

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Réflexion sur la valorisation de droits financiers d'ADP
Page 14
- Note sur la détermination des bétas, du wacc et autres
Page 20
- Point d'étape : quel impact de la directive omnibus sur les financements et les valorisations ?
Page 27
- Point d'attention en évaluation
Page 29

Lettre trimestrielle n°47 – 1^{er} trimestre 2025

Edito du Président :

Le trimestre avait pourtant bien commencé. Malheureusement, un nouveau « black swan » est arrivé suite aux élections américaines, avec les droits douaniers, les difficultés d'approvisionnement des métaux rares, et plus globalement une politique du nouveau gouvernement américain pour le moins disruptive.

Après les incertitudes politico économiques en 2024, les termes utilisés dans la presse sont évocateurs : décisions incohérentes, voire absurdes, provocations, virements de bords dramatiques et ineptes, improvisations,...

Certains experts ont beau nous expliquer que les décisions du nouveau gouvernement américains cachent une stratégie politique bien rodée (...certainement pour le Président),..., il est pour autant difficile d'appréhender les bienfaits de cette stratégie de guerre commerciale affichée, qui fait revenir certains spectres (inflation, ralentissement économique,...), y compris pour les Etats-Unis. Une des conséquences est en effet que les autres régions du monde vont mettre en place un plan visant à plus d'autonomies (ex : défense, IA,...).

Pour autant et factuellement, la situation crée un édifice fragile, et des craintes pour l'avenir, au-delà des rebonds qui peuvent intervenir, comme le montrent le niveau record atteint par l'or, et le niveau très élevé des indices de volatilité, et un risque d'inflation qui revient.

Même s'il est probable que certains ont anticipé le rebond de la bourse, grâce à certains tweets opportuns (qui auraient été inimaginables en France), la situation est très perturbante pour les entreprises. En effet, un développement économique repose sur un équilibre politique et commercial, qui n'est pour l'instant plus respecté, même s'il est difficile de mesurer à ce jour les impacts réels au-delà des effets d'annonce. Le développement repose aussi sur la capacité à prendre des décisions,..., capacité pour le moins compliquée, en l'absence de visibilité.

Espérons que le bon sens va revenir rapidement dans les décisions politiques, sous la pression notamment de l'opinion publique et du monde économique, l'économie américaine ayant aussi besoin de stabilité.

A défaut, il existe un risque que les défaillances d'entreprises (un pic était attendu en 2024 sur le 1er trimestre 2025) se prolongent, voire s'accroissent en 2025.

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 : 1/3

➤ Conférences :

A3E va organiser fin 2025 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, consacré 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 l'évaluation des entreprises dans un contexte de difficultés ou encore à l'actualité 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 devait faire un retour sur ces notes d'ici la fin du T2 2025 (contre T4 initialement).

Nous avons été informés que le retour avait été décalé, le projet ayant en effet pris du retard suite à un engorgement des services fiscaux liés notamment aux conséquences de la dissolution de l'assemblée nationale et à la constitution des nouveaux gouvernements.

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 T2 2025.

➤ Fil conducteur des lettres A3E 2025.

Nous avons retenu comme fil conducteur en 2024 l'évaluation des entreprises en difficulté.

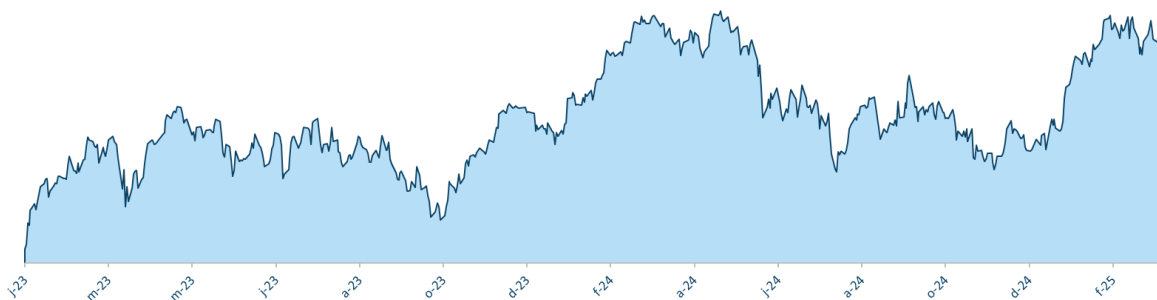
Comme annoncé précédemment, nous retiendrons comme fil conducteur en 2025 (à compter de la lettre T2) l'évaluation des PME.

