB se maintient tout juste en territoire positif, grâce à la consommation des ménages. Cette modeste progression du PIB entre juillet et septembre, conforme à la prévision de l'INSEE, marque un net ralentissement par rapport à la croissance enregistrée au 2^{ème} trimestre.

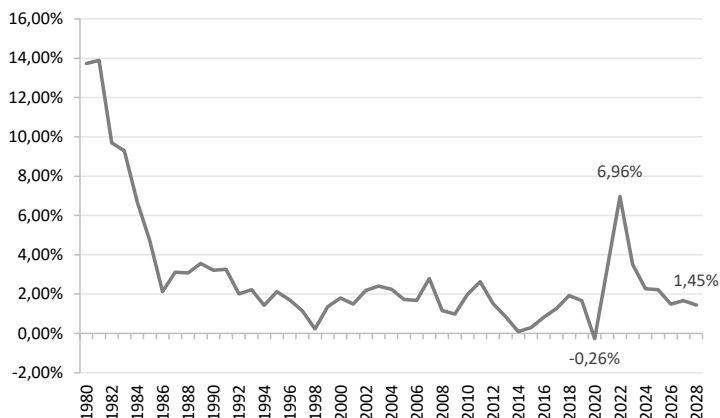
La croissance attendue révisée pour la zone euro est de 0,8 % en 2023 (1% prévus initialement), avant de rebondir à 1,4 % en 2024 et à 1,8 % en 2025. Les croissances attendues pour la France et l'Allemagne en 2023 s'élèvent respectivement à 0,9% (contre +2,6% en 2022), et 0,2% (inférieure à son niveau d'avant covid). Le décrochage de la croissance de la zone euro par rapport à la croissance américaine (près de 3% de croissance attendue en 2023, après un excellent troisième trimestre, reste préoccupante.

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 3^{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).



Après un niveau d'inflation jamais atteint depuis près de 35 ans en 2022, le taux 2023 est estimé à 5%. En 2022, l'INSEE prévoyait une inflation à 7% sur l'ensemble de l'année 2023.

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. L'inflation mondiale devrait légèrement reculer, de 8,7% en 2022 à 6,9% en 2023, puis à 5,8% en 2024, selon le FMI. Et cela en raison du resserrement de la politique monétaire facilité par une baisse des cours internationaux des produits de base.

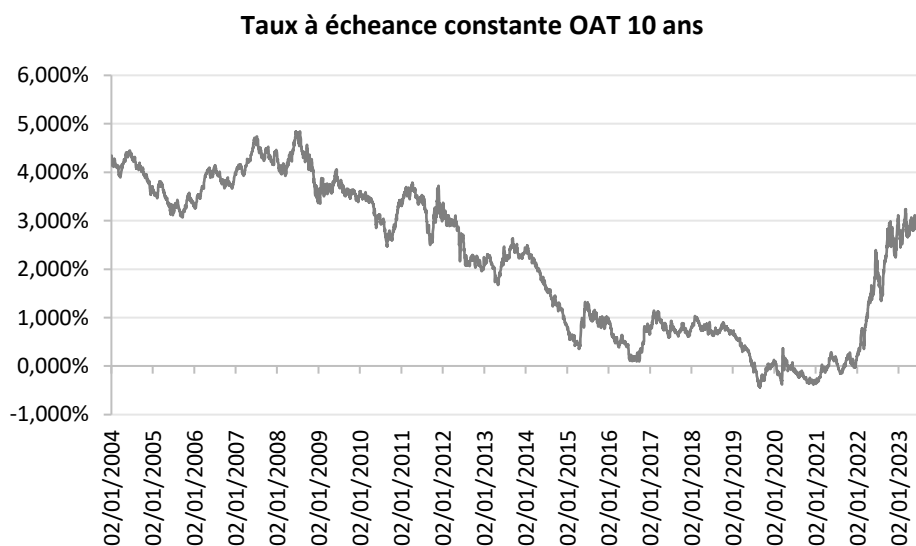
Rappelons qu'il ne faut pas confondre ralentissement de l'inflation et baisse de prix. Le ralentissement de l'inflation n'implique qu'une baisse du taux de croissance annuel des prix, mais le niveau absolu des prix continue à s'élever ayant ainsi un impact cumulatif au cours des années sur le pouvoir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

Au 3^{ème} trimestre 2023, les prix ne baissent pas contrairement à ce qui était prévu, mais leur augmentation est moins forte qu'il y a quelques mois. Le taux d'inflation a atteint 4,8% et devrait se situer 3,9% en août, il est estimé à 4,2% en novembre, et 4,2% en décembre.

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.

L'évolution de l'inflation reste soumise à différents facteurs, et notamment aux impacts de la crise géopolitique au Moyen-Orient, aux impacts des augmentations de coûts liés aux politiques liées à la RSE, ou à la relocalisation des activités. La banque mondiale craint en effet un « double choc » sur les matières, qui aurait probablement un impact très fort sur l'économie.

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 3^{ème} trimestre 2023 pour passer de 3,3% au 2^{ème} trimestre à 3,8% au 3^{ème} trimestre. Le taux des OAT 10 ans a ainsi augmenté de 30 % sur 1 an.

Pour information, le seuil des 3% n'avait pas été atteint depuis 2012 (période de la crise des dettes souveraines de la zone Euro) ; par ailleurs, 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 risque 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 a 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 a des répercussions multiples, comme indiqué dans la précédente lettre A3E :

- pression à la baisse sur les valorisations, avec un 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 (3^{ème} trimestre 2023) :

L'indice Argos n'était pas mis à jour à la date de publication de la lettre trimestrielle.

Rappelons les principales tendances constatées sur le 1^{er} semestre 2023 :

- Stabilisation de l'indice des prix des transactions à un niveau légèrement inférieur à 10x l'EBITDA,
- La moitié des transactions sont réalisées avec des multiples « extrêmes », supérieur à 15X l'EBITDA (22%), ou inférieur à 7X l'EBITDA (26%),
- La part des acquisitions réalisées avec des multiples supérieurs à x15 a diminué, pour revenir à des niveaux pré-covid. Pour autant, la médiane reste tirée vers le haut par un volume réduit de transactions à faibles multiples. On observe alors un effet taille qui pénalise fortement les petites entreprises,
- Dans un contexte de ralentissement important de l'activité M&A sur le 1^{er} semestre 2023 (baisse de 20% en valeur et 15% en volume).

Comme indiqué dans les précédentes lettres, il convient plus que jamais d'être 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)

⇒ La surperformance du private equity se confirme

D'après France Invest et EY, le rendement du private equity en France dépasse toutes les autres classes d'actifs en 2022, avec un TRI net de 14,2 % par an sur les dix dernières années. Un chiffre en léger recul par rapport à 2021 du fait de l'environnement économique, qui affecte également l'activité.

⇒ 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.

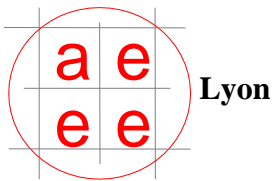
Les entreprises qui ont opté pour une IPO (introduction en Bourse) ces derniers mois ont réussi à lever 2,4 milliards d'euros, soit une baisse significative de près de 42% par rapport au premier semestre de l'année précédente. C'est le montant le plus faible enregistré sur les 14 dernières années.

