

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Cahier : l'évaluation des entreprises en difficulté / la dimension RH
Page 15
- Actualité jurisprudentielle de l'acticle 1843-4 du Code Civil.
Page 18
- Point d'étape sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation ?
Page 21
- Point d'attention : doit-on retraiter la trésorerie excédentaire en évaluation ?
Page 27

Lettre trimestrielle n°46 – 4^{ème} trimestre 2024

Edito du Président :

Les années précédentes nous avaient habitué à de mauvaises nouvelles en début d'année (crise sanitaire, guerre en Ukraine,...).

Le début d'année 2025 a effacé les mauvaises performances du 4^{ème} trimestre 2025, avec d'un côté, un fort rebond des marchés, tirés par les élections américaines en novembre, et d'un autre, une croissance attendue « molle » en Europe et notamment en France, et pic de défaillances attendues pour le 1^{er} trimestre 2025.

L'année 2024 ne restera pas dans les annales, avec la décision surprenante du Président Français de dissoudre l'Assemblée Nationale en juin 2024, et les impacts que cela a eu en France (y-a-t-il un pilote dans l'avion ?) : entre autres le report des votes des budgets et des lois de Finances, et une perte de confiance à l'étranger. Du fait des incertitudes politiques en France, certains investisseurs ont appliqué une prime de risques supplémentaire à la France sur le 2nd semestre 2024. La bonne nouvelle de fin d'année, c'est que, comme beaucoup de pays européens ont des tensions politiques (notamment l'Allemagne -élections anticipées- ou l'Angleterre), il semble que cette prime ait disparu.

Sans vouloir se répéter, 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, les hostilités économiques ouvertes par le nouveau Président,..., et toujours l'IA. Le Président français a annoncé son intention de débloquent un budget d'1 mds € pour l'IA et de renforcer le budget de la défense. C'est une nécessité, mais n'oublions pas de soutenir le tissu industriel, qui en a bien besoin, et surtout dans certains secteurs.

Le fil conducteur pour la lettre A3E a été cette année la réflexion sur les particularités de l'évaluation des entreprises en difficulté, avec un dernier article sur la dimension humaine.

Le fil conducteur pour les lettres de 2025 sera l'évaluation des PME.

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

➤ Conférences :

A3E va organiser fin 2025 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, liée au secteur des fintechs.

La Journée Nationale de l'Évaluation, organisée par la CNCC et le CNOEC, devrait se tenir le 16 octobre 2025 à Paris, sous un format d'une journée. Nous vous tiendrons informés de l'agenda dès qu'il aura été arrêté. Il est probable que la Journée abordera des sujets liés à l'ESG, à l'IA, l'évaluation des entreprises en difficulté, ou encore à l'actualité générale en matière d'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 espérait faire un retour sur ces notes d'ici la fin d'année 2024. Du fait d'un engorgement des services fiscaux liés notamment aux conséquences de la dissolution de l'Assemblée Nationale et à la constitution d'un nouveau gouvernement, nous avons été informés que le retour a été décalé à la fin du 1^{er} trimestre 2025 (dans le meilleur des cas)

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).

➤ Synthèse de l'enquête A3E sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation.

A3E a diffusé en décembre 2024 auprès de 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 T1 2025.

INFO NEWS (suite)

Les marchés boursiers en apesanteur :

Evolution du CAC 40 : une évolution défavorable au quatrième trimestre, contrairement à un troisième trimestre ayant connu une dynamique positive, avec une hausse de l'indice boursier.



Source : boursorama.com

Après une phase de consolidation au 3^{ème} trimestre 2024, le quatrième trimestre 2024 met en évidence un net ralentissement de l'indice boursier français (baisse du CAC 40 de 2,5%). De façon globale, sur l'année 2024, le CAC40 termine sur une baisse annuelle de 2,1%, très loin derrière l'indice Dax allemand (+19%), IBEX 35 espagnol (+15%) et italien MIB (+12,6%). Seule la place finlandaise fait pire avec un repli de 12,6%. L'écart avec les actions américaines est encore plus important du fait de nombreux records en 2024, notamment la hausse de plus de 23% pour le S&P 500 et de 30% pour le Nasdaq.

La sous-performance de l'indice CAC40 sur l'année s'explique de différentes manières, notamment la dissolution de l'Assemblée Nationale le 9 juin dernier. L'indice évoluait autour des 8000 points avant cette date mais la crise politique consécutive à cette dissolution a donné lieu à d'importantes sorties de la part des investisseurs étrangers et résidents.

Cette baisse est liée à certains secteurs mondiaux, et notamment le secteur des semi-conducteurs avec STMicroelectronics (-47%), du luxe (-40% pour Kering), L'Oréal (-25%) et LVMH (-13%), Stellantis dans l'automobile (-40%), ou encore le pétrole avec TotalEnergies (-14%). Les sociétés exposées à l'économie française comme les banques ont davantage été impactées par la crise politique.

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur les 2 derniers trimestres 2024. Il met en évidence une disparité importante selon les trimestres et les places boursières :

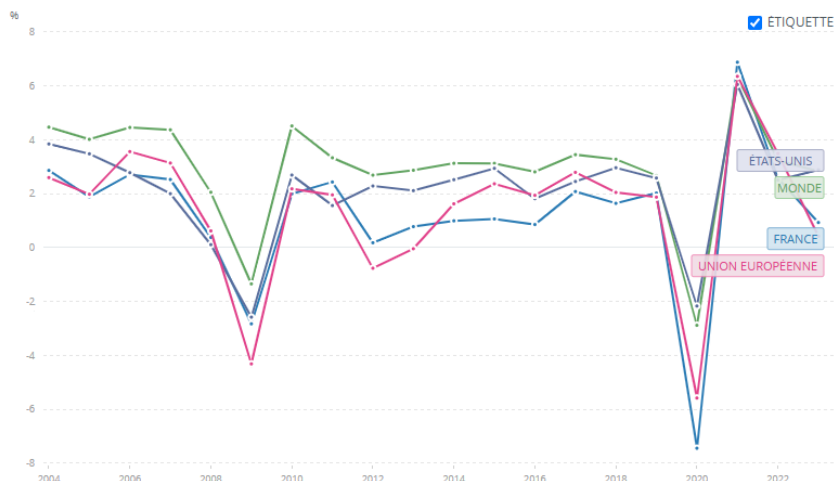
Places boursières	Evolution des indices boursiers du 01 octobre au 31 décembre 2024	Rappel des évolutions des indices au 3ème trimestre 2024
S&P 500	+3,03%	+5,24%
France - CAC40	-2,55%	+1,00%
Allemagne - DAX	+3,69%	+5,57%
Espagne - Ibex 35	-0,06%	+7,41%
Angleterre - FTSE 100	-1,26%	+1,00%
Chine – Shanghai Composite	+0,05%	+11,39%
Italie - FTSE MIB	+3,06%	-3,41%

INFO NEWS

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



Selon la dernière enquête de conjoncture de la Banque de France, présentée début décembre 2024, l'activité reste stable au quatrième trimestre, sous l'effet d'un contrecoup négatif des jeux olympiques et paralympiques sur l'activité, après leur impact positif sur la croissance française du troisième trimestre. Sur l'année 2024, la croissance atteindrait 1,1% (légèrement inférieure à la croissance attendue de 1,4%), et serait principalement tirée par le commerce extérieur, mais freinée par des phénomènes de déstockage. L'investissement des entreprises et des ménages pèserait négativement sur l'activité.

En 2025, l'économie française continuerait de croître à un rythme assez faible (environ un quart de point par trimestre, soit 0,9% en moyenne annuelle). La demande intérieure serait affectée par les mesures de consolidation budgétaire, mais aussi par le contexte d'incertitude qui les entoure. Ainsi, la consommation des ménages devrait accélérer, après avoir connu une croissance atone en 2024. La contribution de l'investissement privé resterait négative mais moins que l'an passé, et la contribution du commerce extérieur à la croissance serait toujours positive.

En 2026, la croissance annuelle rebondirait à 1,3%, favorisée par la détente des conditions financières (identique à celle prévue en 2023). Cette détente permettrait à l'investissement privé de contribuer de nouveau positivement à la croissance. La consommation des ménages progresserait à un rythme plus soutenu qu'en 2025, stimulée par une baisse un peu plus marquée du taux d'épargne. En 2027, la croissance annuelle serait proche de celle de 2026.

