

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Lettre trimestrielle n°45 – 3^{ème} trimestre 2024

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Cahier : l'évaluation des entreprises en difficulté : la méthode APV
Page 13
- Evaluation des management packages.
Page 18
- Points d'attention / évaluation
Page 24

Edito du Président :

Nous avons évoqué dans notre lettre du 2^{ème} trimestre une consolidation des marchés. Même si les marchés ont été globalement stables sur T3, nous avons assisté sur le trimestre à des baisses importantes (près de 6% entre le 1^{er} et le 6 août 2024 pour le CAC 40), et par des contreperformances des marchés à la rentrée de vacances, liées notamment à des craintes de récessions économiques et à des tensions sur les business model des acteurs de l'IA.

Même si la volatilité reste élevée entraînant des mouvements des marchés mal contrôlés, à la hausse comme à la baisse, même si les déceptions sont lourdement sanctionnées, et même si les tensions restent importantes dans certains secteurs (notamment les secteurs de la construction / du bâtiment, de l'automobile, ou du luxe), les grands indices boursiers se sont redressés en septembre dans plusieurs zones : ils continuent de battre des records aux EU, ils ont fortement progressé en septembre en Chine (+18,71%) suite aux mesures de relance annoncées par le gouvernement chinois. L'appétit des investisseurs pour le risque est de nouveau élevé.

Les drivers du marché restent : l'évolution des taux et de l'inflation, la reprise économique, la situation en Chine, et notamment la portée des mesures de relance, les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les élections aux EU,..., et toujours l'IA.

Pour autant, les marchés français étaient en berne en fin de trimestre, sur fonds de tensions liées au contexte politique, de menaces aux Moyen-Orient, et des annonces faite par Michel Barnier. Ainsi, la prime de risques sur la France est revenue au niveau d'après premier tour des élections et les écarts entre les taux allemands et français se sont de nouveau accentués. De même, les marchés sont attentifs à la question de la « non reprise » sur les marchés chinois, avec un niveau de surcapacité de production très important (ex : taux d'utilisation des capacités de production automobiles en Chine : 65%).

Comme indiqué dans la précédente lettre, la réalité économique de la majorité des entreprises est très différente des réflexions sur la volatilité de la bourse ou de la prochaine échéance de baisse des taux, avec des fortes tensions sur l'obtention des financements.

Le fil conducteur pour la lettre A3E est cette année la réflexion sur les particularités de l'évaluation des entreprises en difficulté, pour faire écho à la forte progression des défaillances d'entreprises. Nous avons également intégré un article sur l'évaluation des management packages, et plusieurs réflexions sur des points techniques.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Association - Loi du 1er juillet 1901 - Téléphone : 04.72.69.38.

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

➤ Conférences :

A3E va organiser début 2025 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, concernée au secteur des fintechs. Nous vous tiendrons informés des modalités pratiques, dès qu'elles seront arrêtées.

La Journée Nationale de l'Évaluation, organisée par la CNCC et le CNOEC, se tiendra le 22 octobre 2024 à Paris. Cette Journée portera essentiellement sur l'impact de l'intelligence artificielle sur les pratiques d'évaluation, sur la RSE et sur l'actualité de l'évaluation.

➤ Notes techniques dans le cadre de la réflexion de l'administration fiscale sur la mise à jour de leur guide.

A3E a participé sur le 1er semestre 2024 avec d'autres associations à l'établissement de 7 notes techniques, qui ont été présentées à l'administration fiscale dans le cadre de la réflexion menée par Bercy sur une mise à jour éventuelle du guide d'évaluation des titres de société, dont la dernière version date de 2006. L'ensemble des notes techniques ont été transmises et présentées à Bercy. Les 2 dernières notes ont porté sur la combinaison de méthodes et les primes et décotes.

L'administration fiscale devrait faire un retour sur ces notes d'ici la fin d'année 2024.

Pour mémoire, l'association a contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs incorporels (dans laquelle nous abordons notamment la méthode de la rente du goodwill, qui fait l'objet de nombreux contentieux avec l'administration fiscale).

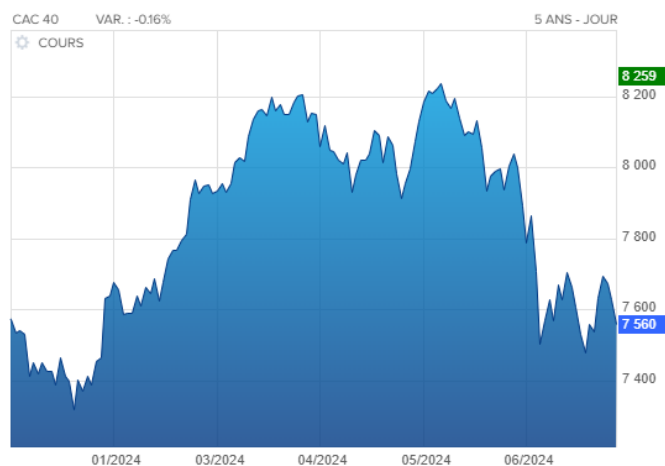
➤ Autres projets.

A3E va diffuser en octobre à ses membres et d'autres évaluateurs un questionnaire sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation auprès de ses membres. Une synthèse des réponses sera publiée dans la lettre du T4 2024.

INFO NEWS (suite)

Les marchés boursiers en apesanteur :

Evolution du CAC 40 : une consolidation de justesse au troisième trimestre 2024, qui marque une très forte volatilité liée à la sensibilité du marché aux différentes incertitudes



Source : boursorama.com

Après une baisse de l'indice boursier au 2^{ème} trimestre 2024 (-8%), le troisième trimestre 2024 met en évidence une phase de consolidation du CAC 40, comme annoncé dans la lettre A3E du T2 2024. Cette consolidation, qui a bénéficié notamment des annonces du gouvernement chinois sur les mesures de relance de leur économie, masque de très fortes variations au sein du trimestre, qui montre la très forte nervosité / sensibilité du marché aux annonces.

En effet, entre début juillet 2024 et fin septembre 2024, l'indice CAC 40 est passé de 7 561 à 7 636 points, soit une hausse de 1% en trois mois. Pour autant, le troisième trimestre met en avant deux baisses significatives début août 2024, et début septembre.

Ainsi, le CAC40 a chuté en 3 séances début août de près de 6% (dont 2,14% pour la seule journée du 5 août 2024), plaçant ainsi ce mois parmi le top 10 des pires performances du mois d'août depuis la création de l'indice.

Cette chute témoigne d'une grande nervosité de la part des marchés financiers face aux risques de récession économique, exacerbée par les craintes que la réserve fédérale américaine ait commis une erreur en maintenant ses taux directeurs à un niveau élevé. La hausse inattendue du chômage aux Etats-Unis, ainsi que les récentes données économiques aux Etats-Unis, met en évidence le spectre d'une récession économique aux Etats-Unis.

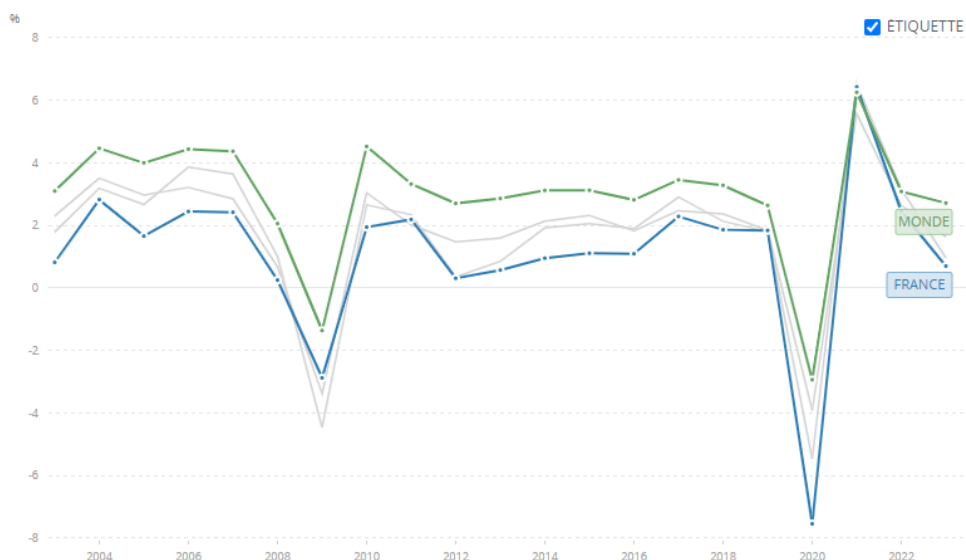
Le tableau ci-dessous met en évidence une évolution des indices boursiers en hausse pour la majorité des places boursières au 30 septembre 2024, la France étant à la traine pour les raisons indiquées ci-dessus et dans notre édito.