Les entreprises technologiques, qui ont été un pilier de l'activité d'introduction en bourse ces dernières années, ont connu de fortes baisses de valorisation, et les turbulences sur les marchés des cryptomonnaies et dans le secteur bancaire mondial n'ont pas aidé.

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.

Il est à noter que plusieurs entreprises françaises ont (ou sont en train) quitté la cotation en bourse cette année : Gifi, Alain Afflelou, AB Group, Meilleurtaux, Smoby, Arkopharma, Clarins, Léon de Bruxelles, Vilmorin, Boiron.

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.



⇒ Succession de profit warnings :

Plusieurs sociétés françaises ont émis récemment un profit warning. Les principales concernent Alstom, Maisons du Monde, Sartorius Biotech, Orpea, Euroapi, Voltalia.

Il est à noter que certaines sociétés, dont Alstom, sont considérées comme des exemples en matière d'informations non financières (RSE).

⇒ L'agence de notation Fitch maintient la note de crédit de la France à "AA-"

L'agence de notation Fitch a maintenu vendredi 27 octobre la note de crédit de la France à AA-, estimant notamment que la France bénéficie d'une « *économie importante, riche et diversifiée, d'institutions fortes et efficaces et d'une stabilité macro financière reconnue* ». Dans un communiqué diffusé vendredi soir, Fitch a toutefois jugé que les finances publiques françaises, et en particulier le niveau élevé de la dette publique, constituaient un point faible. La note de Fitch est assortie d'une perspective « stable », ce qui signifie que Fitch n'envisage pas de la modifier pour l'heure.

Fitch est la deuxième agence à se pencher de nouveau cette année sur la France. L'agence de notation avait abaissé en avril la note de crédit de la France à "AA-", estimant alors que le contexte politique et social pourrait compliquer la réduction des dépenses publiques. Fitch, qui attribue actuellement à la France la note "AA-", l'une des meilleures possibles, un signe que le pays reste très crédible aux yeux des marchés, a toutefois jugé que la trajectoire de désendettement était « *limitée* ».

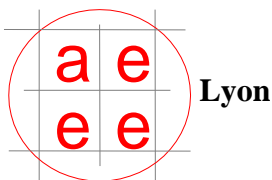
⇒ Une introduction en bourse record,..., mais coûteuse de la société Arm

L'introduction en Bourse, vendredi 15 septembre, de la société Arm aura été celle de tous les records.

Par sa valorisation d'abord : avec 54,5 milliards de dollars (chiffres d'affaires de 2,7 milliards en 2022 et EBITDA à 1 milliard de dollars).

C'est la plus grosse introduction en Bourse aux Etats-Unis depuis deux ans et elle s'inscrit dans le Top 5 des plus grosses introductions de la technologie de tous les temps. Preuve de ce succès, l'action du groupe, leader mondial sur le marché de la conception d'architectures de semi-conducteurs, a terminé en hausse de plus de 24,69 % par rapport à son prix de cotation, soit plus de 63 dollars, à la clôture des marchés, pour sa première journée de cotation. De quoi faire de cette opération le symbole du renouveau des IPO dans la tech, comme l'espéraient les investisseurs.

Le leader mondial dans la conception d'architectures de semi-conducteurs a dû payer pas moins de 84 millions de dollars en frais d'introduction en Bourse à ses différents conseils. Un montant exceptionnellement élevé. Par ailleurs, l'entrée en bourse de l'entreprise a profité de l'engouement des marchés pour l'IA, et du positionnement d'ARM sur ce terrain. Les investissements massifs opérés sur le secteur de l'intelligence artificielle stimulent en effet la demande pour ses produits.



⇒ **Un potentiel exceptionnel dans le secteur pharmaceutique**

Au cours d'une année plutôt en berne pour le secteur de la santé, l'enthousiasme suscité par le potentiel des traitements anti-obésité a suscité un véritable espoir. Le titre d'Eli Lilly, fabricant du médicament nommé « retatrutide », s'est envolé de plus de 70 % au cours de l'année écoulée, ce qui le place parmi les dix plus grosses valorisations au monde. Et en Europe, l'actions de Novo Nordisk, fabricant de l'Ozempic, a bondi de 80 %. Selon les investisseurs, le chiffre d'affaires global des médicaments contre l'obésité devrait atteindre 100 milliards de dollars d'ici 2030, sous l'impulsion du marché américain.

S'agit-il d'un nouveau modèle économique enthousiasmant ou d'une bulle excessive ? Les discussions vont bon train à ce sujet. Et même si les fondamentaux du secteur de l'IA sont clairement très différents, les actions qui y sont liées font l'objet d'un débat similaire. Dans le secteur pharmaceutique, les investisseurs en quête de croissance soulignent le potentiel exceptionnel des médicaments anti-obésité pour transformer radicalement le traitement d'une épidémie mondiale majeure, et rappellent l'importance cruciale de ne pas rater les grandes tendances.

Les investisseurs adeptes des actions décotées ont du mal à anticiper les avantages potentiels de cette tendance et à comprendre les valorisations actuellement très élevées du secteur. Ils s'inquiètent également de la longévité des brevets et de la pérennité des dépenses de santé publiques pour exploiter pleinement le potentiel de ces médicaments.

⇒ **Les levées de fonds des fintech françaises sont en baisse cette année**

Les start-up françaises de la banque et de l'assurance ont levé 736 millions d'euros entre janvier et fin septembre 2023, ont annoncé l'association professionnelle France FinTech et Bpifrance, très loin des 2,9 milliards d'euros levés sur la totalité de 2022. La baisse des financements conduit les jeunes entreprises à se serrer la ceinture et elles sont de ce fait plus nombreuses à atteindre la rentabilité : un tiers d'entre elles sont rentables, contre 28% l'an dernier.

Elles recourent aussi davantage au crédit.

Ainsi, la tendance du second semestre 2022 se confirme depuis le début d'année 2023 car les fintechs ont levé, en France, deux fois moins de fonds sur les six premiers mois de l'année qu'un an plus tôt.

Selon l'étude, 53% des fintech réalisent plus d'un million d'euros de chiffre d'affaires, contre 36% en 2022. Près d'un tiers sont implantées à l'international. Parmi les tendances de la fintech, France Fintech et Bpifrance observent une montée en puissance de segments tels que le web3 (terme qui désigne la révolution des usages d'internet), l'assurtech, ou la finance à impact, mais aussi la multiplication des plateformes d'investissements et l'essor de l'intelligence artificielle.

⇒ **Les défaillances d'entreprises en hausse de 40% dans la région Auvergne Rhône Alpes en 2023.**

⇒ **36% des TPE ont été touchées par des cyberattaques en 2023.**

Thierry SAINT-BONNET
Expert(h) près la Cour d'appel de Paris
Expert près les Cours administrative d'appel
de Paris et de Versailles
Membre d'A3E

L'an dernier, la Lettre (n° 37 – 2^{ème} trimestre 2022) a inauguré une nouvelle rubrique.