L'année 2026 risque d'être également marquée par une accélération significative du décrochage entre les EU et l'Europe, avec notamment les derniers événements géopolitiques qui créent davantage d'incertitudes en Europe, alors que les EU sont au contraire favorisés.

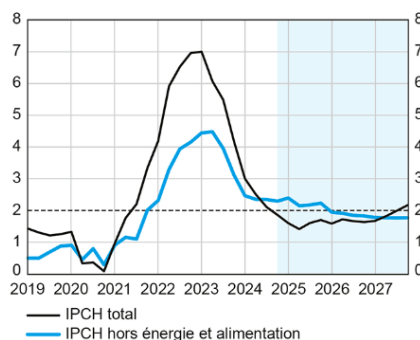
INFO NEWS

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).

Graphique 3 : IPCH et IPCH hors énergie et alimentation

(glissement annuel de séries trimestrielles, en %)



Note : IPCH, indice des prix à la consommation harmonisé.

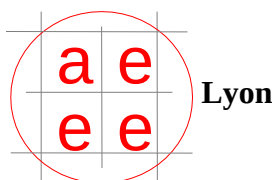
Sources : Insee jusqu'au troisième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Le taux d'inflation s'élève à 2,4% fin 2024, en ligne avec les prévisions (2,5%).

Sur l'ensemble de l'année 2024, l'inflation totale a nettement diminué, passant de 3% en glissement annuel au premier trimestre, à 1,9% au quatrième trimestre. Cette diminution provient essentiellement de la dynamique baissière des prix des biens alimentaires et énergétiques. De son côté, l'inflation sous-jacente (hors prix de l'énergie et des produits alimentaires), qui permet de mieux mesurer les tendances LT, serait stable 2,3% sur le quatrième trimestre, contre 2,5% au premier trimestre 2024. Les Jeux olympiques et paralympiques ont eu un effet haussier sur l'inflation dans certains sous-secteurs des services, essentiellement sur le mois d'août 2024, et n'a pas remis en cause la dynamique d'ensemble baissière de l'inflation.

Le taux d'inflation prévu pour 2025 s'élève à 1,6% en moyenne annuelle, en recul par rapport à 2024. Ce recul s'expliquerait en particulier par une inflation négative des prix de l'énergie (baisse des tarifs réglementés de vente de l'électricité en début d'année notamment).

Cette projection tient compte des mesures fiscales et sociales prévues initialement dans les projets de loi, telles que la hausse de la taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité (TICFE) au-delà de son niveau antérieur à la mise en place du bouclier tarifaire, la taxe sur les billets d'avion notamment. Si ces mesures n'étaient finalement pas appliquées, l'inflation hors énergie et alimentation poursuivrait sa décline à 2,2 %, après 2,4 % en 2024.



Le taux d'inflation totale et l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) prévus pour 2026 s'élèvent respectivement à 1,7 % et 1,9%, soit un niveau inférieur à une inflation cible jugée positive (soit 2%).

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution du taux d'inflation globale sur 3 ans pour l'Europe, les Etats-Unis et la France :

	2023	2024	2025
Europe	6,3%	2,6%	2,3%
France	5,6%	2,4%	1,6%
Etats-Unis	4,1%	2,9%	3,9%

INFO NEWS

Une remontée des OAT 10 ans sur le quatrième trimestre 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 01/12/2022 et le 01/12/2024

Après une baisse au troisième trimestre 2024, le taux des OAT 10 ans a remonté sur le quatrième trimestre. Le taux des OAT à 10 ans est ainsi passé de 2,80% au 01 octobre 2024 à 3,20 % au 31 décembre 2024, soit une hausse de près 40 points de base sur les trois derniers mois. Le taux moyen du quatrième trimestre 2024 est donc de 3,04%, contre une moyenne à 3,01% 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) ;
- Ce taux reste très inférieur au taux sans risque calculé sur une très longue période (soit 4,5% calculé en 2008).

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.

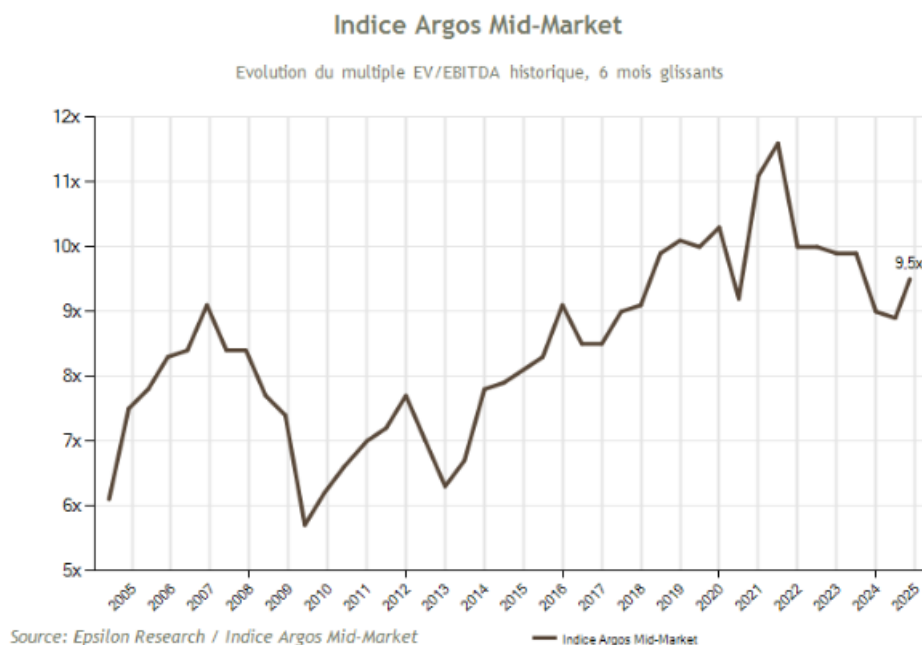
Le tableau ci-dessous met en évidence le taux des OAT 10 ans pour la France, l'Europe et les Etats-Unis pour 2023 et 2024, ainsi que les prévisions pour 2025 (en moyenne annuelle) :

	2023	2024
Europe	3,27%	nc
France	3,01%	2,97%
Etats-Unis	3,94%	4,20%

En novembre 2024, le spread OAT – Bund a atteint 90 points de base, soit son plus haut niveau depuis 2012 et la crise de l'euro, en raison de l'incertitude autour de l'avenir du gouvernement et de la bataille budgétaire.

INFO NEWS

Indice Argos (3ème trimestre 2024) - PME non cotées - :



L'indice (qui est plus l'expression de prix que de valeurs) s'est stabilisé à 9,5 x l'EBITDA sur le T3 2024, après s'être élevé à 8,9 x l'EBITDA au 2^{ème} 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 de 8,6% à 10,1 x l'EBITDA au T3 2024.

L'indice est porté par la reprise progressive de l'activité M&A et un rebond des LBO sur le mid-market (opérations de 15 à 500 millions d'euros). Cette hausse est liée à la disponibilité des capitaux, à l'amélioration des conditions de financement, sur fond de recul rapide de l'inflation qui a conduit la BCE à s'engager dans un cycle de baisse des taux d'intérêt. Ce processus est toutefois progressif compte tenu des incertitudes géopolitiques majeures qui demeurent et de la faiblesse de la croissance économique en zone euro.

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 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

⇒ **Stargate : le nouveau projet d'IA à 500 milliards de dollars**

Jusqu'à présent, Joe Biden mettait en scène les investissements en faveur de la transition énergétique et des microprocesseurs. Le 21 janvier, au lendemain de l'investiture de Donald Trump, le nouveau président promeut les investissements en matière d'intelligence artificielle et a annoncé un investissement considérable nommé « Stargate ». Ce projet est destiné à bâtir des centres de données géants de la future génération d'IA, élaboré conjointement par Oracle, OpenAI et Softbank.

En termes de financements, 100 milliards de dollars sont destinés à être investis immédiatement, auxquels doivent s'ajouter 400 milliards d'ici 2029. Selon le président, il s'agit « de la plus grande infrastructure pour l'intelligence artificielle de notre histoire » qui doit permettre de bâtir les infrastructures physiques et virtuelles de la nouvelle génération IA, et de créer plus de 100 000 emplois aux Etats-Unis.