Places boursières	Evolution des indices boursiers du 01 juillet au 30 septembre 2024	Rappel des évolutions des indices au 2ème trimestre 2024
S&P 500	+5,24%	+3,92%
France - CAC40	+1,00%	-8,00%
Allemagne - DAX	+5,57%	-0,31%
Espagne - Ibex 35	+7,41%	-0,40%
Angleterre - FTSE 100	+1,00%	+2,89%
Chine – Shanghai Composite	+11,39%	-3,57%
Italie - FTSE MIB	-3,41%	+13,84%

INFO NEWS (suite)

➤ Des perspectives de croissance du PIB, très variables selon les pays :

Source : Banque mondiale – Croissance du PIB sur les 20 dernières années (en % annuel).
La courbe bleue représente l'évolution du PIB français, la courbe verte représente l'évolution du PIB mondial



Fin septembre 2024, l'OCDE a relevé ses prévisions de croissance pour la France en 2024, et se montre plus optimiste pour l'économie mondiale. Dans ses dernières projections économiques, l'OCDE vise une croissance du PIB en France de 1,1% en 2024 (contre 0,7% dans les prévisions établies en mai), contre +0,9% en 2023 (la croissance avait été essentiellement réalisée sur le 2^{ème} trimestre 2023), +2,5% en 2022 et +6,4% en 2021 (rattrapage post-covid). L'OCDE estime que la croissance du PIB de la France devrait atteindre 1,2% en 2025, contre une prévision de 1,3% en mai.

Il est à noter que ces prévisions restent inférieures à celles liées au taux d'inflation prévues en France pour 2024 et 2025 (respectivement : 2,5% en 2024 et 1,5% en 2025).

Au niveau mondial, la modération de l'inflation et la résilience de l'activité économique permettent de confirmer l'amélioration des perspectives en 2024 et en 2025, même si les risques demeurent et même si la pression sur les prix persiste, selon l'OCDE. L'organisation prévoit pour 2024 une croissance du PIB mondial de 3,2%, au-delà de la progression de 3,1% observée en 2023 et attendue précédemment pour 2025. La croissance mondiale devrait ensuite se stabiliser à ce niveau en 2025.

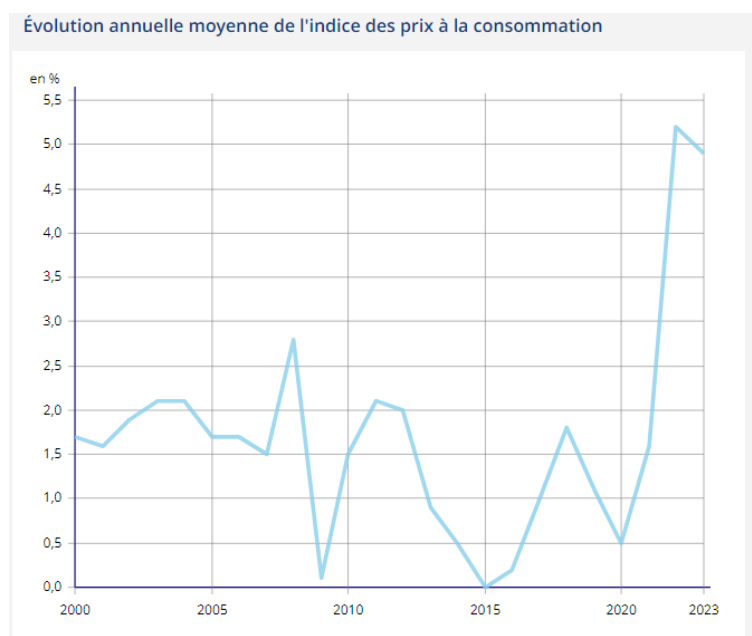
Il est à noter que les prévisions de croissance du PIB de certains pays restent très supérieures à celles de la France : prévisions de croissance du PIB en 2024 aux Etats-Unis : 2,6%, en Chine : 4,9%, en Inde : 6,7%.

Selon le FMI, il est nécessaire de rester prudent sur les perspectives de croissance, compte tenu d'une augmentation des risques, liés notamment aux tensions géopolitiques, à la fragmentation de l'économie, susceptibles d'entraîner une hausse des prix, notamment ceux de l'énergie, aux évolutions des taux et plus généralement de l'accès aux financements.

INFO NEWS (suite)

➤ Taux d'inflation : un ralentissement en 2024, conforme aux prévisions

La courbe ci-après met en évidence l'évolution annuelle moyenne de l'indice des prix à la consommation entre 2000 et 2024 (source : Insee).



Au troisième trimestre 2024, la Banque de France confirme le recul de l'inflation prévue dans les précédentes prévisions. L'inflation reculerait nettement et s'établirait à +2,5% en 2024 après +5,7% en 2023, et le taux prévu pour 2025 s'élève à +1,5%. La baisse de l'inflation est liée notamment à la baisse des prix de l'électricité. Pour rappel, le taux d'inflation était de 1,1% en 2019, avant Covid. Elle prévoit de rester modérée en 2026 à +1,7%. Les niveaux prévisibles à court terme restent inférieurs au consensus des niveaux d'inflation « positifs » de 2%.

Du fait de cette « désinflation », les salaires progressent désormais plus rapidement que les prix à la consommation, un mouvement qui pourrait s'accroître en 2025. Cette progression des salaires réels soutiendrait les gains de pouvoir d'achat, puis la consommation l'an prochain.

L'évolution de l'inflation reste soumise à des aléas importants, et notamment les risques géopolitiques avec la guerre en Ukraine et la situation au Proche-Orient, les tensions commerciales avec notamment la Chine, et leurs effets sur les prix des matières premières et le commerce international, et encore les incertitudes politiques, notamment en France.

INFO NEWS (suite)

➤ Des taux d'emprunts obligataires stables au T3 2024 :

Taux de l'échéance constante à 10 ans (TEC10)

valeurs quotidiennes



Source : Banque de France - Comité de Normalisation Obligatoire

Evolution des taux OAT 10 ans, entre le 01/09/2022 et le 01/09/2024

Après une année de forte hausse sur 2023 et une hausse au second trimestre 2024, le taux des OAT est sur une tendance baissière, à la suite de la baisse des taux décidée par la BCE (1^{ère} baisse de 0,25 point le 6 juin et 2^{ème} baisse de 0,25 point le 18 septembre). Le taux des OAT à 10 ans est ainsi passé de 3,30% au 01 juillet 2024 à 2,96% au 30 septembre 2024. Pour information, le taux moyen du troisième trimestre 2024 est donc de 2,99%, contre une moyenne à 3,02% sur les six derniers mois.

Pour information :

- Entre 2022 et 2024, le seuil des 3% a été dépassé plusieurs fois. Ce seuil n'avait pas été atteint depuis 2012 (période de la crise des dettes souveraines de la zone Euro) ;
- Le taux sans risque calculé sur une très longue période était proche de 4,5% en 2008.

Comme indiqué dans l'édito, les spreads de taux avec l'Allemagne se sont accentués sur le trimestre. Par ailleurs, le taux d'emprunt de la France à 10 ans a dépassé celui de l'Espagne le 26 septembre 2024 sur le marché de la dette (ce qui ne s'était pas produit depuis 18 ans).