Le propos du présent article s'inscrit dans l'évolution jurisprudentielle relevée au titre de décisions rendues au cours des derniers mois.

La version développée de ces commentaires a été publiée dans la Revue de droit fiscal du 2 novembre 2023.

1. QU'EST-CE QU'UN ECART SIGNIFICATIF (SAISON 2)

L'arrêt du Conseil d'Etat du 26 octobre 2021 a été commenté l'an dernier. Il renvoyait l'affaire devant la Cour administrative de Versailles qui était invitée à revoir sa copie, à savoir qu'un écart de 14,1 % entre le prix de cession et la valeur retenue par l'Administration fiscale pouvait être considéré comme significatif.

En effet, selon la Haute Juridiction, un écart de 20 % n'était pas un « *totem* » applicable en toutes circonstances dans la mesure où l'évaluation n'est pas une science exacte.

La Cour administrative d'appel de Versailles a confirmé sa position initiale décidant que l'évaluation selon la méthode mathématique ne pouvait être regardée comme présentant un caractère significatif compte tenu de l'aléa inhérent à toute méthode d'évaluation de titres non cotés et en l'absence de circonstances particulières à l'espèce.

L'affaire a donc été, de nouveau, portée devant le Conseil d'Etat. Celui-ci a statué le 7 avril 2023 (9^è et 10^è ch., n° 466247 – Crédit Agricole) et a confirmé sa décision du 26 octobre 2021. Un écart de 14,1 % est considéré comme significatif, en fonction de circonstances de fait particulières, notamment si les actifs détenus par la société ne souffrent pas d'aléas.

Par ailleurs, plusieurs décotes évoquées par la requérante ont été écartées par les Hauts Magistrats.

Il s'agit notamment :

- d'une décote pour dépréciation de la flotte de véhicules. Il n'était pas démontré que la valeur nette comptable ne correspondait pas à leur valeur vénale,
- d'une décote destinée à tenir compte de la charge fiscale dont un repreneur devrait s'acquitter pour appréhender la trésorerie de la cible. Une telle charge n'est pas certaine et, au cas d'espèce, il était possible de s'approprier la trésorerie par la voie d'une TUP,

- d'une décote pour fiscalité latente qui confirme la jurisprudence constante en la matière si les biens sont nécessaires à l'exploitation (dans ce cas ils ne sont pas destinés à être cédés),
- d'une décote pour illiquidité des titres, car comme indiqué ci-dessus il était possible d'appréhender à faible coût la trésorerie qui constituait la quasi-totalité de l'actif de la société. A cet égard, le Conseil d'Etat aurait probablement eu une position plus souple si l'opération n'avait pas été réalisée au sein d'un groupe intégré, et si la cession des droits sociaux avait fait l'objet d'une véritable négociation avec un tiers.

En matière d'écart significatif, on signalera également les arrêts du Conseil d'Etat du 10 novembre 2022 (n° 462723, SAS Goahel et n° 462724, SAS Equinoxe 29).

Le Conseil d'Etat a refusé d'admettre des pourvois dirigés contre les arrêts de 2022 de la Cour administrative d'appel de Nantes par lesquels celle-ci a jugé que la valeur des titres qui présentait un écart de 19,5 % par rapport à leur valeur vénale, devait, dans les circonstances de l'espèce, être considérée comme présentant un caractère significatif, bien qu'inférieur au seuil de 20 %, souvent admis.

Au cas d'espèce, le contribuable avait commis une erreur grossière en diminuant les flux retenus dans les méthodes d'évaluation des dividendes versés. Or, la rentabilité destinée à apprécier la capacité future de l'entreprise à dégager des liquidités, ne saurait dépendre de la politique de distribution de dividendes aux associés.

En d'autres termes, la jurisprudence n'a jamais institué un standard, fût-il non écrit, traduisant en réalité un « *permis de minorer* » les valorisations de 20 %. L'égalité des contribuables devant l'impôt serait rompue. En somme, les actifs composés de sous-jacents solides ou liquides doivent être décotés avec prudence. En revanche, la tolérance est plus large pour les actifs « *gazeux* » en raison des incertitudes pesant sur leur évaluation.

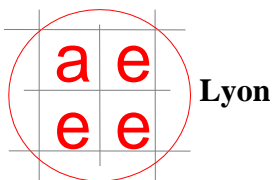
2. LA METHODE DCF EST PERTINENTE POUR EVALUER UNE MARQUE

Dans cette affaire, les positions initiales du contribuable et du fisc variaient de 1 à plus de 200 pour l'évaluation d'un portefeuille de marques. La Cour administrative de Lyon a désigné un expert.

L'expert a déterminé la valeur des actifs incorporels en retenant la méthode de capitalisation des coûts historiques et la méthode des DCF. La Cour a retenu la seule méthode des flux futurs actualisés de trésorerie.

Le Conseil d'Etat dans une décision du 27 octobre 2022 (9^e ch., n° 457695 – Sté Coverguard Sales) ne remet pas en question l'utilisation de la seule méthode d'actualisation des flux futurs pour évaluer le prix de cession d'un portefeuille de marques.

Il s'agit d'une nouvelle consécration de la méthode des DCF, après les arrêts du Conseil d'Etat du 30 septembre 2019 (Sté Hôtel Restaurant Luccotel et Sté VP Santé).



3. L'USUFRUIT EST DESORMAIS UNE CHARGE

La loi permettait au propriétaire d'un bien, mobilier ou immobilier, de la transmettre ou de la céder en procédant à son démembrement. On enseignait que le droit de propriété était alors divisé en deux droits distincts :

- l'usufruit, qui confère à son titulaire le droit d'user, de jouir du bien et d'en tirer des revenus,
- la nue-propriété, qui donne à son titulaire le droit d'un disposer.

L'arrêt de la Cour de cassation du 30 novembre 2022 (Com., n° 20-18.884 FS-B) fait s'effondrer ce raisonnement dans la mesure où il en ressort que l'usufruit n'est pas un fragment ou une parcelle de la propriété. La valeur de la nue-propriété n'est donc pas égale à la valeur de la pleine propriété diminuée de celle de l'usufruit, mais une « charge pour le propriétaire, ce qui ne manquera pas de poser des difficultés en pratique.

Il va de soi que, sur le plan juridique, l'affaire n'est pas close et que ce revirement sera commenté.

Cependant, et en l'état, cette décision entraîne d'importantes conséquences pour l'évaluation de l'usufruit.

Le barème de l'usufruit viager va tomber en déshérence au profit d'une évaluation économique. En conséquence, la valeur de l'usufruit devra être calculée sur la base de la valeur actualisée des flux de revenus futurs.

Dans ces conditions, on voit mal la Chambre commerciale ne pas entériner la méthode des DCF sur laquelle elle ne s'est pas encore explicitement prononcée à notre connaissance.