Conjointement à l'annonce de ce nouveau projet, Donald Trump a annoncé l'abrogation d'un décret sur l'intelligence artificielle, mettant un terme aux exigences de sécurité et de transparence pour les développeurs d'IA. La nouvelle administration semble donc opter pour une politique moins interventionniste pour soutenir l'innovation.

⇒ **Une levée de fonds historique décidée par Boeing pour éviter le crash financier**

En pleine crise, Boeing a enregistré sa pire perte trimestrielle sur les 4 dernières années avec plus de 6 milliards de dollars, sur fonds d'accidents et d'incidents à répétition touchant ses appareils. Le 28 octobre, alors que le géant américain était paralysé par une grève soutenue par plus de 33 000 ouvriers, Boeing a annoncé le lancement d'une augmentation de capital d'environ 19 milliards de dollars pour renforcer sa trésorerie.

Ainsi, l'avionneur américain a proposé sur le marché 90 millions d'actions ordinaires valorisées autour de 13,9 milliards de dollars au cours actuel, en plus de 5 milliards de dollars de certificats de dépôt. De plus, le groupe a annoncé des mesures pour préserver sa trésorerie, dont une réduction de 10% de ses effectifs mondiaux (soit environ 170 000 employés fin 2023), et envisage la cession de ses activités spatiales pour recentrer le groupe et renforcer sa situation financière.

⇒ **Nvidia : une croissance « au plus » bas en 2024 depuis les deux dernières années**

L'entreprise américaine, spécialiste des cartes et processeurs graphiques, essentielles pour les acteurs de l'IA, est devenue en 2024 la première capitalisation mondiale, après avoir franchi en juin 2024, le seuil des 3 000 milliards de dollars, soit une performance supérieure à celle d'Apple et Microsoft à la même date. L'action a augmenté de près de 200% depuis le début de l'année 2024 (cours multiplié par neuf en deux ans),

Cependant, la copie rendue par la société comporte une réelle décélération de sa croissance sur le T4 2024, inquiétant ainsi les investisseurs.

Avec 37,5 milliards de dollars de chiffre d'affaires (un peu au-dessus des attentes des investisseurs -37,1 mds \$), Nvidia signe une croissance annuelle de 70%, contre 94% au troisième trimestre, et 122% au second trimestre 2024. Il s'agirait de la plus faible croissance sur un an depuis sept trimestres, et le premier trimestre de l'exercice 2023-2024.

⇒ **Le marché français du M&A pénalisé par les incertitudes politiques**

Après une croissance atone en 2023, l'année 2024 a marqué le retour de quelques opérations. Mais le climat politique français a refroidi l'intérêt des investisseurs étrangers. L'incertitude sur l'environnement fiscal est un problème pour les entreprises étrangères qui souhaitent investir en France.

L'intérêt des investisseurs étrangers pour la France a chuté à la suite de l'annonce de la dissolution le 9 juin 2024. En 2024, les achats d'entreprises françaises par des sociétés étrangères ont ainsi baissé de 22% en valeur sur un an à 39 milliards de dollars, et de 15% en volume.

La valeur des transactions réalisées par des entreprises françaises à l'étranger a diminué de 12% à 45 milliards de dollars selon les chiffres arrêtés à début novembre 2024 et repris par le cabinet de conseil en stratégie Bain & Company.

Cependant, certains experts restent optimistes et attendent un rebond d'activité pour l'année 2025, notamment au deuxième semestre.

⇒ **Synopsys – Ansys : un nouveau poids lourd de la tech**

Synopsys et Ansys sont deux groupes peu connus du grand public. Ainsi, l'annonce de l'acquisition d'Ansys par Synopsys en début d'année n'a pas eu beaucoup d'écho dans le grand public.

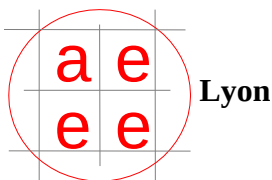
Pourtant, le montant est significatif : 35 milliards de dollars. Il s'agit d'un des plus gros deals de l'histoire de l'informatique derrière l'acquisition d'EMC par Dell pour 67 milliards de dollars en 2016 et de VMware par Broadcom pour 61 milliards de dollars en 2023. Ce rapprochement permettra au nouvel ensemble de concurrencer des sociétés comme Dassault Systèmes, PTC, ou encore Autodesk.

Pour donner un ordre de grandeur, il s'agit de la même somme que le plan d'aide à l'Ukraine voté par l'Union européenne en octobre.

Les deux sociétés occupent une place centrale dans le secteur de l'informatique. Fondé en 1986 par Aart de Geus, Synopsys est une société californienne de 20 000 collaborateurs spécialisée dans le développement de logiciels à destination des fabricants de semi-conducteurs et d'ordinateurs. Ansys est spécialisée dans l'ingénierie assistée par ordinateur et la simulation numérique appliquée.

⇒ **HR Path annonce avoir levé 500 millions d'euros auprès d'Ardian**

Après Mistral AI et son tour de table à 600 M€, HR Path réalise une levée de fonds record de 500 M€. Il s'agit du troisième tour de financement pour la société, spécialisée dans les services de conseil et d'intégration en ressources humaines. Elle avait obtenu 113 M€ en 2021 et 110 M€ en 2019. La dernière levée de fonds a été menée par Ardian, fonds d'investissement français, qui en profite pour obtenir une participation minoritaire dans HR Path.



Pour mémoire, la société a été créée en 2001 par François Boulet, et Cyril Courtin, associés fondateurs. Elle a réalisé de nombreuses acquisition (38 en 15 ans) dans différents pays.

HR Path réalise un chiffre d'affaires de 215 M€. Elle est présente à ce jour dans 22 pays et compte 1 800 collaborateurs. Le groupe intervient sur les principales solutions RH du marché tout en distribuant ses propres logiciels pour répondre à des approches métiers spécifiques.

⇒ **L'année 2024, une année historique en termes de sanctions prononcées par l'Autorité de la concurrence**

En 2024, l'Autorité de la concurrence a rendu 11 décisions contentieuses et prononcé au total plus d'1,4 milliard d'euros de sanctions. Parmi les décisions marquantes de 2024 figurent la décision sanctionnant Google pour non-respect de ses engagements en matière de droits voisins de la presse (250 millions d'euros) et plusieurs décisions sanctionnant des ententes (concernant le secteur des produits préfabriqués en béton, plusieurs fabricants actifs dans le secteur du matériel électrique basse tension (470 millions d'euros), une entente entre les compagnies aériennes Air Antilles et Air Caraïbes notamment).

De surcroît, l'autorité a prononcé une sanction de 611 millions d'euros à l'encontre de 10 fabricants et de 2 distributeurs de produits électroménagers pour avoir pris part à des pratiques verticales de fixation du prix de vente. Les entreprises sanctionnées sont BSH, Candy Hoover, Eberhardt, Electrolux, Whirlpool (en tant que successeur d'Indesit), LG, Miele, SEB, Smeg, Whirlpool, Boulanger et Darty.

Pour la quatrième fois de son histoire, l'Autorité de la concurrence a dépassé le seuil symbolique du milliard d'euros de sanctions cumulées sur une année. Avec un total de 1,4 milliard d'euros, 2024 s'inscrit au deuxième rang des années enregistrant les sanctions les plus importantes, témoignant de son engagement déterminé et résolu contre les pratiques anticoncurrentielles.

⇒ **Des dividendes records versés sur l'année 2024**

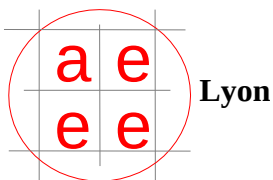
Selon la lettre financière Vernimmen, les entreprises du CAC 40 ont reversé près de 100 milliards d'euros à leurs actionnaires en 2024, sous forme de dividendes (72,8 mds €), soit +8,5%, et de rachats d'actions (25,5 mds €, en recul).

⇒ **OpenAI lève 6,6 milliards de dollars : une valorisation record**

OpenAI a annoncé, dans un communiqué de presse publié en octobre 2024, une levée de fonds de 6,6 milliards de dollars. Un financement qui valorise l'entreprise à 157 milliards de dollars, loin des mastodontes de la tech, mais qui propulse OpenAI dans le cercle restreint des entreprises technologiques les plus prometteuses, capables de rivaliser avec des acteurs comme SpaceX (137 milliards de dollars) et ByteDance (environ 300 milliards de dollars).