INFO NEWS (2/3)

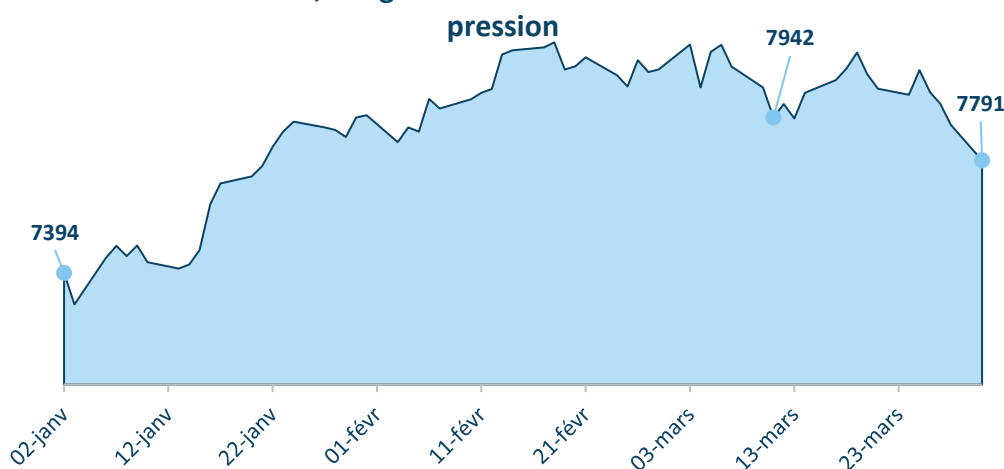
1. Les marchés boursiers en apesanteur :

La variation du CAC 40 depuis janvier 2023 et sur le 1^{er} trimestre 2025 est donnée dans les 2 tableaux ci-après

Évolution du CAC 40 : de 2023 au T1 2025



Évolution du CAC 40 : une dynamique favorable au premier trimestre 2025, malgré les incertitudes et des indices sous



Après une fin d'année 2024 marquée par des craintes persistantes concernant la croissance mondiale (en particulier en Chine), et des incertitudes géopolitiques, **l'indice CAC 40 a connu un rebond significatif en début d'année 2025, atteignant un sommet autour de 8 225 points le 18 février 2025.**

Entre le 1er janvier et le 31 mars 2025, le CAC 40 a enregistré une progression notable, clôturant le trimestre à environ 7 791 points, **soit une hausse d'environ +5,4 % depuis le début de l'année.**

Cependant, le début du mois de mars 2025 a vu l'indice se maintenir à des niveaux élevés, proches de 8200 points, avant qu'une correction ne commence, dans un contexte de forte volatilité. La baisse en fin de trimestre aurait été plus forte, si le gouvernement n'avait pas annoncé la suspension des droits douaniers avec le Mexique.

En effet, les marchés européens ont été sous pression le 3 février 2025 après l'annonce du Président américain d'imposer de nouveaux droits de douane sur les importations en provenance du Canada et du Mexique (25%), et sur celles en provenance de Chine (10%). Toutefois, la présidente du Mexique a réussi à obtenir un délai d'un mois pour négocier un accord, suspendant ainsi temporairement l'application de ces droits. Cette annonce a permis aux indices de limiter leurs pertes.

Bien que les pertes aient légèrement diminué en fin de séance, en grande partie grâce à la suspension des droits de douane pour le Mexique, le CAC 40 a terminé la journée en baisse de 1,20 %, à 7 855 points. Les tensions se sont intensifiées début mars avec l'entrée en vigueur des mesures tarifaires, ce qui a entraîné une nouvelle chute de l'indice de 1,9 % le 4 mars, pour clôturer à 8 048 points. Le secteur automobile, notamment Stellantis (-4,48 %), Valeo et Forvia, a particulièrement souffert en raison de son exposition aux chaînes d'approvisionnement nord-américaines.