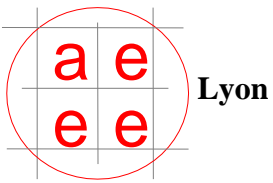
4. LE SOLEIL SE LEVE A L'EST

L'arrêt de la Cour d'appel de Nouméa du 13 février 2023 (ch. civ. n° 18/00458) n'a pas connu encore de diffusion en rapport avec son intérêt pour les évaluateurs.

La Cour a donné à l'expert de justice la mission de préciser les critères d'évaluation à retenir pour l'évaluation de la holding et de donner son avis sur la pertinence des critères retenus par les parties au litige.

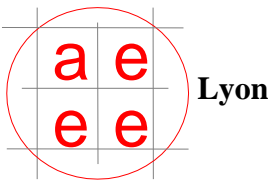
Pour contester la valorisation, la DGFiP a eu recours à la combinaison de plusieurs méthodes. La circonstance que ces méthodes soient décrites dans le Guide de l'évaluation de 2006 est insuffisante, selon la Cour, pour tenir l'évaluation obtenue par la combinaison et la pondération de ces méthodes pour exactes.

L'expert a souligné que les méthodes utilisées par l'Administration fiscale « ne sont en matière d'évaluation financière, que rarement mises en œuvre » ou encore qu'elles sont « très peu utilisées en matière d'évaluation d'entreprise ».



Dès lors qu'il appartient de déterminer la valeur la plus proche de celle du marché, il est logique de recourir aux méthodes que les acteurs privés auraient utilisées dans le cadre de leurs négociations.

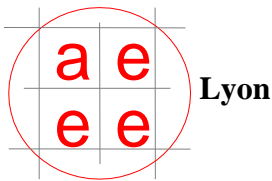
En conséquence, la Cour écarte l'évaluation retenue par le fisc et s'appuie sur les travaux de l'expert de justice pour déterminer la valeur de la société, fondés sur la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés et la méthode comparative qui s'avèrent cohérentes et convergentes.



5. CONCLUSION

Ce bref aperçu de l'évolution de la jurisprudence permet d'observer une montée en puissance des méthodes mises en œuvre par les praticiens par opposition aux méthodes traditionnelles utilisées par l'Administration fiscale.

Souhaitons que cette évolution soit confirmée par la jurisprudence et que parallèlement, le Guide fiscal de l'évaluation soit actualisé.



Panorama des principaux évènements des derniers jours de septembre / début octobre qui impactent l'économie mondiale, et tendances ?

Amaury VANOYE
Associé Advolis-Orfis

Cette note dresse un panorama des principaux événements des derniers jours qui impactent l'économie mondiale.

Les derniers événements au Moyen-Orient perturbent les équilibres géopolitiques et économiques mondiaux.

Les marchés sont très attentistes à une éventuelle contagion de ce conflit. Les prix du pétrole sont très impactés. La tendance haussière des deux derniers mois ne fait que s'amplifier. Le pétrole risque de toucher rapidement les 100 dollars par baril. C'est d'ailleurs le souhait de certains pays producteurs. Depuis deux mois les prix du pétrole ont augmenté de 25 % c'est potentiellement un choc « pétrolier » sur le pouvoir d'achat des ménages.

L'inflation mécanique en lien avec cette hausse du pétrole va donc continuer. C'est un événement très négatif car le pétrole devrait normalement baisser à cause d'une économie mondiale ralentie. C'est le phénomène de « stagflation ». En effet, on retire du pouvoir d'achat aux ménages et cela augmente l'inflation. Les autres matières premières ne suivent pas cette tendance.

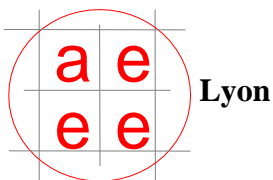
D'autre part, le « shutdown » américain qui a été évité de justesse laisse des tensions sur l'économie mondiale, du fait d'une perception de la situation aux Etats-Unis très compliquée. D'une part, il y a une rupture politique et sociale. D'autre part, le moratoire sur les prêts étudiants a été abandonné et cela pénalise l'économie américaine, car les jeunes actifs ne pourront pas consommer avec cette potentielle annulation de crédit étudiant.

Ensuite, il convient d'analyser conjointement l'inflation avec la politique des banques centrales.

Les taux d'intérêts ont intégré le retour de l'inflation que nous ne connaissions pas depuis de nombreuses années. Les spreads de taux, qui représentent l'écart de taux entre ce que paie l'entreprise et ce que paie l'Etat pour se financer, constituent un indicateur de risque perçu par les investisseurs. L'écart étant le risque de défaillance anticipé par le marché.

Ce spread de taux est un bon indicateur de psychologie des investisseurs. Le spread de taux est plus bas depuis plusieurs mois et il ne bouge pas. Les investisseurs ont une grande confiance dans les entreprises. Ils considèrent que le risque de faillite des entreprises est faible, même si le taux de défaut a tendance à augmenter.

Le marché anticipe le soutien de l'Etat ou de la banque centrale. Il y a une prise de conscience des marchés que la politique monétaire restera restrictive.



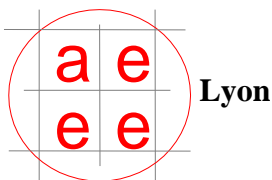
Nous sommes rentrés dans une période dite de « quantitative tightening » (mesure restrictive de politique monétaire, se matérialisant notamment par la réduction de la taille du bilan de la Banque centrale), à l'inverse de la politique suivie les années précédentes (« quantitative easing »). C'est donc terminé les taux à zéro.

Les derniers chiffres de l'inflation américaine avaient déjà apporté leur lot de déceptions. Les prix à la consommation aux Etats-Unis ont grimpé de 3,7% sur un an. De son côté, la Banque d'Angleterre a indiqué qu'un maintien d'une politique monétaire restrictive était nécessaire pour ramener l'inflation à sa cible de 2%, alors qu'elle se situait à 6,7% en août.

La croissance européenne anticipée par les analystes est de l'ordre de 0,8% en 2023. Cette croissance est très inférieure à celle des Etats-Unis (près de 3 % attendue). Cet écart va se combler sur 2024, avec une croissance mondiale estimée à 2,7% à ce jour (estimation en juin 2023 : 2,9%).

Il est très probable que les prix de l'immobilier baissent de manière assez significative, certains estiment que la baisse serait supérieure à 10%, c'est un risque significatif. Les ménages ont perdu 20 % de pouvoir d'achat, rien que sur la hausse des taux.

En conclusion, les derniers jours, semaines sont très négatifs pour l'économie mondiale qui risque de se contracter significativement. Cependant pour l'heure, l'impact sur les marchés reste limité.



Diagnostic stratégique et analyse des données extra-financières : quel impact pour l'évaluateur ?

Cédric Desachy
Associé Agili(3f) / Fondateur Valexfy
Membre A3E

Les entreprises font sans cesse face à des défis réglementaires, financiers, économiques, sociaux, technologiques et environnementaux. Elles doivent intégrer ces dimensions dans leur chaîne de création de valeur et dans leur modèle d'affaires, et ainsi s'orienter vers une stratégie intégrée, c'est-à-dire une stratégie globale en tant que membre d'un écosystème.