OpenAI a pour objectif d'être un des leaders dans le domaine de l'intelligence artificielle générative.

Cette levée de fonds survient à un moment où le marché de l'IA est en pleine ébullition, avec une course à l'innovation de plus en plus intense entre des acteurs traditionnels comme Google et des startups prometteuses. Elle donne à OpenAI les moyens de renforcer ses capacités de recherche et de développement, de couvrir les coûts liés de l'entraînement de ses modèles et de recruter les talents les plus recherchés dans le domaine.



⇒ **Elon Musk : premier homme dont la fortune dépasse les 400 milliards de dollars**

Selon l'estimation de Bloomberg publiée mercredi 11 décembre, Elon Musk a vu sa fortune encore augmenter après la victoire de Donald Trump à la présidentielle américaine.

Ce record provient de deux facteurs.

- d'une part, le prix de l'action de Tesla a augmenté de plus de 65 % depuis l'élection début novembre de Donald Trump, dont Elon Musk est désormais le bras droit, valorisant largement en bourse la fortune du milliardaire selon Bloomberg.
Cette flambée provient notamment des attentes de développement par le président élu de la voiture autonome (secteur sur lequel mise Tesla) et de sa volonté de modifier la politique de crédits d'impôt pour les véhicules électriques, qui pourrait profiter à la firme de Musk.
- D'autre part, l'entreprise d'aéronautique SpaceX et ses investisseurs ont racheté jusqu'à 1,25 milliard de dollars d'actions de la société faisant grimper la valeur de l'entreprise spatiale à environ 350 milliards de dollars. Cette transaction a augmenté la fortune personnelle d'Elon Musk d'environ 50 milliards de dollars, la portant à 440 milliards de dollars, toujours selon Bloomberg.

Cahier : évaluation des entreprises en difficulté
Quand l'entreprise vacille : impacts financiers et humains des difficultés économiques sur les salariés et les stratégies d'atténuation

Benoît NOWACZYK, membre A3E
Associé, Advolis Orfis

Les turbulences économiques auxquelles sont confrontées les entreprises aujourd'hui mettent à l'épreuve leur solidité financière, parfois leur gouvernance et surtout leurs collaborateurs.

Qu'elles résultent d'une conjoncture défavorable, d'une mauvaise gestion interne ou d'un bouleversement sectoriel, les difficultés financières d'une entreprise ne se limitent pas à des questions financières ou stratégiques. Elles touchent directement les salariés, tant dans leur rémunération que dans leur quotidien professionnel et leur avenir.

Les premières répercussions se manifestent souvent par un gel des augmentations salariales, la suppression des primes ou la réduction d'avantages sociaux.

Progressivement, l'instabilité managériale va s'installer et entraîner un climat d'incertitude qui affecte la motivation et la productivité des équipes. Dans certains cas, à cette situation s'ajoutent des mesures de restructuration voire des licenciements ce qui peut conduire à un bouleversement du fonctionnement de l'entreprise et à la remise en cause de sa pérennité.

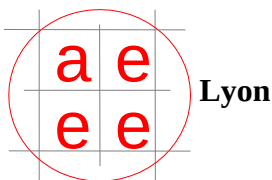
En tant qu'évaluateur, ces situations sont connues et leurs effets sont intégrés dans les exercices de valorisation réalisés :

- *(i) une analyse critique des prévisions d'exploitation avec l'identification des économies réalisées par l'ajustement de la structure salariale de l'entreprise pour faire face à sa nouvelle situation,*
- *(ii) l'identification des coûts attachés à ces mesures,*
- *(iii) les nouveaux équilibres financiers qui résultent de ces mesures.*

Mais au-delà des chiffres et des plans d'optimisation budgétaire, c'est la dynamique humaine qui s'en trouve questionnée. La confiance envers la direction s'érode, la cohésion des équipes se fragilise et l'engagement des collaborateurs s'effrite.

Cet article explore les conséquences concrètes des crises économiques sur les salariés avant d'analyser les solutions qui peuvent être mises en place pour limiter leur impact et favoriser une sortie de crise plus harmonieuse. Ces mesures sont à identifier dans des contextes d'évaluation d'entreprises en difficulté, au risque que leurs prévisions qui s'inscrivent dans une sortie de crise, ne restent lettre morte.

Lorsqu'une entreprise traverse une phase critique, l'un des premiers leviers d'action concerne la maîtrise des coûts, et la masse salariale est souvent l'une des premières variables d'ajustement. Dans un premier temps, les salariés constatent généralement un gel des hausses de salaire, rendant leur pouvoir d'achat plus vulnérable, notamment en période d'inflation.



À cela s'ajoute la suppression ou la diminution des primes, notamment celles liées à la performance ou aux résultats globaux de l'entreprise.

Ces décisions ont des répercussions immédiates sur les revenus des collaborateurs et toute chose étant égale par ailleurs, sur la rentabilité de la société, un bel effet en trompe l'œil si la situation est amenée à se poursuivre.

La situation devient plus préoccupante lorsque l'entreprise ne parvient plus à assurer la pérennité de ses effectifs. Le gel des embauches devient une norme, limitant la mobilité interne et les perspectives d'évolution pour les collaborateurs en poste.

Dans certains cas, les retards de paiement des salaires commencent à apparaître, signalant une dégradation inquiétante de la trésorerie. Les suppressions de postes deviennent alors une réalité, qu'elles prennent la forme de licenciements économiques, de départs volontaires encouragés par des incitations financières ou encore de non-renouvellements de contrats précaires.

Face à cela, les salariés, même ceux qui conservent leur poste, évoluent dans un climat de tension grandissant. L'absence de perspectives d'évolution et la pression accrue sur les équipes restantes accentuent la démobilisation, tandis que les talents les plus qualifiés, conscients de l'instabilité qui les entoure, préfèrent souvent partir de leur propre initiative, privant l'entreprise d'une ressource précieuse pour son redressement.

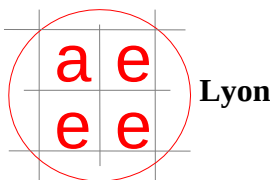
Ne pas avoir en tête de tels risques lorsqu'il est procédé à la revue des prévisions voire à leur établissement est de nature à générer un biais optimiste...

Les effets de la crise, souvent de trésorerie, que traverse une société ne se limitent pas qu'aux questions financières. Ils sont présents dans le quotidien des salariés. L'incertitude sur l'avenir génère du stress, et celui-ci devient rapidement un facteur de désengagement et de démotivation. La charge de travail tend à s'intensifier, notamment pour ceux qui doivent absorber les responsabilités laissées vacantes par les départs non remplacés. Cette surcharge, couplée à la peur de perdre son emploi, entraîne une hausse des arrêts (maladie, burn-out...) compromettant encore davantage l'efficacité collective.

Le climat social se détériore progressivement, favorisant la montée des tensions et des conflits internes. Lorsque les ressources se font rares, la compétition entre collègues devient plus marquée, générant des rivalités et une atmosphère pesante.

L'entreprise elle-même souffre de ces bouleversements. Une démotivation généralisée conduit inévitablement à une baisse de la productivité, fragilisant encore plus les résultats financiers. L'image de marque employeur se détériore, rendant le recrutement de nouveaux talents particulièrement complexe, au moment où l'organisation en aurait pourtant le plus besoin pour se restructurer. Dans les cas les plus critiques, cette spirale négative peut précipiter la liquidation de la société, celle-ci étant incapable de se réinventer dans un environnement devenu hostile et incertain.

Face à ces défis, il est impératif pour les directions des entreprises en difficulté de repenser leur gestion de crise en intégrant une dimension humaine forte. La première clé réside dans la communication. Plutôt que de céder à la tentation du silence ou de la minimisation, les dirigeants doivent adopter une posture de transparence. Expliquer la situation, présenter les mesures mises en place et impliquer les salariés dans le processus de redressement permet de réduire les spéculations et de renforcer la cohésion interne.