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur le dernier trimestre 2024 et le premier trimestre 2025. **Il met en évidence une disparité importante selon les trimestres et les places boursières**

Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T1 2025	T4 2024
S&P 500	(9,3%)	3,0%
France - CAC40	(4,8%)	(2,6%)
Allemagne - DAX	2,5%	3,7%
Espagne - Ibex 35	8,7%	(0,1%)
Angleterre - FTSE 100	(3,0%)	(1,3%)
Chine – Shanghai Composite	1,2%	0,1%
Italie - FTSE MIB	2,7%	3,1%

Source : investing.com

Le S&P 500 a enregistré une chute significative de -9,3%, affecté par des inquiétudes économiques, notamment la stagflation et les tensions commerciales.

Le CAC 40 a diminué de 4,8 %, ce qui reflète un contexte économique difficile en France, malgré des secteurs comme l'énergie soutenant l'indice.

Le DAX allemand a été soutenu par la reprise des secteurs industriels et technologiques.

L'Ibex 35 espagnol est en croissance de +8,7%, porté par un regain de confiance dans les grandes entreprises espagnoles.

Le FTSE 100 anglais a baissé de -3%, probablement en raison d'inquiétudes liées à l'inflation et à la croissance au Royaume-Uni.

Le Shanghai Composite a progressé de +1,2%, soutenu par des mesures de relance économique et une politique monétaire accommodante.

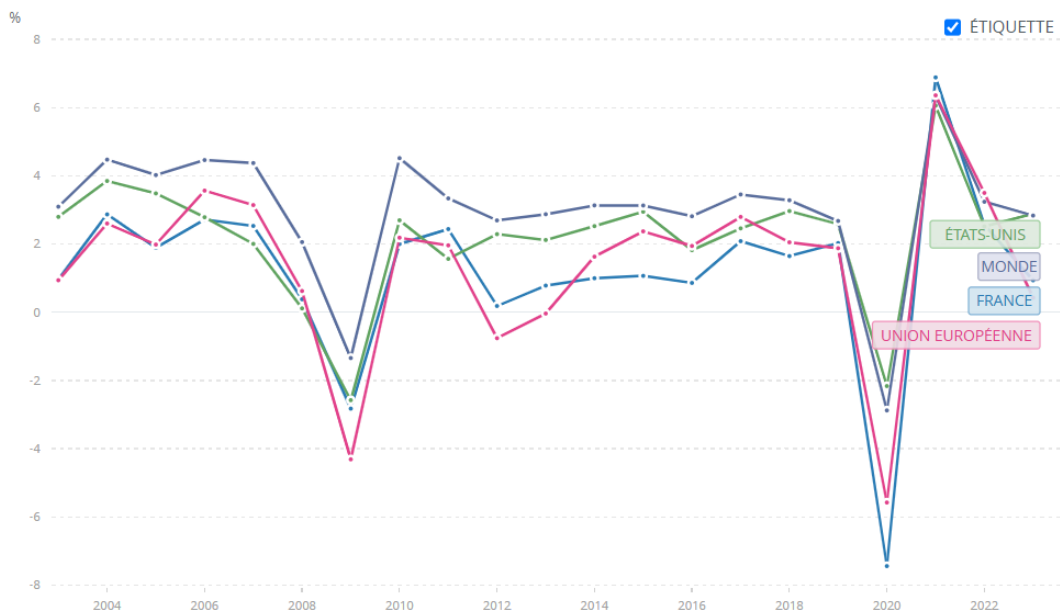
Enfin, le FTSE MIB italien a connu une hausse de +2,7%, grâce à une reprise dans les secteurs financiers et de consommation.