Afin que les entreprises puissent expliquer les stratégies qu'elles adoptent pour répondre à l'ensemble des défis et risques qui se présentent face à elles, les régulateurs mettent en place de nouvelles obligations réglementaires.

L'Union Européenne a ainsi adopté la nouvelle directive CSRD pour améliorer la qualité de l'information de durabilité. La CSRD introduit un corpus de normes en matière d'informations extra-financières et plus particulièrement de durabilité, les European Sustainability Reporting Standards ou ESRS.

L'objectif est donc que les entreprises se structurent afin qu'elles puissent fournir des informations extra-financières selon un même niveau d'exigence que les informations financières. L'objectif final est de répondre aux ambitions du Pacte vert européen et de son objectif de neutralité climatique à horizon 2050.

L'enjeu porte sur la fiabilité, la pertinence et la comparabilité de ces données entre les différents acteurs d'un même secteur économique en matière de développement durable. La CSRD vise donc avant tout à définir un langage normé et commun pour l'information de durabilité, qui permettra à terme de l'analyser et de s'en servir comme base de travail.

Le temps de cette mise en place, de la bonne compréhension et application de ces normes, les évaluateurs doivent se prémunir de ces incertitudes et les intégrer progressivement dans les différentes étapes de leur démarche d'évaluation de l'entreprise.

1) Le processus de création de valeur

La création de valeur se définit comme les ressources et les moyens dont dispose l'entreprise et qu'elle met en œuvre pour accroître sa productivité avec la volonté de la pérenniser en développant une croissance durable et soutenue sur le long terme.

Pour parvenir à cet objectif, les politiques d'investissement et d'innovation de l'entreprise restent au cœur de la notion de création de « valeur », ce sont elles qui doivent permettre d'augmenter et optimiser la rentabilité de l'entreprise à moyen et long terme.

Il est essentiel de rappeler qu'avec les enjeux climatiques actuels, et notamment avec l'introduction des critères ESG, la notion de création de valeur doit désormais intégrer ces préoccupations.

Les seules analyses financières ne sont plus suffisantes et il est désormais nécessaire d'analyser le comportement responsable de l'entreprise et de s'assurer de la conformité ainsi que de la durabilité de ses activités dans l'écosystème dans lequel elle évolue.

Ainsi la création de valeur ne doit plus servir les intérêts des seuls actionnaires. Les contraintes externes, enjeux climatiques, sociaux et sociétaux imposent des modifications des modèles économiques.

Cela se traduit par le fait que l'entreprise doit répondre aux attentes de différentes parties prenantes qui interagissent avec elle : collaborateurs, fournisseurs, Etat, clients...

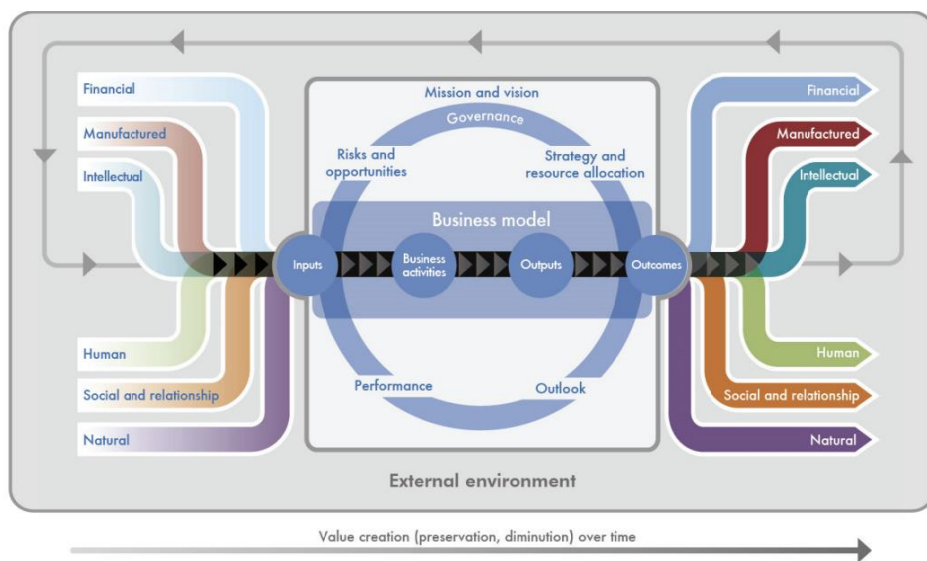
L'intégration des relations avec les parties prenantes est donc obligatoire dans l'analyse des performances de l'entreprise.

La création de valeur financière a pour but d'améliorer les résultats de l'entreprise, pour avoir une croissance durable et une productivité plus élevée en comparaison de celle qu'on peut rencontrer dans le secteur.

L'enjeu est primordial, car si les actions sont bien menées, cela permet à l'entreprise de dégager au fur et à mesure des avantages concurrentiels, qui lui permettent de se démarquer.

L'analyse des déterminants de la performance économique requiert en amont une compréhension de la stratégie de l'entreprise et notamment de sa capacité à conserver un avantage concurrentiel.

Le processus de création de valeur est présenté de la façon suivante dans le cadre des travaux de l'IIRC « International Integrated Reporting Council » :



L'évaluateur peut recourir à l'arbre de la valeur inspiré de Rapport (1998) pour mener l'analyse de la création de valeur.

2) L'importance de l'analyse du business model

Les entreprises doivent faire évoluer régulièrement leurs modèles économiques pour répondre aux nouvelles transformations et mutations des différents secteurs économiques et assurer leur continuité ainsi que leur développement.

Les dernières grandes évolutions que les entreprises doivent intégrer dans leur stratégie sont **l'avènement du digital, le risque cyber, et les conséquences des changements climatiques.**

La révolution numérique qui s'est imposée aux entreprises a modifié les intervenants et les répartitions dans les chaînes de valeur. Elle a permis de globaliser les offres et souvent de les désintermédier en mettant en contact le client final avec l'entreprise offrant le produit ou service.

Elle a aussi poussé les acteurs économiques à réfléchir à des offres évolutives et extensibles.

Les changements climatiques imposent aux entreprises de concilier leurs objectifs de rentabilité et de croissance avec les attentes sociétales. Elles se doivent d'innover, d'introduire des solutions alternatives, des produits et offres plus vertueuses visant à la réduction des émissions de gaz à effet de serre ou encore des produits moins consommateurs en énergie et matières premières.

Ces transformations font émerger de nouveaux modèles économiques dont plus particulièrement :

- **le modèle fonctionnel ;**
- **le modèle collaboratif ;**
- **le modèle circulaire.**

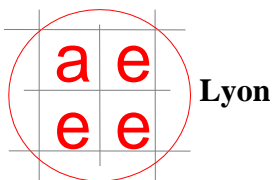
Cf détail en annexe 1.

Pour l'évaluateur, la compréhension de l'entreprise passe par la compréhension de son modèle économique.

Quelles sont les ressources et compétences dont elles disposent pour réaliser son offre ? Quels moyens immatériels, matériels, humains et financiers l'entreprise utilise-t-elle ? Si elle ne les possède pas, comment peut-elle se les procurer ?