Parallèlement, il est essentiel d'accompagner les équipes afin de se prémunir contre la démotivation. Les dispositifs de soutien psychologique, les cellules d'écoute et l'encadrement managérial doivent être renforcés pour atténuer les effets du stress et de la surcharge de travail. Plutôt que de supprimer brutalement des postes, certaines alternatives peuvent être mises en place, comme le chômage partiel, la réduction du temps de travail ou encore la mobilité interne vers d'autres fonctions.

Ces solutions permettent de préserver les compétences au sein de l'entreprise tout en limitant l'impact financier immédiat.

Un autre levier d'action réside dans l'investissement dans les compétences en maintenant la formation comme une priorité car elle offre aux collaborateurs des perspectives de progression et d'adaptation.

Certaines entreprises optent pour le financement de formations courtes ou la reconversion interne, permettant à leurs salariés d'évoluer vers des fonctions plus en adéquation avec les nouvelles réalités économiques.

Enfin, il est fondamental de ne pas négliger l'importance de la reconnaissance et de l'engagement. Même dans un contexte difficile, valoriser les efforts et maintenir un environnement de travail stimulant permet de préserver une dynamique positive.

L'entreprise doit faire preuve de créativité en proposant des compensations non financières, telles que la flexibilité du travail, l'amélioration des conditions de travail ou encore des formes alternatives de récompense pour maintenir la motivation des équipes.

Les crises rencontrées par les entreprises, si elles sont définies par les difficultés financières que celles-ci rencontrent, constituent principalement un défi humain.

Si les ajustements budgétaires sont inévitables, ils ne doivent pas se faire au détriment des équipes, sous peine d'aggraver encore davantage la situation.

Une gestion de crise fondée sur la transparence, l'accompagnement et l'anticipation permet non seulement de limiter les effets négatifs sur les salariés, mais aussi de préserver les atouts nécessaires à un redressement durable.

L'ensemble de ces éléments est à prendre en considération lors de l'évaluation d'une société en difficulté sous peine de s'appuyer sur des prévisions si ce n'est erronées à tout le moins optimiste.

Actualité jurisprudentielle de l'article 1843-4 du Code Civil

*Thierry Saint-Bonnet, membre A3E
Expert (h) près la Cour d'Appel de Paris*

L'article 1843-4 du Code civil régit la mission d'évaluation des droits sociaux par un tiers évaluateur.

Depuis une quinzaine d'années, la jurisprudence a été fournie en la matière et a donné lieu à de nombreux commentaires.

Pour rappel, il convient de distinguer « **l'expert** » de **l'article 1843-4** d'autres institutions qui peuvent s'en rapprocher mais sont de nature différente :

- *l'expert judiciaire désigné pour donner un avis sur une question de fait par un juge qui en détermine et encadre la mission,*
- *l'arbitre choisi par les parties en vertu d'une clause compromissoire ou d'un compromis, et qui dispose d'un pouvoir juridictionnel et de la possibilité d'arrêter une valeur,*
- *le tiers estimateur de l'article 1592 du Code civil, dont l'intervention doit être prévue par la convention des parties, et à défaut de laquelle il n'y a pas de vente. Il parachève le contrat de vente en fixant le prix, les parties s'étant accordées sur le bien, mais laissant à un tiers le soin de fixer le prix.*

L'article 1843-4 dispose que la valeur des droits sociaux d'un associé, en cas de cession ou de rachat, doit être déterminée en cas de désaccord par un expert désigné par le président du tribunal, soit à la demande des parties, soit par ordonnance judiciaire.

Le texte, auquel renvoient de nombreuses dispositions du droit des sociétés, prévoit en cas de retrait, d'exclusion ou de refus d'agrément d'associés de sociétés civiles ou commerciales, un mécanisme dérogatoire, mais d'ordre public, de fixation de la valeur de droits sociaux de l'associé retenant ou exclu.

Le recours à l'expert de l'article 1843-4 est possible lorsque la loi ou les statuts prévoient que cette disposition s'applique. Le recours est également valable lorsque les parties ont placé leurs accords contractuels dans le champ d'application du texte. Il s'agit par exemple des pactes d'actionnaires, **mais il faut qu'il existe une contestation sur le prix** et que celui-ci ne soit ni déterminé, ni déterminable.

Il faut également rappeler que la valeur arrêtée par l'expert s'impose aux parties et au juge, sans recours possible, sauf erreur grossière du technicien. Enfin, en dehors du cas où les associés ont prévu, par les statuts ou conventionnellement, des règles et modalités de détermination de la valeur, l'expert est libre de déterminer seul les critères qu'il juge les plus appropriés pour fixer la valeur des titres.

Depuis 2007, la jurisprudence de la Cour de cassation est abondante.

Trois décisions récentes de la Chambre commerciale entraînent quelques observations.

I - La date de l'évaluation : Cass. com. 8 nov. 2023, n° 22-11.766

Dans cet arrêt la Cour confirme qu'en l'absence de dispositions statutaires prévoyant une autre date, ***la valeur des droits sociaux de l'associé qui se retire doit être déterminée à la date la plus proche de celle à laquelle le remboursement interviendra.***

La Chambre commerciale a décidé d'être pragmatique en s'inspirant de ce qui se fait en matière de liquidation de régimes matrimoniaux et de succession, où très souvent la question de l'évaluation des biens se fait toujours à la date la plus proche du partage.

Puisque le partage a un effet immédiat, constitutif, c'est le jour du paiement auquel il interviendra.

Cet arrêt permet aux parties de gérer en toute connaissance de cause le planning des opérations d'expertise. Certaines ayant intérêt à ralentir, ou au contraire accélérer le processus, elles sont ainsi averties des conséquences de leur stratégie.

II - L'article 1843-4 au regard des exigences de la CEDH : Cass. com. 8 nov. 2023, n° 22-11.765 et Cass. com. 8 nov. 2023, n° 22-766

Deux arrêts du 8 novembre 2023 relatifs à la mise en œuvre d'une clause d'exclusion statutaire dans une société civile à capital variable, apportent des précisions originales sur la conformité de l'article 1843-4 aux exigences de la Convention Européenne des Droits de l'Homme (CEDH), approche jusque-là inexplorée.

Les parties avaient évoqué l'article 6.1 de la CEDH, qui garantit le droit d'accès au juge, pour contester la validité de la décision du tiers estimateur, en faisant valoir que celle-ci ne pouvait, en règle générale, faire l'objet d'un recours effectif dans la mesure où elle s'imposait, sans recours possible, aux parties et au juge.

L'article 1843-4 constitue d'une certaine façon une ingérence dans l'exercice du droit d'accès à la justice eu égard à ses effets.

Selon la Chambre commerciale, cette ingérence est toutefois justifiée par un but légitime, qui est de permettre à l'associé retrayant ou exclu d'être rapidement fixé sur le montant du remboursement qui lui est dû et à la société ainsi qu'aux autres associés de connaître ce montant, sans avoir à supporter les aléas d'une procédure judiciaire classique, à savoir une procédure comportant des possibilités de recours ordinaires lors de différentes phases du processus.

La Cour ajoute que, par ailleurs, la décision de désigner un expert demeure soumise à un appel-nullité, en cas d'excès de pouvoir.

Enfin, l'évaluation des droits sociaux à laquelle procède l'expert désigné, si elle s'impose aux parties et au juge, s'effectue néanmoins sous le contrôle de ce dernier, le juge disposant du pouvoir d'annuler le rapport d'expertise notamment en cas de manquement de l'expert aux exigences d'indépendance et d'impartialité et en cas d'erreur grossière.

Selon une jurisprudence constante, l'erreur grossière peut notamment consister dans le choix erroné d'une date d'évaluation ou dans la soumission induite de l'expert à des méthodes d'évaluation limitant sa liberté d'appréciation.

En l'espèce, la société a eu la possibilité de contester l'impartialité de l'expert devant la cour d'appel et d'invoquer à différents égards une erreur grossière.

Les limitations ainsi apportées au droit d'accès au juge se situent dans un rapport raisonnable de proportionnalité avec l'objectif légitime visé.

Cette décision de la Cour de cassation définit l'état du droit national. Pourrait-elle être remise en cause par une décision de la Cour de justice de l'Union européenne ? Il faudrait en tout état de cause qu'elle soit saisie sur ce sujet, observation faite qu'il existerait des dispositifs proches de l'article 1843-4 dans certains pays, membres de l'Union.