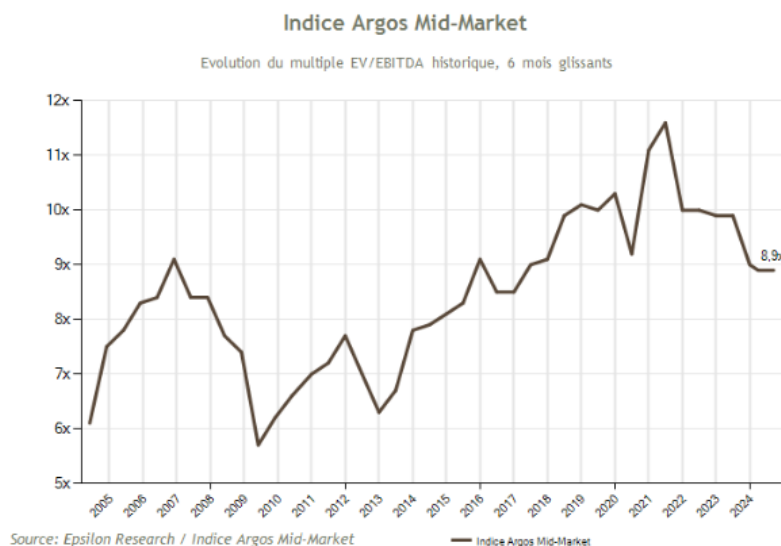
Cette inversion de la tendance s'explique par l'instabilité politique et l'ampleur des déficits qui ont récemment pesé sur les taux d'emprunt français, alors que depuis plusieurs années la situation économique et les perspectives de croissance de la France sont inférieures à celles d'autres pays.

L'évolution des taux d'emprunts obligataires est à surveiller au regard d'un déficit public français qui représente 6,1% du PIB en 2024, et d'une dette ayant atteint 110% du PIB, soit environ 3 159 milliards d'euros.

Rappelons que les niveaux de taux qui restent plus élevés que prévus entraînent une pression à la baisse sur les valorisations, avec un retour en force de la méthode de la capacité de remboursement, des tensions fortes sur les valorisations de certains actifs (immobilier, obligataires, ...), et impacts sectoriels induits, dans un contexte d'accès plus difficiles aux crédits pour les entreprises (frein pour les CAPEX), et les ménages.

INFO NEWS (suite)

➤ Indice Argos (2ème trimestre 2024) - PME non cotées :



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est établi à 8,9 x l'EBITDA sur le T2 2024, après s'être établi à 8,7 x l'EBITDA au 1^{er} trimestre 2024 (contre 9 x l'EBITDA fin 2023 et 9,9X fin 2022). Les multiples payés par les fonds d'investissement sont en hausse à 9,3 x l'EBITDA au T2 2024.

L'indice est porté par la lente reprise de l'activité M&A sur le mid-market, liée à la stabilisation des conditions macro-économiques, avec une baisse de l'inflation et l'anticipation d'une baisse des taux par la BCE avant la Fed. Toutefois, les incertitudes économiques et politiques font obstacle à une réelle reprise des opérations de M&A.

Les conditions de financement qui demeurent à leur niveau le plus défavorable depuis dix ans ainsi que le coût élevé du capital continuent de peser sur les valorisations.

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,
- les variations (augmentation puis diminution) des indices moyens est en grande partie liée à un effet mix sectoriel (forte augmentation des multiples moyens 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)

➤ [Une levée de fonds record pour la société Mistral AI :](#)

Un an après sa création et six mois après être devenue une licorne, la société française Mistral AI, spécialisée dans l'intelligence artificielle a bouclé fin juin 2024 un troisième tour de table de 600 m€.

Cette société, qui construit des modèles de langage, a vu le jour il y a quelques mois après un tour d'amorçage de 105 millions d'euros mené par le fonds Lightspeed Venture Partners, incluant notamment Xavier Niel, JCDecaux Holding, Rodolphe Saadé, BPI France Digital Venture et Motier Ventures mais aussi des acteurs européens. Cette levée a été suivie par une série A de 385 millions d'euros fin 2023 auprès d'acteurs américains.

Mistral AI fait partie des rares startups européennes à s'être lancée dans la conquête de l'IA, derrière les géants américains comme OpenAI. La société française s'est d'ailleurs alliée en février dernier à Microsoft, alors qu'elle annonçait un nouveau modèle de langage.

Le succès de Mistral AI s'inscrit parfaitement dans la volonté du gouvernement français de créer des champions de l'IA. Pour rappel, la commission IA, lancée par Matignon, a budgétisé un plan de 27 milliards d'euros au total. Une enveloppe qui pourrait atteindre 75 milliards d'euros sur cinq ans avec des investissements privés. Il est également question de créer un fonds d'investissement « France & IA » de 10 milliards d'euros pour soutenir l'écosystème français de l'IA.

➤ [Chute de la valeur boursière de X \(ex Twitter\) de près de 70% en moins de 2 ans :](#)

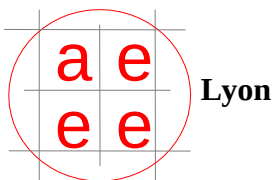
Elon Musk avait fait le buzz en octobre 2022 en achetant Twitter pour la somme pharaonique de 44 milliards de dollars, en la renommant après l'acquisition « X ».

La valeur de la plateforme aurait baissé de près de 70% en 2024 par rapport à la valorisation retenue lors de l'acquisition par Elon Musk, selon les estimations effectuées par certains fonds.

Cette « dévalorisation » met en lumière plusieurs éléments :

- *D'un point de vue général*, confirmation de l'extrême volatilité du marché des technologies de pointe, et notamment des plateformes collaboratives, et confirmation que la valeur d'une entreprise ne peut pas être durablement déconnectée de ses fondamentaux (perte de vitesse de la société),
- *Dans le cas particulier*, confirmation des paris et des défis auxquels un entrepreneur, quand bien même il fait partie des plus visionnaires, peut être confronté,..., et confirmation des réactions de l'époque sur le niveau d'un prix défiant toutes les logiques d'évaluation. Le prix proposé par Elon Musk était en effet très supérieur aux autres propositions d'acquisitions qui avaient été faites à l'époque. Cela a une impression de déjà-vu (cf différents articles écrits sur Tesla). Nous avons compris qu'Elon Musk, fidèle à sa réputation de visionnaire, a réalisé cette opération en considération d'éléments stratégiques (« prix politique »), et non selon une approche de rentabilité,..., mais quand même!

Il sera intéressant de voir l'évolution de la valeur de X en fonction du résultat des élections américaines.



➤ Une baisse historique du NASDAQ, ..., et de NVIDIA :

Le Nasdaq a chuté le 4 septembre de 3,2%, justifiant la « mauvaise réputation » du mois de septembre !

Au sein du Nasdaq, Nvidia a « plongé » de 9,5% ce même jour, le 4 septembre 2024, ce qui représente une baisse de 280 milliards de dollars de capitalisation en quelques heures,..., on a du mal à se représenter ce qui peut conduire les marchés à générer sur 1 journée des baisses aussi significatives. La société Nvidia est la spécialiste des variations extrêmes, à la hausse comme à la baisse, et les « amortisseurs » font défaut lorsque la valeur est très spéculative.

Cette baisse intervient sur fonds d'enquête anti-trust des autorités américaines, qui s'interrogent sur l'emprise de la société sur le secteur et sa position dominante.

➤ L'année 2024 : un déficit public français record

Le ministère de l'économie et des finances anticipe un dérapage du déficit public français encore plus important que celui anticipé cet été par le Trésor. Le président de la Cour des comptes, avait déjà alerté sur le fait que le déficit à 5,1% du PIB ne serait pas atteint.

Ce dérapage, qui intervient dans la continuité de celui noté en 2023 (5,5% du PIB, contre 4,9% anticipés), conduit la France, ainsi que six autres pays européens, à faire l'objet d'une procédure pour déficit public excessif, de la part de la Commission européenne.