Pour répondre à ces questions, une matrice de matérialité peut être mise en place par l'évaluateur.

Il s'agit d'un concept financier basé sur l'analyse des risques et dont la finalité est de hiérarchiser et d'isoler les éléments financiers, économiques, sociétaux et environnementaux les plus pertinents pour décrire le modèle économique.



Cette matrice permet de mieux comprendre les attentes des parties prenantes et la stratégie globale de l'entreprise.

Cette hiérarchie classe principalement les enjeux par importance (majeurs, cruciaux...) et par nature (social, sociétal, environnement, gouvernance, finance, affaires...). Une matrice de matérialité permet d'entamer des actions plus rapidement, car elle décrit de manière concrète les points sur lesquels l'entreprise doit agir.

3) Adaptabilité et Durabilité : notions centrales pour les prévisions

⇒ L'adaptabilité :

L'adaptabilité est la capacité d'une entreprise à mobiliser ses compétences et ses ressources pour pouvoir faire face à un événement inattendu qui bouleverse son marché et qui la contraint à trouver des réponses rapides et impactantes afin de modifier son offre.

Elle doit être en capacité de s'adapter pour répondre aux différentes crises financières, économiques, écologiques, technologiques, concurrentielles, sanitaires, ou même des guerres, qui s'imposent à elle.

Ainsi, cette capacité à s'adapter doit permettre à l'entreprise une rapide redéfinition de sa stratégie, en ajustant son modèle économique pour assurer sa continuité d'exploitation et son développement.

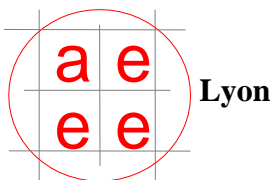
L'entreprise doit innover et changer ses processus en les adaptant aux nouvelles contraintes. Cette nouvelle posture stratégique revient pour une entreprise à exploiter, en simultanément, son modèle économique actuel tout en explorant de nouvelles opportunités de modèles économiques.

Cette exploration doit lui permettre de rester compétitive et de garder ses facteurs clés de succès et avantage concurrentiel.

Les principaux points de vigilance pour l'entreprise sont :

- l'accès aux ressources et matières premières nécessaires à son offre ;
- la gestion et la substituabilité de ses fournisseurs et partenaires clés ;
- l'évolution du processus de production ou de fabrication ;
- la gestion de la logistique ;
- le suivi de sa relation client et des intermédiaires intervenant dans cette relation ;
- la maîtrise de ses canaux de communication et de distribution / de vente.

Dans le cadre de l'évaluation d'entreprise, l'évaluateur doit se projeter sur la capacité évolutive de l'entreprise dans des contextes de crise. Il s'agit d'apprécier si le management a la capacité de faire évoluer régulièrement et rapidement ses processus ou si la transformation est au contraire difficile et longue au sein de l'entité.



L'analyse de cette organisation doit permettre de comprendre quelle sera la réaction de l'entreprise en cas d'événements majeurs externes venant perturber son marché. Plus l'entreprise sera adaptable, plus la projection de ses résultats futurs pourra être appréhendée avec confiance et sécurité par l'évaluateur.

⇒ **La Durabilité :**

Les notions de durabilité et de soutenabilité ont été intégrées dans la loi Pacte (2019) en intégrant les définitions de statut d'entreprises à mission et à raison d'être. La durabilité se mesure à travers les effets induits sur les externalités des projets, la durée des effets et des impacts produits par les processus de production de l'entreprise ainsi que l'intensité des risques associés et générés par le modèle économique.

Les modèles économiques se doivent de projeter la stratégie de l'entreprise et l'impact de l'activité de cette dernière à long terme dans une notion de croissance soutenable.

Le développement de l'entreprise doit donc se conjuguer avec les objectifs de développement durable, c'est-à-dire « répondre aux besoins du présent sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs ». Ou, en d'autres termes, la quête d'un développement économique axé sur le bien-être général, social et environnemental.

La capacité à équilibrer la durabilité sociale, la durabilité économique et la durabilité environnementale constitue la définition même du concept de développement durable. Les éléments clés sont donc le respect de l'humain et de l'environnement. Pour atteindre cet objectif final, l'entreprise se doit donc d'adopter une approche cohérente et à plusieurs niveaux.

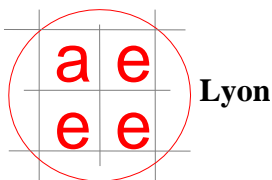
La durabilité environnementale repose sur une réduction de l'empreinte carbone. Pour cela la mutation des systèmes de production est nécessaire pour intégrer la durabilité environnementale.

L'objectif est ici de réduire l'empreinte carbone et de privilégier les énergies renouvelables, avec une attention constante à la circularité de l'écosystème, et ce, sans production de déchets inutiles ou de gaspillage.

L'approche mise en œuvre par l'entreprise se doit de répondre aux enjeux environnementaux avec entre autres : la décarbonisation, la lutte contre les pollutions, le respect de la biodiversité, la recherche de production durable, la réparabilité et le recyclage des produits.

La taxonomie européenne instaurant le reporting de durabilité crée un cadre et des principes pour évaluer les activités des entreprises selon six objectifs environnementaux :

- *l'atténuation des changements climatiques ;*
- *l'adaptation aux changements climatiques ;*
- *l'utilisation et la protection durables de l'eau et des ressources marines ;*
- *la transition vers une économie circulaire ;*
- *la prévention et la maîtrise de la pollution ;*
- *et enfin la protection et la restauration de la biodiversité et des écosystèmes.*



La durabilité se doit également d'être sociale, en accordant une attention particulière à la qualité du travail et à la protection des territoires et des communautés. Le bien-être humain prend également une place centrale dans la production économique, ce qui permet de collaborer à la construction d'une nouvelle image pour les entreprises, de veiller à la formation professionnelle, à la sécurité, à la santé au travail et à des rétributions équitables de la valeur créée.

À son tour, la portée de la durabilité s'étend en cercles englobant non seulement l'entreprise elle-même, mais aussi ses fournisseurs. Cette approche concerne également les institutions et l'administration publique, en première ligne de la transition énergétique grâce à leur puissance financière et réglementaire.

C'est ce qu'on appelle la « **triple performance** », le principe selon lequel les entreprises doivent prendre des décisions qui poursuivent trois objectifs à la fois : l'équité sociale, la qualité environnementale et la prospérité économique.

Les économies des pays développés sont appelées à être les premières à adopter des processus de production et des modes de vie compatibles avec la capacité de la biosphère à absorber les effets des activités humaines, agissant par la même occasion en tant qu'exemple pour les pays en développement.

4) L'analyse de la performance globale

La notion de performance globale de l'entreprise inspirée notamment du SBSC « Sustainable Balanced Scorecard » (Kaplan, Norton 2011) intègre dans l'analyse de la société des indicateurs de performances économique, sociale, sociétale et environnementale.