III - L'expert peut déterminer deux valeurs : Cass. com. 17 janv. 2024, n° 22-15.897

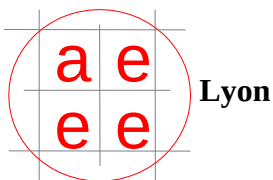
Il résulte de l'article 1843-4 du Code civil que ***si l'expert est tenu d'appliquer, lorsqu'elles existent, les règles et modalités de détermination de la valeur des droits sociaux prévues par toute convention liant les parties***, il incombe au juge d'interpréter, s'il y a lieu, la commune intention des parties à la convention.

En application de ces principes, l'expert peut, afin de ne pas retarder le cours de ses opérations, retenir différentes évaluations correspondant aux interprétations de la convention respectivement revendiquées par les parties, à charge pour le juge, après avoir procédé à la recherche nécessaire de la commune intention des parties, d'appliquer l'évaluation correspondante, laquelle s'impose alors à lui.

Ayant souverainement constaté que la commune intention des parties à la convention de cession des titres des sociétés A, B et C avait été de ne pas modifier les principes appliqués de façon permanente lors de la comptabilisation des produits constatés d'avance par ces sociétés pour calculer la variation du prix de cession, la cour d'appel en a exactement déduit qu'il convenait de condamner les cessionnaires à payer aux cédants le complément de prix, fixé par l'expert en application de la méthode comptable correspondante, l'expert n'ayant exprimé aucune préférence à cet égard, mais seulement indiqué la méthode comptable qu'il aurait préconisée lors de l'établissement, par les sociétés concernées, de leurs comptes annuels. Il a donc arrêté deux valeurs.

Arrêter deux valeurs, ne signifie pas présenter une fourchette de prix.

En effet, en toute hypothèse, l'expert doit arrêter un prix, éventuellement un second, mais il ne peut en aucun cas estimer la valeur entre ces deux bornes.



La position de la Chambre commerciale est intéressante car elle permet de respecter la séparation des rôles entre le juge et l'expert :

- *au juge, le pouvoir souverain de l'appréciation de la volonté des parties,*
- *à l'expert, celui de fixer le prix en application de cette appréciation.*

La décision de la Cour présente également des avantages pratiques indéniables :

- *ne pas faire porter à l'expert le risque de l'interprétation de la méthodologie par commission d'une faute grossière qui annulerait le rapport,*
- *éviter les allers et retours entre le tribunal et l'expert sur la question de l'interprétation, source de temps perdu et de coûts.*

Sources :

- Fiche méthodologique sur la mise en œuvre de l'article 1843-4 du Code civil
- Evaluation des droits sociaux par un tiers estimateur
- Fiches méthodologiques de la Cour de cassation – Mise à jour 9 juillet 2024
- L'évaluation à dire d'expert de l'article 1843-4 du Code civil : difficultés et jurisprudence récente -Revue Experts n° 173 – Avril 2024
- Du nouveau du côté de l'article 1843-4 du Code civil - P. LE TEUFF - Revue Experts n° 173 – Avril 2024

Point d'étape : prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

Comme indiqué dans une précédente lettre, A3E a réalisé une enquête sur la prise en compte à fin 2024, des critères ESG en évaluation.

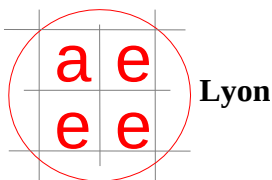
Nous présenterons dans la lettre du 1^{er} trimestre 2025 la synthèse de cette enquête.

Dans l'attente, nous avons cherché, en échangeant au sein de l'association A3E, et en consultant les différents articles et études sortis à ce jour sur le sujet, à identifier des éléments clés, que nous présentons ci-après:

- **la prise en compte des critères ESG est une réalité au regard du financement des transactions** : de nombreux fonds d'investissement (notamment européens) intègrent de manière de plus en plus systématique dans les due diligences ; de même, les banques . Une mauvaise note ESG peut se traduire par une décision de « no go » de la part .de certains fonds d'investissement, de plus en plus nombreux. De même, la note ESG a de plus en plus un impact sur les spreads de taux appliqués par les banques.
- **pour autant, il n'y a pas d'impact avéré des critères ESG sur les valorisations de société,**
- **à ce jour, aucun modèle robuste n'a été développé pour modéliser la dimension ESG en évaluation, et objectiver les paramètres utilisés en évaluation (primes, décotes,...).**

Les freins à la prise en compte d'une approche robuste sont très nombreux :

- les bases de données ne prennent pas en compte ou de manière très imparfaite le risque lié aux critères ESG,
- hétérogénéité de la communication des groupes en matière d'ESG / informations non validées, dans l'attente de la publication des premiers rapports de durabilité et de leur attestation par des « auditeurs vers ». Ce point est déterminant, dès lors que les notations ESG sont établies en ayant recours à l'IA en grande partie,
- absence d'homogénéité dans le processus de notations,
- les notations ESG n'ont de sens que par rapport aux enjeux réels ESG auxquels les sociétés sont exposées,
- projet de normalisation (et donc contraintes réglementaires) très différents selon les zones géographiques (exemples : entre l'Europe et les Etats-Unis ou la Chine), et même en sein d'une même zone géographique (exemples : entre la France et l'Allemagne, entre le Canada. Le nouveau Président américain a clairement indiqué que les risques ESG ne font pas partie des priorités de son plan ; ce discours est également tenu par d'autres pays européens,
- reporting durabilité complexe, absence du recul à fin 2024. Les premiers reportings de durabilité seront publiés en 2025,
- les informations disponibles dans les sociétés (ex : diagnostic ou audit RSE, plan de transition énergétique,...) sont très différentes en fonction des entreprises, et notamment selon leur taille,
- engagements très différents pris par les groupes selon les scopes (1, 2 ou 3), avec un enjeu réellement important sur le scope 3, avec une échéance pour la neutralité carbone en 2050,



- traduction comptable différente selon les référentiels, et évolution attendue des référentiels comptables,
- ...

En pratique, lorsque l'impact est élevé, notamment en ce qui concerne la transition énergétique, la prise en compte se fait selon les cas de différentes manières, et de manières non homogènes : prime de risques complémentaires, plafonnement de la valeur terminale,...

- la mise en œuvre d'une approche plus structurée pour prendre en compte le risque ESG devrait prendre 3 ou 4 ans, le temps notamment d'avoir du recul sur le timing de mise en œuvre de la réglementation, du recul sur une communication homogène et validée (reportings de durabilité publiés à compter de 2025 et validés par des « auditeurs verts », de la définition de standards de notations ESG, et de la prise en compte des critères ESG par les bases de données permettant d'avoir une approche sectorielle,
- ... pour autant, nous ne nous attendons pas en tant qu'évaluateurs à l'émergence de nouvelles méthodes de valorisation, ni de modifications structurantes des mises en œuvre de ces méthodes (notamment par la prise en compte d'un horizon beaucoup plus long pour la méthode des DCF),
- Les études réalisées mettent en évidence le fait que les entreprises « vertes » sont plus résilientes (ce qui peut se traduire par une prime de risques plus faible), sans pour autant identifier un lien avec leur valorisation,
- Il est probable qu'une entreprise qui ne cherche pas à devenir plus verte (améliorer sa note ESG) voit sa valorisation diminuer (notamment par la prise en compte de primes de risques plus élevés). En revanche, une entreprise dont la notation ESG s'améliore ne voit pas mécaniquement sa valorisation augmenter,
- Il semble que certains groupes qui ont à la fois une bonne note ESG et une bonne note financière sont ceux qui ont les moyens de mettre en place une politique ESG. Il n'y a pas de corrélation avérée entre le respect des critères ESG et l'amélioration de la performance financière,
- Les différentes études réalisées mettent en évidence le poids qui reste déterminant de la notation financière dans la notation globale d'une entreprise. La notation ESG semble ainsi peu rémunérée par le marché lorsqu'elle n'est pas corrélée à une bonne performance financière. Preuve en est les groupes qui ont une activité dans l'IA, dont la valorisation augmente de manière exponentielle, alors que les consommations d'énergie augmentent de manière tout autant exponentielle,
- Une étude réalisée en décembre 2023 sur la période 2001-2020, portant sur plus de 16 000 actions dans 48 pays et sept fournisseurs de notations ESG différents a montré une faible corrélation entre la notation ESG et les rendements boursiers, quelque soit le pays, la période ou la sous-notation ESG. Il sera intéressant d'avoir une mise à jour de l'étude 2 ans après la publication des premiers rapports de durabilité, et plus généralement après une accélération de la communication des groupes sur l'ESG, et surtout sur une communication peu homogène,