Le gouvernement a présenté un projet de loi de finances pour 2025 qui vise à réduire le déficit public à 5 % du PIB d'ici 2025, ce qui conduit à un ajustement de 60 milliards comprenant 40 milliards d'euros d'économies et 20 milliards d'euros de nouvelles recettes fiscales, grâce à l'instauration de nouvelles taxes et contributions exceptionnelles.

Cet objectif sera difficilement atteint, de plusieurs manières : maîtrise des déficits publics, augmentation des ressources fiscales, report de l'indexation des retraites sur l'inflation au 1er juillet 2025,...

Parmi les nouvelles taxations prévues, le gouvernement prévoit de mettre en place une taxe de 8% sur les rachats d'actions.

L'impact sera significatif pour certains groupes. Ainsi :

- Total Energies a prévu en 2024 un programme de rachat d'actions s'élevant à 8 milliards de dollars pour l'année, et pour 2025 des rachats trimestriels de 2 milliards de dollars.
- Le Crédit Agricole a annoncé le 30 septembre le lancement d'un programme de rachat d'actions portant sur 15 millions de titres,
- La société de services informatiques Sopra Steria lance également un plan de rachat de 150 millions d'euros.

➤ Taux d'intérêts : baissera ou ne baissera pas ?

Les anticipations concernant les baisses de taux d'intérêts ont été réévaluées à la baisse. La persistance de taux élevés a accentué la volatilité des marchés, rendant les investisseurs plus prudents vis-à-vis des actions de croissance.

En juin 2024, la BCE a décidé d'assouplir sa politique monétaire en raison de la baisse de l'inflation observée depuis plusieurs mois. La BCE a opté pour une baisse de ses taux directeurs de 0,25 point de pourcentage le 6 juin 2024. Ainsi, le taux de dépôt passe à 3,75% tandis que le taux de refinancement et le taux de facilité de prêt marginal s'établissent respectivement à 4,25% et 4,5%. Une seconde baisse de 0,25 point de pourcentage est intervenue le 18 septembre dernier.

Ces baisses de taux d'intérêts devraient être salutaires pour certains secteurs, comme celui de l'immobilier neuf.

Aux Etats-Unis, le 18 septembre 2024, la Réserve fédérale américaine a entamé l'assouplissement de sa politique monétaire avec une baisse de ses taux directeurs de 50 points de base, la première depuis mars 2020, ramenant son taux dans une fourchette comprise entre 4,75% et 5,00%, après avoir passé plus d'un an à leur plus haut niveau depuis le début du siècle, à 5,25-5,50%.

➤ Un pic des défaillances d'entreprises attendu pour le 1er trimestre 2025 :

Le nombre de défaillances d'entreprises est en constante augmentation depuis deux ans, comme indiqué dans la lettre A3E n° 43 :

- 2018 : 54 665
- 2019 : 52 013
- 2020 : 32 621
- 2021 : 27 880 (a)
- 2022 : 40 868

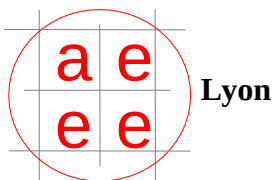
(a) Baisse des défaillances suite aux différentes mesures de soutien mises en place par le gouvernement.

D'après une analyse du Crédit Mutuel Arkéa, le pic des défaillances est attendu au premier trimestre 2025 en France (66 000 défaillances attendues sur un an).

Ce pic serait la conséquence de plusieurs facteurs (effet rattrapage post-Covid, difficultés économiques, notamment sur certains secteurs, accès dans certains cas plus compliqués au crédit, augmentation des taux d'emprunts, ... Les secteurs de la construction et de l'immobilier risquent d'être particulièrement impactés, les redressements n'étant pas attendus avant le 2nd semestre 2025.

➤ Les risques liés à la mondialisation :

Cinq facteurs au moins constituent actuellement une menace pour la mondialisation : les effets de distribution, la sécurité nationale, la sécurité économique, la politique industrielle et le changement climatique.



➤ **Forte augmentation en 2024 des cyberattaques**

Les victimes de cyberattaques ont augmenté de 46% dans le monde en 2024.

➤ **Panne informatique mondiale en juillet 2024 :**

Une panne informatique mondiale est intervenue le 19 juillet dernier, à la suite de la mise à jour défectueuse de l'antivirus CrowdStrike équipant Microsoft 365.

Cette panne a touché de nombreuses entreprises françaises : Canal+, TF1, les opérateurs Sosh, Bouygues et Orange, Mondial Relay, Air France, et même le Comité d'organisation des Jeux Olympiques (COJO).

Heureusement, les perturbations ont été limitées pour le COJO et les compagnies aériennes françaises, notamment sur les plateformes téléphoniques Air France. Pour autant, la compagnie low cost du groupe Air France-KLM, Transavia, a dû annuler près de 40 vols depuis Paris-Orly, Nantes ou encore Berlin.

➤ **Des performances trimestrielles exceptionnelles de la société Alphabet Inc**

Alphabet Inc, la société mère de Google, a réalisé sur le 3^{ème} trimestre 2024 un chiffre d'affaires de 88,3 mds \$ (+15%) et un résultat net astronomique de 26,3 mds \$ (+33,5%).

Sur 9 mois, le CA s'élève à 253,5 mds \$ (+14,7%) et le résultat net s'élève à 73,6 mds \$ (+38,6%).

➤ **Sportifs milliardaires**

Deux sportifs sont milliardaires : Tiger Woods, le joueur de golf américain, et James Lebron joueur de basketball au club des Lakers de Los Angeles.

Cahier : évaluation des entreprises en difficulté
La méthode APV : entre précision et complexification lors de l'évaluation d'une entreprise en difficulté

Benoît NOWACZYK, membre A3E
Associé, Advolis Orfis

Outre une situation financière dégradée et une rentabilité économique détériorée, l'entreprise en difficulté se caractérise également par une forte incertitude quant à son avenir à court et moyen terme et un risque de faillite significatif. Ces spécificités ne peuvent pas être pleinement intégrées dans les paramètres d'évaluation traditionnels, notamment à travers le taux d'actualisation, en raison de la difficulté de son appréciation et de sa détermination.

De nouvelles approches de valorisation ont été développées afin de pouvoir quantifier avec davantage de précision ces particularités et leur impact sur la valeur de la société.

La méthode de l'Adjusted Present Value (ci-après « APV ») permet notamment d'intégrer l'environnement de quasi-faillite qui, perturbant la bonne marche de la société, est de nature à en diminuer la valeur.

Cette méthode permet de mener une analyse plus fine de la valeur que la méthode des DCF notamment au regard du risque de défaut inhérent à toute entreprise en difficulté. Néanmoins, la précision dans l'analyse que permet cette méthode d'évaluation nécessite la détermination de nombreux paramètres d'évaluation.

1- Fondements de la méthode et avantages de sa mise en œuvre

Cette approche d'évaluation est fondée sur le postulat que « la valeur de l'entreprise est égale à la valeur de la firme sans endettement (ou la valeur des actifs opérationnels) plus la valeur des économies d'impôts liées à la dette [...] moins les coûts de détresse financière »¹.

Cette distinction entre la valeur de l'activité économique de la société et celle résultant des économies d'impôt générées par le recours à l'endettement de la société permet de mesurer avec plus de fiabilité et de présenter explicitement l'impact du levier fiscal sur la valeur de la société.

¹ BANCEL F. et REROLLE J.F., « L'évaluation au cœur des restructurations financières », Echanges, août septembre 2009, p. 26-28.

Méthode de l'APV : valeur d'entreprise

$$APV = \left[\sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + k\emptyset)^i} + \sum_{i=1}^n \frac{D \times t \times IS}{(1 + d)^i} \times (1-p) \right] - (CDF \times p)$$

CF : flux de trésorerie d'exploitation

$k\emptyset$: coût des fonds propres à dette nulle

D : valeur faciale de la dette

t : taux d'intérêt

IS : taux d'impôt sur les sociétés

d : coût de la dette

p : probabilité de liquidation

CDF : coût de détresse financière

Cette différenciation n'a de sens que si la société est fortement endettée afin que la valeur du levier fiscal soit structurante dans le processus de détermination de la valeur. Cependant si la société est fortement endettée, alors ses risques de faillite sont plus importants, notamment en raison du relèvement de son point mort².