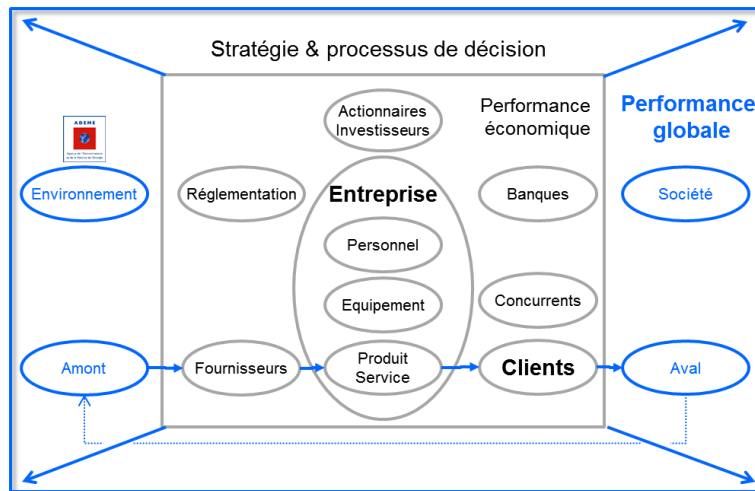
L'approche SBSC a notamment inspiré le référentiel « IIRC » de reporting intégré qui vise à aligner les objectifs stratégiques, le modèle économique et la chaîne de création de valeur de l'entreprise.

Dans le cadre de l'évaluation, l'évaluateur doit appréhender l'organisation dans sa globalité : toutes ses strates / toutes ses composantes.

Pour mener cette analyse, il faut s'interroger sur la performance globale à travers les différents capitaux de l'entreprise (financier, manufacturier, intellectuel, humain, naturel, social et sociétal).

Selon les définitions de l'ADEME illustrées dans le graphique ci-dessous, **la performance globale s'appuie sur trois axes** :

- *l'environnement et la société ;*
- *l'ensemble du cycle de vie du produit ;*
- *le long terme et les générations futures.*



Cette vision élargie de la performance de l'entreprise amène à se prononcer sur sa pérennité. Cette dernière doit rechercher à optimiser ses gains en synergie avec ses actions sur l'environnement et la société à court, moyen et long terme. Cela passe par l'analyse et la maîtrise des coûts complets de ces produits, services et équipements. Cette analyse va permettre d'identifier et d'évaluer ces synergies.

En complément des objectifs à court et moyen terme des performances économiques et financières, la performance globale intègre également des réflexions à long terme, telles que les préoccupations des ressources humaines ou encore des consommations des matières premières, qui nécessiteront le recours à des indicateurs sociaux ou environnementaux.

Le développement des référentiels et de la communication extra-financière permet d'obtenir une information plus complète et précise sur tous les aspects de l'organisation, permettant ainsi d'appréhender les objectifs des parties prenantes internes et externes.

Cinq axes de performances principaux sont à analyser dans le cadre de la performance globale :

- *économique, en appréhendant la génération des profits et le partage de la valeur créée ;*
- *sociale, avec l'analyse de l'organisation, la gestion et le développement des compétences des parties prenantes internes ;*
- *environnementale, avec l'appréhension des coûts complets des produits et services de l'entreprise et des externalités environnementales de son processus de production ;*
- *dans la gouvernance, en prenant en compte l'intérêt de ses parties prenantes dans ses décisions stratégiques, et de proposer une vision partagée et créatrice de valeurs durables ;*
- *d'intégration et d'insertion dans sa société et son écosystème, en intégrant les cadres réglementaires et en participant au développement de son territoire.*

5) Interprétation et intégration dans les travaux de valorisation

Compte tenu des évolutions en cours dans les démarches mises en œuvre par les entreprises pour l'obtention et la fiabilisation des informations extra-financières, **les principales méthodes d'évaluation n'intègrent pas encore la prise en compte de ces données.**

Plus la fiabilisation et plus la maturité de ces sujets vont augmenter, et plus les évaluateurs pourront intégrer ces informations dans les modèles de valorisation des entreprises.

A l'heure actuelle, l'évaluateur se doit donc de rester pragmatique. La principale conclusion qui ressort de la prise en compte des enjeux extra-financiers dans les opérations est avant tout un « GO / NO GO ». L'analyse de ces risques peut mettre fin à l'intérêt des investisseurs et dans ce cas il n'y aura pas d'estimation de la valeur.

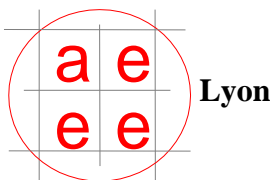
Si le process se poursuit, l'évaluateur devra alors intégrer dans ses analyses et donc dans sa compréhension de l'entreprise et de son organisation, ces dimensions et notamment les axes suivants :

- **la pérennité**, avec la prise en compte dans le business plan des risques, des incertitudes et des opportunités dans le niveau de CA et de rentabilité sur l'horizon explicite ;
- **l'optimisation des process**, avec la prise en compte de la capacité de l'entreprise à adapter son organisation aux attentes de ses parties prenantes ;
- **l'intégration des contraintes à LT**, avec la prise en compte dans le business plan, des changements de modèles économiques à prévoir en adaptant ses approvisionnements, sa logistique, sa digitalisation et en prenant en compte les autres externalités positives ou négatives liées à son activité.

Comme nous venons de le voir, la logique veut que ces effets soient intégrés dans le business plan élaboré par le management sur l'horizon explicite et servant de base à l'évaluation des titres de la société.

En complément, pour les risques environnementaux ou sociaux, ces derniers peuvent être approchés et pris en compte par l'estimation de passifs latents à intégrer dans la valeur des titres de l'entreprise évaluée.

Enfin en fonction de son jugement professionnel et de sa pratique, l'évaluateur peut également intégrer ces opportunités et ces risques dans la détermination des primes ou des décotes qu'il intégrera sur les multiples et/ou taux d'actualisation retenus.



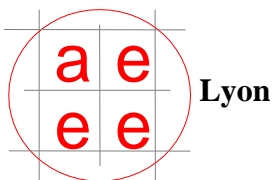
Annexe 1 : définition des modèles

Le **modèle « fonctionnel »** consiste à substituer la vente d'un bien par la vente « d'une solution adossée à une performance contractualisée et fondée sur l'usage d'un ensemble intégré de biens et services ». Dans ce cadre, les entreprises ne recherchent plus la seule vente de leurs produits mais vont faire évoluer leurs offres pour qu'elles soient plus durables. Elles doivent redéfinir les composantes de leurs « performances » :

- *en limitant la production de biens et l'utilisation de matières premières,*
- *en développant la récupération et le recyclage de leurs biens,*
- *en favorisant une meilleure adaptation de leurs offres aux besoins des clients.*

Le **modèle « collaboratif »** se traduit par son inscription dans une vision communautaire et écosystémique, en capitalisant sur les outils d'intermédiation (de type plateforme) facilitant l'échange et le partage des biens et services entre producteurs et consommateurs, qui interagissent entre eux. Dans ce cadre, la communauté va permettre de définir quelle stratégie doit être appliquée par l'ensemble des acteurs économiques. Une fois, cette base établie, il y a la formation d'un écosystème productif permettant une production contributive et la distribution des biens et services créés.