- Les groupes qui communiquent de manière détaillée sur les impacts financiers des engagements (OPEX, CAPEX,...), plus que leurs concurrents, sont susceptibles d'avoir un impact négatif sur leur notation financière. Cela se comprend sur le plan économique dès lors que les engagements ESG sous-tendent des coûts supplémentaires,..., a priori d'autant plus élevés que la société souhaite améliorer sa notation ESG. Ainsi, une entreprise ne cherchant pas à avoir une bonne note ESG pourrait avoir une meilleure rentabilité, au-delà des enjeux stratégiques,
- Il est donc important que les engagements puissent se traduire par une création de valeur, qui peut se faire en fonction de 3 leviers :
 - o croissance / gains de parts de marché,
 - o amélioration de la rentabilité de l'activité, amélioration des capitaux investis,
 - o et niveau de risque,
 ..., mais dans le contexte où la quantification des créations de valeur induites / de la performance financière est souvent aléatoire). Il n'existe pas à ce jour de recul suffisant pour apprécier les équilibres financiers susceptibles d'intervenir à court, moyen ou long terme, entre les dépenses à engager au titre de la durabilité et les bénéfices induits.
- Il existe un consensus des différentes études sur le fait que la position du consommateur final vis à vis des entreprises vertes -et notamment les jeunes générations) va jouer un rôle prépondérant dans la nécessité d'accélérer la mise en place d'un plan de transition énergétique, notamment en cas de pressions identifiées à court terme,
- Plus généralement, la position des tiers à l'entreprise (fournisseurs, clients, banquiers,...) va jouer un rôle de plus en plus déterminant.

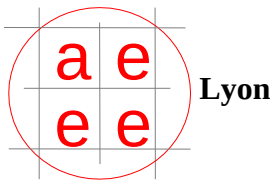
Il n'est, bien sûr, pas question de remettre en cause le bien fondé de la réflexion ayant conduit à mettre en place une réglementation plus contraignante en matière de transition énergétique et visant à une neutralité carbone. Pour autant, on peut regretter la mise en place d'une réglementation (trop) complexe en termes de durabilité, avec un calendrier très (trop) serré,..., et surtout par le non respect de cette réglementation par des pays / acteurs très consommateurs d'énergie ou très polluants.

Il existe un risque que la prise en compte des critères ESG soit un facteur qui accentue les écarts de valorisation entre les groupes européens et américains, ces derniers étant soumis à une réglementation beaucoup moins contraignante.

Cela risque également d'accentuer les écarts de valorisation entre les PME (qui ne disposent pas des moyens financiers des groupes pour mettre en œuvre un plan ESG), et les groupes dont la très bonne santé financière leur permet de réaliser des investissements importants dans l'ESG.

A défaut d'avoir une relation établie entre valorisation et note ESG ou une modélisation de l'impact du risque ESG sur la valeur, l'association A3E a créé un groupe de travail ***pour intégrer la dimension ESG dans la démarche d'évaluation***. Les premières réflexions conduisent à la convergence des membres de l'association sur les points suivants :

- Les entreprises vertes ne doivent pas être évaluées avec des outils / une méthodologie différente des autres entreprises,
- Compte tenu de l'horizon plus important des plans de transition environnementale, la méthode des DCF est considérée comme la plus pertinente pour appréhender le risque ESG en cas d'enjeu significatif, dans l'attente de la prise en compte du risque ESG dans les bases de données utilisées pour le calcul des multiples..., ce qui risque de prendre du temps, notamment pour les transactions comparables,
- Le risque ESG doit être traduit en priorité dans les prévisions,
- Il est nécessaire d'intégrer dans le diagnostic une partie spécifique sur l'analyse des critères ESG. L'analyse consistera notamment à appréhender les enjeux stratégiques pour l'entreprise de mettre en place un plan de transition et d'avoir une bonne note ESG, de son exposition aux critères ESG,..., dans un contexte où le timing est important pour la réalisation du plan de transition, selon que les enjeux sont à CT ou LT,
- Ce n'est pas à l'évaluateur de réaliser un audit RSE, comme ce n'est pas à l'évaluateur de réaliser un audit stratégique. L'évaluateur doit s'appuyer, en cas d'analyse interne, sur la fiabilité de l'information ESG (ex : validation par un auditeur « vert »...),
- Une entreprise exposée aux enjeux d'ESG, notamment au risque environnemental, doit avoir conduit une réflexion sur les critères ESG préalablement à l'intervention de l'évaluateur. A défaut, l'évaluateur devra apprécier l'impact d'une absence d'information significative sur la conclusion qu'il va émettre sur la valeur,
- Il faut être vigilant à ce que l'analyse ne conduise pas à majorer artificiellement la valeur des entreprises vertes (notamment celles qui ont les moyens de mettre en place un plan ESG et de supporter les coûts d'une communication active sur le plan ESG), ni par symétrie de minorer artificiellement leur valeur,
- Le risque ESG est un risque spécifique qu'il convient d'adresser dans le cadre d'une analyse globale de l'entreprise. Il ne faut pas surpondérer les critères ESG dès lors que les enjeux sont considérés comme peu significatifs,
- En l'absence de communication homogène et validée, en l'absence de référentiel comptable stabilisé et homogène sur le sujet, l'exercice du jugement de l'évaluateur est déterminant (en fonction de la société, de son secteur, et des plans de transition énergétique définis...).
- Il doit y avoir une cohérence entre les BP établis par la direction des sociétés, transmis aux évaluateurs, et les engagements pris par les directions des sociétés en matière de transition énergétique (ex : acquisition de crédits carbone, capex, opex,...). L'articulation risque d'être difficile entre les BP détaillés établis par les sociétés, généralement inférieurs à 5 ans, et les plans de transition énergétique, établis sur des horizons plus longs.



- Il sera cependant nécessaire d'appréhender la portée des engagements (ex : irrévocables, versus, révocables).
- L'analyse des impacts positifs estimés en contrepartie des coûts liés à la réalisation des engagements sera souvent difficile à apprécier.
- L'impact de la politique de la société en matière d'ESG pourra souvent être directement appréhendé au niveau du coût d'endettement utilisé pour le calcul du wacc (spread en fonction de l'atteinte d'objectifs ESG),
- Plus généralement, la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation va certainement évoluer dans le temps avec l'évolution de la communication financière (plus homogène et fiable), et les effets d'expérience.

Pour aller dans ce sens, l'association A3E a établi sur le 3^{ème} trimestre 2024 une bonne pratique sur la prise en compte des critères ESG sur la démarche d'évaluation.

La présentation dans la lettre A3E du T1 2025 de la synthèse de l'enquête permettra de donner un éclairage plus précis sur ce thème.

Points d'attention en évaluation : doit-on retraiter la trésorerie excédentaire en évaluation ?

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé ADVOLIS ORFIS*

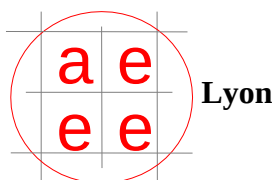
L'actualité récente (notamment la question adressée par les minoritaires à l'expert indépendant désigné dans le cadre de l'offre publique de rachat d'Esker), et l'existence de contentieux fréquents avec l'administration fiscale sur le sujet a amené à se poser la question à plusieurs reprises du retraitement de la trésorerie, et notamment de la trésorerie excédentaire.