Le management d'une société en difficulté, proche de la cessation des paiements, déploie une partie de son temps pour améliorer la situation de l'entreprise au risque de prendre des décisions assurant certes des rentrées de trésorerie à court terme, mais défavorables à la société à moyen ou long terme.

L'ensemble de ces dysfonctionnements est rassemblé sous le vocable « coût de détresse financière » dont le montant, pondéré du risque de défaut, vient minorer la valeur opérationnelle.

Si le fondement conceptuel de la méthode APV est économiquement simple et compréhensible, il convient de réaliser quelques retraitements afin de tenir compte de l'ensemble des particularités de la société, et de ne les prendre qu'une fois :

- *Le risque de défaut et donc les coûts de détresse financière étant en relation direct avec la structure financière de la société, la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ne doit pas être affectée par la situation financière de la société, sinon celle-ci impactera négativement deux fois la valeur. L'utilisation d'un coût des fonds propres à dette nulle permet d'éviter cet écueil. Le coût des fonds propres à dette nulle se calcule à partir d'un beta désendetté³ ou beta de l'actif économique :*

² La rentabilité d'une société fortement endettée est impactée négativement par le montant des intérêts sur emprunt. Ces charges financières étant fixes, elles augmentent le point mort et la probabilité de ne pas l'atteindre.

³ Hamada, R.; 1972; The Effects of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks; Journal of Finance; Vol. XXVII: pp. 435-452.

Passage du beta endetté au beta désendetté

$$\beta \text{ désendetté} = \frac{\beta \text{ endetté}}{\left[1 + (1 - IS) \times \frac{Vd}{Vcp} \right]}$$

IS : taux d'impôt sur les sociétés

Vd : valeur de la dette

Vcp : valeur des capitaux propres

- La récupération des économies d'impôt générées par la déductibilité des intérêts financiers est conditionnée à la poursuite de l'activité de la société. Dès lors, il convient de pondérer le montant de l'économie du risque de défaut et de l'actualiser au coût des fonds propres⁴. Cette remarque s'applique également pour les déficits fiscaux antérieurs.

Le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres est identique à celui à mettre en œuvre dans le cadre d'un DCF, i.e. par déduction de l'endettement financier net et des autres actifs et passifs hors exploitation.

2- Limites de la méthode APV

La mise en œuvre de la méthode APV conduit à relever 2 limites :

- cette approche reste une « décomposition »⁵ de la méthode des DCF ;
- la finesse de l'analyse nécessite la détermination d'un nombre plus important de paramètres d'évaluation.

2-1 Limites liées au fondement de la méthode APV

Dans la mesure où l'évaluation sans levier financier, i.e. avec un beta désendetté, est établie à partir d'une évaluation par DCF, les limites des DCF sont applicables à la première étape de l'APV, i.e. la détermination de la valeur opérationnelle de la société.

La valeur repose toujours sur l'actualisation de flux futurs de trésorerie alors même que la valeur de l'entreprise en difficulté est très volatile puisque la génération de la trésorerie repose sur des hypothèses stratégiques et opérationnelles devant permettre un retournement brutal de la situation de la société.

Ainsi, la mise en œuvre de la méthode APV ne permet pas à l'évaluateur d'alléger ses travaux d'analyse sur les causes des difficultés et les moyens engagés pour les résoudre.

⁴ Contrairement à la position présentée par MM. Modigliani et Miller qui préconisait l'utilisation du coût de la dette : MILLER M.H. et MODIGLIANI F., « Corporate income taxes and the cost of capital », American Economic Review, 1963, n°53, p. 433-443.

⁵ CAMBLAIN E., Les pièges de l'évaluation d'entreprise, 1ère éd., 2010, Ed. Vuibert, p.192.

2-2 Limites liées à la précision de la méthode APV

La mise en œuvre de la méthode APV nécessite, outre la détermination d'un coût des fonds propres et d'un coût de la dette, l'appréciation du coût de détresse financière.

Celui-ci est déterminé à partir d'une probabilité que la société fasse défaut, i.e. l'entreprise n'est plus en mesure de régler ses créanciers, et des coûts engendrés par la situation critique de la société.

Ceux-ci se décomposent en coûts directs et en coûts indirects :

- *les coûts directs regroupent l'ensemble des charges engagées par la société pour sortir des difficultés. Il s'agit principalement des honoraires de négociations avec les créanciers de la société ainsi que des frais de procédure ;*
- *Les coûts indirects qui « peuvent résulter, d'une part de la méfiance croissante de ses clients à l'égard de la société, de ses fournisseurs, de ses employés et plus généralement de l'ensemble de ses partenaires, et d'autre part de la nécessité pour le management de se consacrer davantage au règlement des difficultés financières immédiates, qu'à la gestion opérationnelle de la société. [...] Ils sont le signe de la dégradation substantielle des performances et des perspectives de la société »⁶*

La probabilité de faire défaut peut être approchée à partir des statistiques des agences de notation qui présentent le risque qu'une entreprise a d'être en défaut en fonction de sa notation et de l'ancienneté de celle-ci :

Probabilité de défaut en fonction de la notation de l'entreprise (1981-2021)

Année Note	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AAA	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
AA	0,00%	0,02%	0,05%	0,10%	0,15%	0,21%	0,23%	0,26%	0,29%	0,29%
A	0,03%	0,06%	0,10%	0,14%	0,22%	0,28%	0,36%	0,39%	0,41%	0,42%
BBB	0,06%	0,16%	0,28%	0,40%	0,51%	0,72%	0,91%	1,07%	1,24%	1,41%
BB	0,34%	1,16%	1,93%	2,66%	3,49%	4,22%	4,88%	5,34%	5,72%	6,08%
B	1,96%	5,22%	8,26%	10,72%	12,72%	14,19%	15,26%	15,97%	16,70%	17,39%
CCC/C	25,91%	35,94%	39,93%	43,55%	45,60%	46,43%	46,91%	47,48%	47,48%	48,27%

Source : S&P, "Default, Transition, and Recovery: 2021 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study", juillet 2022

Cependant, comme ces données reposant sur des statistiques empiriques historiques sont classées par grande catégorie, il convient de tester la sensibilité de la valeur à une évolution de ce taux de défaut.

⁶ Rapport expert indépendant relatif à la restructuration de la dette de Thomson SA

Les coûts de défaut sont beaucoup plus difficiles à appréhender. Deux approches ont été développées, présentant chacune leurs avantages et leurs inconvénients :

- *le coût de détresse financière correspond à la différence entre la valeur en continuité d'exploitation et la valeur liquidative théorique pondérée du risque de défaut. Si en théorie, cette méthode ne présente aucune difficulté, la mise en œuvre pratique est plus délicate. En effet, la valeur liquidative théorique représente la valeur de l'entreprise dans un scénario où celle-ci atteindrait le seuil de défaut. Il convient donc de définir le seuil en deçà duquel la société est en défaut et les conséquences de la situation d'urgence sur la rentabilité financière de la société. Il est possible d'approcher cette valeur en considérant que la société présente un risque de défaut élevé lorsque ses flux de trésorerie disponibles n'excèdent pas 110% du montant nécessaire pour assurer le service de la dette.*
- *Le coût de détresse financière peut être approché globalement en raisonnant en quote-part de la valeur d'entreprise de la société à liquider. Il ressort des différentes études⁷ réalisées que les coûts directs représentent entre 3% et 5% de la valeur d'entreprise de la société. Les coûts indirects qui sont les moins aisément mesurables et représentent entre 10% et 23% de la valeur d'entreprise. Cette seconde approche est plus simple mais il conviendra de réaliser des tests de sensibilité dans la mesure où les coûts de détresse financière représentent entre 13% et 28% de la valeur d'entreprise.*

⁷ Notamment : Bankruptcy resolution : direct costs and violation of priority of claims Weiss Lawrence A. Journal of financial Economics 285 -1990 et Jerold B. WARNER, Bankruptcy Costs : some evidence , the Journal Of Finance, volume 32, Issue 2, 1977, p.337 à 347.