Le **modèle « circulaire »** s'appuie sur l'économie circulaire définie par l'ADEME comme un « système économique d'échange et de production qui, à tous les stades du cycle de vie des produits (biens et services), vise à augmenter l'efficacité de l'utilisation des ressources et à diminuer l'impact sur l'environnement tout en développant le bien-être des individus. ». Dans cette approche, le « quantitatif » doit être remplacé par le « qualitatif » imposant à l'entreprise d'abandonner un mode de production linéaire et intensif au profit d'un mode circulaire et raisonné, avec la recherche de l'optimisation de l'utilisation de la ressource et des biens en cherchant à les recycler et à les réutiliser.



Question technique : focus sur le TAB

Christophe Velut
Président A3E - Associé Advolis Orfis

⇒ **Qu'est-ce que le TAB ?**

Le TAB signifie Tax Amortization Benefit, qui se traduit en français par Avantage Fiscal des amortissements (AFA).

Cette notion est définie dans le référentiel américain comme la valeur qu'il convient d'ajouter à un actif pour tenir compte des économies d'impôts générées par l'amortissement fiscal, le cas échéant. Ainsi, la juste valeur d'un actif devrait tenir compte du TAB.

⇒ **Dans quel contexte d'évaluation est appliqué le TAB ?**

Le TAB est principalement appliqué dans le cadre des allocations de prix d'acquisition (PPA).

Il est rarement (jamais ?) utilisé par les évaluateurs dans le cadre d'évaluation de sociétés ou d'actifs.

Lorsqu'il est mis en oeuvre, la diversité des pratiques est importante en évaluation, comme souligné dans le corpus des normes de l'IVSC.

⇒ **La prise en compte d'un TAB est-elle obligatoire dans toutes les réglementations comptables ?**

La prise en compte du TAB dans les PPA est obligatoire en normes américaines, lorsque les conditions sont remplies.

Aucune référence à l'application du TAB n'est évoquée dans le référentiel IFRS. Néanmoins, la norme IFRS 13 « Évaluation de la juste valeur » indique que la juste valeur d'un actif non financier devrait être calculée en tenant compte de l'utilisation optimale des actifs. De même, les spécificités de la transaction ne devraient pas, en théorie, avoir un impact sur la juste valeur d'un actif (acquisition d'un actif isolé ou actif au sein d'une entreprise). Dans ce sens, le TAB peut être considéré comme l'économie d'impôt générée dans une vision « market participant ». Ainsi, la pratique des évaluateurs est généralement de l'appliquer, lorsque les conditions sont requises, sauf lorsque l'impact n'est pas significatif.

Le TAB n'est pas évoqué dans le référentiel consolidé français et généralement non appliqué.

⇒ **Lorsque le TAB est appliqué au regard d'un référentiel comptable, dans quels cas l'appliquer et sur quels actifs ?**

Il est d'usage d'appliquer le TAB lorsque les conditions suivantes sont respectées (source : IVSC et cahier de l'Académie des Sciences et Techniques Comptables et Financières sur l'allocation du prix d'acquisition) :) :

- *La juste valeur est déterminée uniquement par une approche par les flux, et pas dans le cas d'utilisation d'une méthode analogique (ex : valeur de marché), ou d'une méthode basée sur les coûts,*
- *Il existe des économies fiscales futures au titre de l'amortissement de l'actif correspondant,*
- *Le TAB intègre la vision du « market participant », qui conduit généralement à le prendre en compte dans la négociation sur le prix d'acquisition.*

Certains experts ont tendance à appliquer le TAB de manière systématique, en mettant en œuvre une approche par défaut, c'est-à-dire lorsque l'acquéreur ne peut pas démontrer la vision contraire du « market participant ».

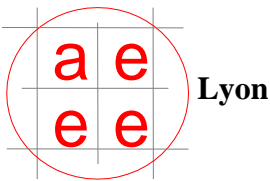
L'application de cette dernière condition est souvent sujette à discussion, notamment dans les cas, fréquents, où le TAB n'est pas pris en compte dans la négociation sur le prix d'acquisition, et/ou la position du « market participant » n'est pas avérée. Il existe ainsi de nombreux pays où l'économie d'impôts suppose la mise en place d'une structuration juridique qui n'est pas mise en œuvre habituellement par les acquéreurs, pour plusieurs raisons.

Les actifs concernés sont des actifs incorporels (exemples : marques, brevets, relations clientèles,...) évaluées par la méthode des flux. Les actifs corporels ne font pas l'objet de TAB, car leur réévaluation porte généralement sur un prix de transactions (ex : immobilier, parc de camions,...).

⇒ **Comment calculer le TAB?**

Le TAB peut être calculé de deux manières :

- **méthode itérative** : le calcul est réalisé de manière itérative en actualisant l'économie d'impôt liée à l'amortissement d'un actif réévalué dans le cadre d'un PPA. L'actualisation est habituellement effectuée au WACC de la société et non au taux d'actualisation utilisé pour la valorisation de l'actif, même si certains experts utilisent un taux différent. Le calcul est ensuite réalisé de manière itérative jusqu'à ce que la valeur actualisée du TAB devienne stable.



- **application d'un coefficient à la valeur de l'actif hors TAB.** Ce coefficient est déterminé par rapport au taux d'impôt, au taux d'actualisation, et à la durée d'amortissement fiscal.

⇒ **Comment doit être pris en compte le TAB et quel est son impact habituellement ?**

Le TAB calculé vient augmenter la valeur réévaluée de l'actif calculée avant TAB, retenu dans le cadre du PPA.

L'impact dépend de nombreux paramètres (ex : période d'amortissement, taux d'impôt applicable, ...). A titre purement informatif, le TAB représente souvent entre 15% et 20% de la valeur de l'actif réévalué dans le cadre du PPA, en cas d'économies fiscales avérées.

⇒ **Comment doit être suivi le TAB ?**

*Le TAB déterminé initialement est figé lors de la 1^{ère} consolidation. La valeur de l'actif réévaluée du TAB est censée refléter la juste valeur de l'actif. Ce point est très théorique, car en pratique, les prix de cession d'actifs tels que les brevets ou les relations clientèles basés sur des approches par les flux ne prennent pas en compte le TAB, et les tests de dépréciation de ces actifs, lorsqu'ils sont effectués séparément, ne prennent pas en compte non plus le TAB. Dans ce contexte, **la prise en compte du TAB génère un risque théorique de dépréciation si les prix de cession sont déterminés hors TAB.***

C'est une des raisons pour lesquelles la justification du TAB est critiquée par certains experts dans les cas où il n'est pas pris en compte dans le calcul initial du prix d'acquisition, ou non pris habituellement dans les transactions similaires, ce qui est fréquemment le cas. C'est un ajustement « technique / normatif » de la valeur de l'actif, sans réelle justification économique.

Il est donc important de réaliser les tests de dépréciation en retenant la valeur brute de l'actif (TAB incluse) nette d'impôt différé passif, ou de tester l'actif hors TAB, à défaut de mettre à jour le TAB.