Commençons par un rappel historique :

- il y a une trentaine d'années, la pratique des évaluateurs était de retraiter la trésorerie excédentaire. Sans qu'il y ait un consensus sur la méthodologie à retenir, le retraitement pouvait intervenir de différentes manières : estimation par l'évaluateur au cas par cas pour tenir compte notamment d'un niveau de trésorerie minimum nécessaire, décote sur la trésorerie pour tenir compte du fait que la trésorerie est un actif peu rémunéré, que la trésorerie excédentaire est « un actif dormant », prise en compte de l'effet d'impôt qui existait à l'époque en cas de distribution de dividendes (ex : précomptes, pour ceux qui ont connu cet impôt, supprimé depuis,
- la pratique a évolué depuis, pour différentes raisons :
 - généralisation de l'approche des multiples et des bases de données (l'information sur la trésorerie excédentaire n'est pas disponible dans les bases de données),
 - ajustements de la trésorerie à la date de l'évaluation, l'ajustements étant souvent liés à des ajustements du BFR à la date de l'évaluation lorsqu'il n'est pas représentatif d'un montant normatif (ex : prise en compte de la saisonnalité, d'un décalage inhabituel des créances / recettes, prise en compte de montages déconsolidants, niveau d'acomptes reçus inhabituels...). Je vous invite à consulter les articles écrits sur l'endettement financier net dans les précédentes lettres A3E),

Avec la succession de crises majeures, la trésorerie a « pris de la valeur » et il devient très rare d'appliquer une décote de principe sur la trésorerie, y compris pour la portion considérée comme excédentaire. La trésorerie excédentaire a été très utile pour passer les différentes crises. Pour autant, les parties à une transaction peuvent se mettre d'accord pour une distribution de dividendes pré-acquisition, lorsque le surcoût fiscal n'est pas trop élevé.

La pratique consiste à ce jour à prendre en compte la totalité de la trésorerie ajustée comme indiqué ci-dessus, sans chercher à identifier une fraction excédentaire de la trésorerie.



Notons que depuis la crise de la covid, et depuis la survenance de différents événements d'une ampleur « imprévisible » (ex : crise en Ukraine, explosion de l'inflation, ruptures de l'approvisionnement des matières premières,...), les entreprises, parfois sous la pression des banques ou des investisseurs, engagent une réflexion sur un niveau de trésorerie minimum pour faire face à des coups durs non prévisibles, notamment pour déterminer un montant de distribution de dividendes, et notamment en cas de transactions effectuées en fin de cycles (baissiers, mais surtout haussiers,...), retournement marque d'un secteur (exemple à ce jour : secteur de l'automobile et secteur immobilier)..

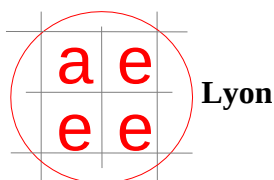
Chaque fois qu'intervient une période de crise et/ou de retournement, ce sujet fait l'objet de discussions, voire de contentieux en cas de transactions, notamment dans l'application de pactes d'actionnaires, qui donnent une définition souvent très « sommaire » de l'EFN, non adaptée à ces situations.

En effet, l'acquéreur est souvent réticent pour payer 100% de la trésorerie acquise à la date d'évaluation, considérant qu'une partie de la trésorerie risque d'être consommée en cas de saisonnalité marquée ou bien en cas de retournement.

L'enjeu est en pratique très différent selon les méthodes utilisées :

- **l'enjeu est censé être faible dans le cadre de l'utilisation de la « méthode de la « capacité de remboursement ».** Plus qu'une méthode, c'est une limite fixée par les banques qui financent une transaction sur le prix d'acquisition, en tenant compte du caractère volontariste des hypothèses sous-tendant le prix d'acquisition, et souhaitant conserver une marge de sécurité en termes de cash généré, pour faire face aux « coups durs »,
- **l'enjeu est censé être limité dans le cadre de l'utilisation de la méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF),** pour 3 raisons :
 - les flux prévisionnels sont censés refléter les tendances, qu'il s'agisse d'un retournement à la hausse ou à la baisse,
 - le taux d'actualisation intègre un risque lié à la fois au niveau de gearing (notamment si la valeur de la société évaluée est trop élevée), des incertitudes non traduites dans le business plan, et le cas échéant, le risque de défaut. Pour autant, les évaluations n'intègrent généralement pas d'impact au titre des « risques majeurs non prévisibles »,
 - l'endettement financier net (EFN) à la date d'évaluation correspond à un montant retraité, ajusté par exemple au titre du BFR (cf supra).

Au-delà des ajustements des flux prévisionnels, de l'EFN, et du taux, la pratique des évaluateurs n'effectue pas d'autres ajustements, car cette méthode prend en compte les éléments sous-tendant la réflexion sur un niveau de trésorerie excédentaire.



- **L'enjeu est en revanche potentiellement significatif dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des multiples, dès lors que cette méthode n'intègre pas de données prévisionnelles, au-delà des agrégats utilisés (exemple : prise en compte d'un EBITDA N+1).**

En effet, cette méthode, considérée comme analogique, considère que les évolutions sont réputées être traduites dans les niveaux de multiples lors du calcul, qu'il s'agisse de comparables boursiers ou de comparables boursiers).

L'évaluateur doit être particulièrement attentif lors de la mise en œuvre de la méthode des multiples, en cas d'évolution significative attendue sur le secteur, à la hausse ou à la baisse. Ainsi, par exemple :

- Dans le choix des comparables : l'utilisation dans l'échantillon des comparables d'un groupe diversifié au regard de la société évaluée (diversification sectorielle ou géographique), pourra induire un biais, parfois significatif, et ne pas conduire à un multiple pertinent,
- Dans l'analyse des écarts, dans le cadre de la mise en œuvre d'une approche multi-critères. Il peut exister au regard d'une situation de retournement un écart significatif entre la méthode des DCF et celle des multiples, et la prise en compte d'une moyenne simple ne serait certainement pas pertinente.

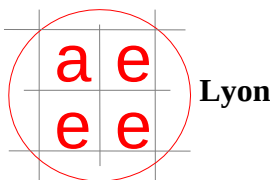
Rappelons un point important en évaluation : la trésorerie prise en compte pour estimer une valeur dépasse largement la notion comptable de disponibilités, au-delà des ajustements évoqués ci-dessus.

A titre d'exemples :

- La trésorerie disponible utilisée en évaluation doit intégrer des actifs et passifs qui ne sont pas constatés en disponibilités ou en valeurs mobilières de placement, tels que :
 - les créances et dettes hors exploitation (ex : créances sur cessions d'actifs immobilisés, dettes sur immobilisations, les provisions pour risques non liées à l'exploitation),
 - les avances en comptes courants, les placements donnés en garantie -qu'ils soient présentés en autres créances ou en actifs immobilisés financiers-,
 - les prêts et actifs financiers (hors actifs et passifs financiers qui ne seront remboursés qu'en cas d'arrêt d'exploitation), tels que dépôts et cautionnements sur locaux nécessaires à l'exploitation). Cf précédentes lettres A3E.

En effet, le principe général, simple à retenir, est que la trésorerie prise en compte en évaluation doit intégrer tous les flux de trésorerie non pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise, sauf exceptions (ex : d'exceptions : actifs non recouvrables tant que la société « est en exploitation » (exemple : dépôts sur loyers liés à des locaux nécessaires à l'exploitation),

- la saisonnalité du BFR doit être retraitée car la situation de la trésorerie à une date de clôture annuelle peut être systématiquement décorrélée de la situation de trésorerie annuelle moyenne, la trésorerie de clôture n'étant disponible qu'à cette date et ne le serait plus dans les mêmes proportions le reste de l'exercice.
- les montages déconsolidants du BFR (exemple : factoring, escompte,...) doivent être retraités pour le calcul de la valeur d'entreprise, même s'ils sont déconsolidants au regard du référentiel comptable utilisé. En effet, la valeur d'entreprise doit refléter la rentabilité / les flux générés par l'exploitation, indépendamment des modes de financement mis en place par la société / le groupe.



- une réflexion doit être engagée dans le cas de groupes de société sur la prise en compte de disponibilités existant au niveau de certaines filiales, librement utilisables en local, alors que la réglementation en matière de contrôle des changes ne permet pas une libre remontée à la société mère de la trésorerie. Ces montants sont présentés dans la plupart des référentiels comptables en disponibilités.

Enfin, nous constatons que la définition des composantes de la trésorerie telle que définie dans les évaluations ou les pactes d'actionnaires, peuvent ne pas avoir de justification économique, quand bien même les parties sont d'accord. A titre d'exemple, la prise en compte dans l'EFN d'un niveau de trésorerie majorée du BFR comme nous l'avons vu n'a pas de sens, dès lors que le BFR est lié à l'exploitation, génère des flux réguliers par sa seule variation et qu'il ne serait disponible qu'en fin de vie de société (cad une fois l'activité arrêtée et l'ensemble des créances et dettes apurées) , ... et que la continuité d'exploitation n'est pas remise en cause.