Comment évaluer les management packages attribués sous forme d'actions de préférence conférant un droit préférentiel dans la répartition du Produit de sortie ?

*Christophe BOURGOGNON et Ghislain d'OUINCE, membres A3E et associés AURYS
Quentin LAMBOLEY, senior manager AURYS*

Depuis de nombreuses années (et notamment depuis les travaux de Michael C. Jensen et William H. Meckling concernant la théorie de l'agence), il est avéré que l'un des facteurs clé de succès d'une opération d'investissement (acquisition ou levée de fonds) est l'alignement des intérêts des managers avec ceux des investisseurs financiers.

Une des solutions les plus communément utilisées à cette fin est la mise en place d'instruments financiers, les « *management packages* », qui permettent aux managers de bénéficier de la création de valeur à laquelle ils ont contribué en leur attribuant une quote-part de la plus-value réalisée par les investisseurs financiers lors d'une opération de Sortie (cession de 100 % des titres, Introduction en Bourse, Liquidation, etc.).

Ces *management packages* ont longtemps été mis en place principalement sous la forme de *stock-options* ou de bons de souscription d'actions (BSA). Cependant, suite à de nombreuses réformes et prises de position de l'administration fiscale, ces outils ont été progressivement délaissés, compte tenu des risques fiscaux qu'ils représentent. Le dernier exemple en date est une décision du Conseil d'Etat (du 13 juillet 2021), qui est venue confirmer un redressement de l'administration fiscale, entérinant un nouveau risque fiscal sur ces instruments financiers : les gains tirés de ces dispositifs peuvent être requalifiés et imposés comme des "traitements et salaires" et non comme des "plus-values de cession de valeurs mobilières", si l'administration fiscale considère que les salariés concernés en ont bénéficié en contrepartie des fonctions qu'ils exercent dans l'entreprise.

Aussi, depuis plusieurs années une autre catégorie d'instruments financiers est de plus en plus mobilisée pour mettre en place des managements packages : les actions de préférences (ADP). Cette catégorie de titres de capital émis par les sociétés par actions, se distingue des actions ordinaires par des droits spécifiques (politiques et/ou financiers) qui leur sont attribués. L'intérêt de ces instruments financiers est que le législateur a accordé une grande liberté à l'émetteur dans la définition des droits attribués aux actions de préférence.

Dans le cadre des *management packages*, l'avantage particulier accordé aux actions de préférence attribuées aux managers est très souvent un droit préférentiel dans la répartition du produit de Sortie. Le mécanisme mis en place est généralement le suivant : en cas de Sortie, les titulaires des actions de préférences bénéficieront d'une quote-part de la plus-value réalisée par les investisseurs financiers en fonction du multiple ou du taux de rentabilité interne (TRI) que les investisseurs financiers ont réalisés et selon divers paliers.

Formules de calcul du multiple Projet et de la PV Projet	
Formules	Paramètres de la formule
$\text{Multiple Projet} = \frac{\text{Valeur } FP_n}{I_0}$	I_0 : Montant investis Valeur FP_n : Valeur des fonds propres en année n
$\text{PV Projet} = \text{Valeur } FP_n - I_0$	

Mécanisme des droits financiers des ADP	
Seuil de multiples Projet	Droits financiers en % de la PV
$\geq 1,50x$	2,5%
$\geq 2,00x$	5,0%
$\geq 2,50x$	10,0%

Exemple de répartition préférentielle en fonction du multiple réalisé par l'investisseur financier

Etant donné la complexité des droits financiers attachés aux actions de préférences dans le cadre des *management packages*, il est d'usage d'élaborer, dès l'émission de ces titres, une modélisation permettant de simuler la répartition du Produit de Sortie entre les différentes catégories d'actions (le "waterfall").

Cette répartition préférentielle du Produit de Sortie est une caractéristique distinctive des *managements packages* structurés sous la forme d'actions de préférence et va donc nécessiter une approche spécifique pour valoriser ces titres. En effet, la valeur d'un *management package* structuré sous forme de stock-options ou de BSA correspond à la plus-value potentielle que peut réaliser le manager, et donc à la différence entre la valeur du titre au moment de l'opération de Sortie et le prix d'exercice de son option ou de son bon de souscription. Dans le cadre d'un *management package* structuré sous formes d'actions de préférence donnant droit à une répartition préférentielle, la valeur de l'ADP ne dépend pas uniquement du Prix de Sortie mais également des règles de répartition de ce prix.

Dès lors, quelle approche d'évaluation mettre en œuvre pour valoriser ces instruments financiers ? Comment déterminer le prix de souscription de ces actions de préférence afin de garantir l'équité entre les managers et les investisseurs financiers et de sécuriser sur le plan fiscal l'outil incitatif mis en place ?

Pour valoriser cette typologie d'instruments financiers, la méthode la plus communément admise (et dans le cas où ces titres ne sont pas échangés sur un marché réglementé), est d'estimer les avantages économiques futurs attendus par les détenteurs de ces titres.

Aussi, une première approche pourrait consister à estimer la quote-part du produit de Sortie que les détenteurs des ADP vont percevoir en fonction d'un horizon de sortie probable (généralement 4 à 5 ans) et de l'estimation du Produit de Sortie à cette date à partir d'un *business plan*.

Selon cette approche, l'évaluateur estimerait la valeur d'entreprise de la Société à l'horizon de Sortie retenu (N+5) en appliquant un multiple de valorisation à l'agrégat $N+5$ pertinent (chiffre d'affaires, EBITDA, ou EBIT), tel que modélisé dans le *business plan* de la Société. Pour obtenir la valeur des capitaux propres, il viendrait ensuite soustraire à la valeur d'entreprise la dette nette estimée à la date de Sortie (toujours à partir des prévisionnels d'exploitation et de trésorerie de la Société). Il déterminerait ensuite la quote-part des capitaux propres revenant aux titulaires d'ADP en mettant en œuvre le *waterfall*, puis viendrait actualiser le montant obtenu au coût des capitaux propres.

Le principal intérêt de cette approche est de contraindre les parties prenantes à s'accorder sur un *business plan* et à motiver les managers à tout mettre en œuvre pour le réaliser. En effet, si le *business plan* retenu est trop optimiste, le prix de souscription des ADP risque d'être surévalué (les managers paieront trop cher), tandis que si le *business plan* est trop pessimiste le prix de souscription risque d'être sous-évalué.

Le principal inconvénient de cette approche est que le *business plan* est trop dépendant d'hypothèses subjectives, et qu'il ne prend pas en compte les nombreux aléas qui peuvent influencer à la fois sur l'activité de la Société et sur le prix de Sortie. Afin de contourner cette limite, certains évaluateurs s'appuient sur plusieurs *business plan* (optimiste, réaliste, pessimiste) et leurs associent des probabilités d'occurrence. Bien que préférables, ces approches restent, à notre avis, trop arbitraires pour fiabiliser l'évaluation de ces instruments financiers.

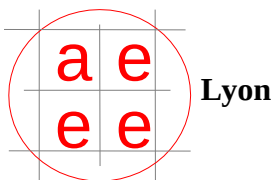
La véritable alternative consiste à modéliser la trajectoire d'évolution des fonds propres de la Société sur les prochaines années, non pas à partir d'un ou plusieurs *business plans* mais en fonction de la volatilité estimée des titres de la Société. Cette modélisation peut être réalisée à partir de modèles mathématiques communément utilisés dans le cadre de l'évaluation des options financières, tel que les modèles binomiaux ou les simulations de Monte-Carlo.

En effet, les modèles d'évaluation des options financières s'appuient sur des données de marché (volatilité, taux sans risque, etc.) plus objectives que celles utilisées pour un *business plan* et sur des hypothèses standardisées concernant l'incertitude et le risque.

La première étape de cette approche d'évaluation consiste à modéliser la trajectoire d'évolution des fonds propres de la Société sur les prochaines années en fonction de la volatilité estimée des fonds propres de la Société. Rappelons que la volatilité est un indicateur qui mesure l'amplitude de variation d'un actif financier et permet donc de quantifier à la fois son risque et son rendement espéré.

Pour un actif financier coté, la volatilité peut être déterminée à partir de l'historique des variations du cours de l'actif financier. Pour une société non cotée, ce paramètre n'est pas directement observable et doit donc être estimé à partir de la volatilité historique d'un échantillon de sociétés cotées qui seront présumées comparables car ayant des caractéristiques communes : même secteur d'activité, même zone géographique, taille similaire, même degré de maturité, modèle économique proche.

A partir de cette volatilité estimée, l'évaluateur va mettre en œuvre des modèles mathématiques qui permettent de simuler l'évolution des fonds propres de la Société sur les prochaines années. Parmi les modèles couramment utilisés, nous présenterons : le modèle trinomial et les simulations de Monte-Carlo.



Le **modèle trinomial** est un modèle dérivé du modèle binomial de Cox, Ross et Rubinstein. Ce modèle permet de simuler l'évolution des fonds propres de façon discrète (selon une périodicité définie : annuellement, semestriellement, etc.) et suivant trois scénarii possibles : soit une hausse de la valeur du sous-jacent (h), soit une baisse (b), soit une valeur constante (c). Chacun de ces scénarii représente un nœud de l'arbre et se voit associer d'une probabilité de réalisation. La valeur des fonds propres est alors égale à la somme des valeurs de chaque nœud pondérées par les probabilités de réalisation associées.

Les coefficients de variation et les probabilités de réalisation associées sont déterminés à partir des formules suivantes (issues des travaux de Hull & White) :

Coefficients de variation :

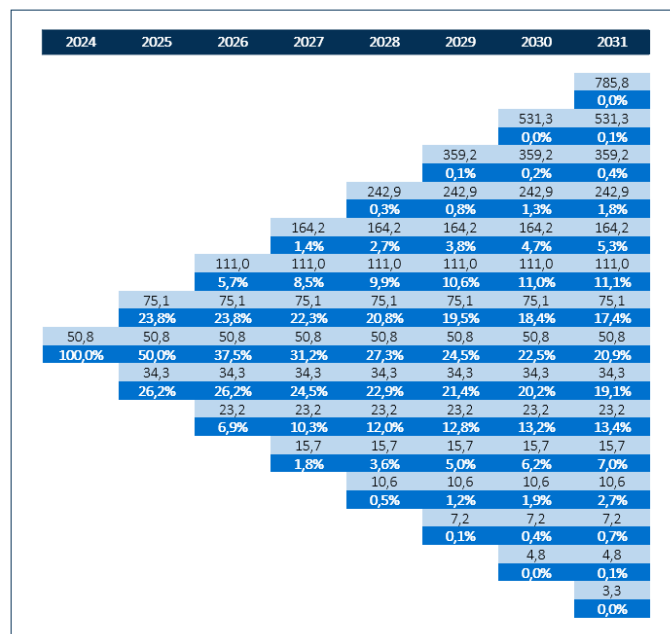
- $h = e^{\sigma \times \sqrt{2 \times i}}$ (coefficient de hausse)
- $b = e^{-\sigma \times \sqrt{2 \times i}}$ (coefficient de baisse)
- $c = 1$ (coefficient de constance)

avec : σ = volatilité ; i = intervalle entre deux périodes

Probabilités de variation :

- Probabilité de hausse : $Ph = \left(\frac{e^{((R_f - d) \times \frac{i}{2})} - e^{-\sigma \times \sqrt{i/2}}}{e^{\sigma \times \sqrt{i/2}} - e^{-\sigma \times \sqrt{i/2}}} \right)^2$
- Probabilité de baisse : $Pb = \left(\frac{e^{\sigma \times \sqrt{i/2}} - e^{((R_f - d) \times \frac{i}{2})}}{(e^{\sigma \times \sqrt{i/2}} - e^{-\sigma \times \sqrt{i/2}})} \right)^2$
- Probabilité de constance : $Pc = 1 - Ph - Pb$

avec : σ = volatilité ; i = intervalle entre deux périodes ; d = taux de distribution de dividendes ; R_f = taux sans risque.



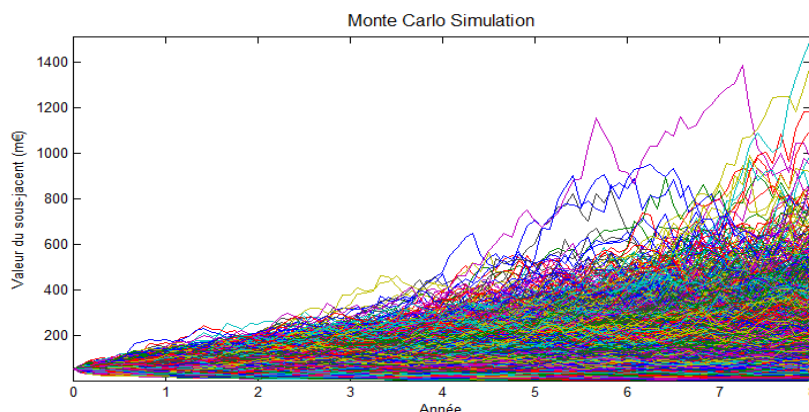
Exemple d'arbre trinomial simulant l'évolution annuelle des fonds propres sur 7 ans et présentant les probabilités associées

Mettre en œuvre des **simulations de Monte-Carlo** dans le cadre de l'évaluation d'ADP, consiste à simuler aléatoirement les variations du cours des fonds propres de la Société en fonction de sa volatilité estimée et d'une distribution de probabilités suivant la loi normale standard (conformément à l'hypothèse, élaborée notamment par Black et Scholes, selon laquelle les titres financiers suivent un mouvement brownien géométrique). Sous Excel, cette variation du sous-jacent peut-être simulée par la formule suivante :

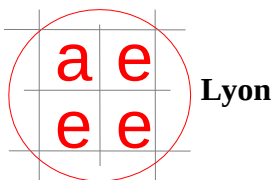
$$S_t = S_0 \times e^{[(R_f - 0,5 \times \sigma^2) \times t + \sigma \times t \times \text{Loi.normal.inverse}(\text{alea}())]}$$

avec σ =volatilité ; R_f = taux sans risque et t = intervalle de temps entre S_0 et S_t

Notons qu'afin de fiabiliser les résultats obtenus par les simulations de Monte-Carlo, il convient de réaliser plusieurs milliers de simulations (habituellement nous mettons en œuvres 100.000 simulations).



Exemple de mise en œuvre des simulations de Monte-Carlo sur l'évolution des fonds propres sur 8 ans



L'intérêt des simulations de Monte-Carlo est de modéliser l'évolution du sous-jacent selon un processus à temps continu, contrairement à l'arbre trinomial qui simule cette évolution selon un processus à temps discret (annuellement, semestriellement ou trimestriellement).

Quelle qu'elle soit l'approche mise en œuvre, simulations de Monte-Carlo ou arbre trinomial, l'étape suivante consiste à déterminer, pour chaque trajectoire modélisée, la quote-part du Produit de Sortie revenant aux ADP en appliquant le *waterfall* et à pondérer la valeur obtenue par la probabilité de cette trajectoire. Ce processus doit être réalisé pour chaque horizon de sortie envisagée.

Afin d'obtenir la valeur de marché des ADP, l'évaluateur actualisera ensuite au taux sans risque les produits financiers revenant aux ADP à chaque horizon de Sortie et pondérera les résultats obtenus par les probabilités associées à chaque horizon de Sortie de l'investisseur financier.

Rappelons que le taux sans risque représente le rendement d'un actif avec un risque nul ou quasi-nul. Dans le cas d'un groupe français et d'un horizon de Sortie prévu à moyen terme, on peut retenir, pour estimer le taux sans risque, la moyenne des trois derniers mois du taux des OAT françaises 8 ans.

L'horizon de Sortie doit être estimé au regard des pratiques de marché. Il est généralement de 4 ou 5 ans pour les opérations de LBO. La répartition des probabilités de Sortie peut être estimée à partir d'une loi Normale afin de limiter la subjectivité de ces hypothèses.

Par exemple, en retenant une hypothèse centrale de Sortie à 4 ans en 2028, les probabilités calculées selon une loi normale sont les suivantes : 0,46% à horizon 2025 ; 5,40% à horizon 2026 ; 24,20% à horizon 2027 ; 39,89% à horizon 2028 ; 24,20% à horizon 2029 ; 5,40% à horizon 2030 ; 0,46% à horizon 2031.

L'intérêt de ces approches d'évaluation est donc qu'elles font appel à des modèles financiers éprouvés et que les hypothèses utilisées sont toutes déterminées à partir de données de marché. Elles permettent donc d'exclure totalement les hypothèses relevant du *business plan* de la Société et de fournir une évaluation plus neutre et alignée sur les conditions réelles du marché.

Points d'attention / évaluations

*Christophe VELUT
Président A3E
Associé Advolis Orfis*

➤ La « Valeur d'entreprise » n'est pas la valeur de la société :

La notion de valeur d'entreprise est la traduction de l'anglais *entreprise value*, c'est-à-dire la valeur de l'actif économique (l'actif économique étant constitué de la valeur générée par l'actif immobilisé et du besoin en fonds de roulement d'exploitation).

Si la notion de Valeur d'Entreprise (VE) est claire pour les experts en évaluation, il existe un risque de confusion élevé pour les non avertis, qui pourraient la comprendre comme valeur des titres / valeur des capitaux propres (VCP). Cette confusion existe également dans la version actuelle du Guide de l'administration fiscale (mis à jour en 2006), et le « collectif des associations » a recommandé à l'administration fiscale de préciser la définition dans la mise à jour en cours du guide, afin de lever toute ambiguïté,..., et donc prévenir tout sujet de contentieux.

L'actualité récente a montré que le sujet n'est pas anecdotique, comme le cas d'Orpéa le témoigne : ainsi, des investisseurs ont confondu VE et VCP, en retenant une VCP de 7 mds € (alors que ce montant ne prenait pas en compte l'endettement financier net), et en concluant que le cours était très sous-évalué. La réaction des marchés a été immédiate : flambée des cours de 40% en moins d'une heure,..., avant qu'un communiqué de presse de la société en début d'après-midi ne précise la confusion,... ramenant le cours là où il était le vendredi soir précédant.

Pour éviter tout risque de confusion par les lecteurs, il pourra être utile de privilégier la notion de valeur de l'actif économique, à celle de valeur d'entreprise.

➤ Dans quel cas utiliser le PER :

Le PER (multiple de bénéfice net) est un indicateur qui est généralement calculé par les bases de données boursières, par certaines études sur les transactions de sociétés, et par les journaux économiques et financiers.

L'utilisation du PER correspond à une méthode directe, car elle permet de calculer directement la valeur des capitaux propres (VCP), sans passer par la détermination de la valeur d'entreprise et de l'endettement financier net.

C'est un indicateur intéressant à plusieurs titres, qui permet notamment d'appréhender des évolutions générales de valeur de certains marchés, des tendances.

Pour autant le PER n'est pratiquement plus utilisé par les experts pour évaluer une entreprise, sauf dans certains domaines, et principalement pour 2 raisons :

- C'est une méthode directe, qui pré-suppose que la structure financière de l'entreprise évaluée est similaire à celle des sociétés de l'échantillon, ce qui est rarement le cas,
- Les retraitements à appliquer sont généralement plus complexes à effectuer que dans le cas de l'utilisation d'autres agrégats tels que l'EBITDA ou l'EBIT (résultat exceptionnel,...),
- L'écart important depuis 20 ans entre les taux d'emprunts (qui ont fortement baissé depuis plusieurs années), et le coût des fonds propres,...) induit un biais dans les calculs.

Pour ces raisons, les experts privilégient la mise en œuvre de méthodes indirectes, conduisant à calculer la VCP en déterminant dans un 1^{er} temps la valeur d'entreprise (VE) puis l'endettement financier net (EFN).

Dans ce cas, les agrégats de rentabilité de l'actif économique utilisés pour calculer la VE sont généralement l'EBITDA et l'EBE. Nous vous renvoyons sur les différentes études réalisées par A3E sur le sujet.

➤ [Les points d'attention sur le passage de la valeur d'entreprise \(VE\) à la valeur des capitaux propres \(VCP\) dans le cadre d'une start-up :](#)

Nous avons écrit à plusieurs reprises des articles dans la lettre A3E sur les éléments à prendre en compte pour passer de la VE à la VCP. Nous vous encourageons à vous référer à ces lettres.

De manière synthétique, ces éléments correspondent **aux éléments non pris en compte dans la calcul de la VE**, qui nécessitent une analyse détaillée de la structure du bilan à la date de l'évaluation, des éléments hors-bilan, complétés par l'analyse effectuée dans le cadre du diagnostic financier.

Les éléments pris en compte pour le passage de la VE à la VCP sont regroupés par simplification sous la terminologie d'endettement financier ajusté, car ils intègrent les éléments non pris en compte dans l'actif et le passif économique (actifs et passifs liés à l'exploitation, tels que actif immobilisé non financier et BFR lié à l'exploitation).

Les exemples de certains éléments compris dans l'EFN ajusté (liste non exhaustive) sont présentés ci-après :

- trésorerie active retraitée,
- endettement financier net retraité,
- avances en compte courant (actifs et passifs),
- certaines provisions pour risques non liées à l'activité courante (ex : généralement les engagements de retraite, les provisions pour risques exceptionnels,...),
- créances sur cessions d'immobilisations / dettes sur immobilisations.

Dans le cas des start-ups, dont la structuration juridique et de financement peuvent être très complexes (différentes catégories d'actions -actions ordinaires, actions de préférence -affectation prioritaire de la plus-value, clauses de liquidité préférentielle,...-,...), BSA, plans de stock-options / BSPCE / actions gratuites avec des conditions d'acquisitions des droits, obligations convertibles avec des clauses de conversion / de remboursement complexes,...), il conviendra d'analyser avec attention les différents documents juridiques (ex : statuts, pactes d'actionnaires,...), afin de déterminer les modalités de leur prise en compte dans l'évaluation de la société.

Exemples:

- Lorsque les statuts prévoient différentes catégories d'actions avec des droits attachés différents (actions ordinaires, actions de préférence qui donnent droit à des actions gratuites, actions de préférence comprenant une garantie de liquidité / de prix de cession minimal,...), une valeur devra être déterminée pour chaque catégorie d'actions. La valorisation des actions de préférence pourra être complexe et faire appel à des méthodes de valorisation de types optionnelles (ex : Black&Sholes, binomial,...) ;
- En cas de plans de stock-options, il sera nécessaire de prendre en compte le caractère dilutif des plans en cours, en tenant compte de la probabilité de réalisation des conditions (ex : conditions de présence, conditions de performance,...) appréciées à la date d'évaluation. Il peut y avoir un double impact : d'une part sur le nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur par action, et d'autre part, le cas échéant, sur le prix d'émission des instruments (cas des stock-options et des BSPCE), qui viendra augmenter la trésorerie disponible ;
- En cas d'émissions d'obligations convertibles, il est important d'estimer la situation la plus probable (conversion ou remboursement), et d'en tirer les conséquences sur les différentes étapes de la valorisation :
 - En cas de conversion probable, ajustement du nombre d'actions utilisé pour le calcul de la valeur par action,
 - En cas de remboursement probable, prise en compte dans le calcul de l'EFN intégrant les différentes modalités de remboursement (ex : primes de non conversion, primes de remboursement,...).