⇒ **Il est à noter que le CAC 40 a chuté de 11,9 % entre le 2 et le 9 avril 2025, à la suite de l'annonce par Donald Trump de nouvelles mesures sur les droits de douane, ravivant les inquiétudes sur un ralentissement du commerce international.**

INFO NEWS (2/3) :

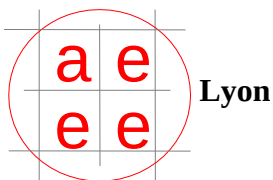
2. Les perspectives de croissance du PIB, très variables selon les pays :

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 les dernières projections macroéconomiques publiées par la Banque de France en février 2025, **l'activité économique française est restée stable au quatrième trimestre 2024**, marquée par un contrecoup négatif lié à la fin des Jeux olympiques et paralympiques, qui avaient soutenu la croissance au trimestre précédent. Sur l'ensemble de l'année 2024, **la croissance atteindrait 1,1 %**, tirée principalement par le commerce extérieur, mais freinée par des effets de déstockage et un recul de l'investissement des entreprises et des ménages.

En 2025, **l'économie française ralentirait, avec une croissance attendue à 0,7 % en moyenne annuelle**. Ce ralentissement s'expliquerait par les effets de la consolidation budgétaire inscrite dans la loi de finances pour 2025, par le regain d'incertitude internationale – notamment lié aux tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine – et par le maintien d'un certain attentisme des agents économiques face à la situation nationale. **L'activité resterait néanmoins positive, avec un redémarrage progressif attendu au second semestre**. La consommation des ménages repartirait à la hausse après une année 2024 atone, tandis que la contribution de l'investissement privé resterait négative, mais moins marquée qu'en 2024. Le commerce extérieur continuerait d'apporter une contribution positive à la croissance.



En 2026, la croissance s'accélélerait à 1,2 %, soutenue par une détente progressive des conditions financières, favorisant un retour à une contribution positive de l'investissement privé. La consommation des ménages serait également plus dynamique, portée par un léger recul du taux d'épargne. En 2027, la croissance atteindrait 1,3 %, un rythme proche du potentiel de moyen terme de l'économie française.

L'inflation totale, après avoir atteint 2,3 % en moyenne en 2024, poursuivrait son reflux et tomberait à 1,5 % en 2025, grâce à la baisse des prix des services et de l'électricité. Elle resterait modérée en 2026 et 2027, à respectivement 1,6 % et 1,9 % en France (*Projection macroéconomique intermédiaire – mars 2025 banque de France*). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se stabiliserait autour de 1,8 %, soutenant une progression des salaires supérieure à celle des prix, et donc une amélioration progressive du pouvoir d'achat et de la consommation.

⇒ ***Les commentaires ci-dessus s'entendent avant l'impact des scud lancés par le nouveau gouvernement américain, dont les annonces sont à ce jour difficiles à estimer, compte tenu des allers-retours sur les annonces (ex : tarifs douaniers). Il est probable que ces données soient revues à la baisse.***

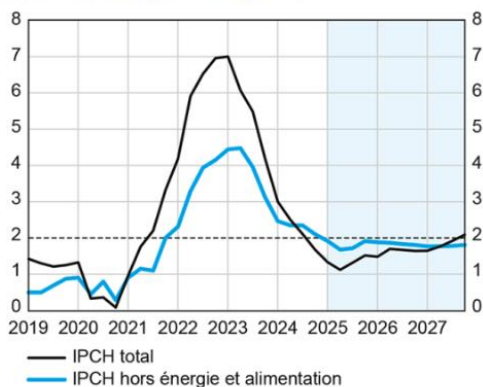
INFO NEWS (2/3)

3. Taux d'inflation : poursuite du ralentissement en 2024, puis repli plus marqué en 2025

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 quatrième trimestre 2024, projections Banque de France sur fond bleuté.

Le taux d'inflation s'élève à 2,5 % en moyenne annuelle en 2024, en ligne avec les prévisions (2,5 %). Sur l'année 2024, l'inflation a nettement ralenti, passant de 3 % en glissement annuel au premier trimestre à 1,9 % au quatrième trimestre. Ce recul est principalement imputable à la dynamique baissière des prix des produits alimentaires et de l'énergie, dans un contexte de normalisation progressive des chaînes d'approvisionnement et de baisse des prix de gros de l'électricité.

L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), qui permet de mieux saisir les tendances de long terme, restent relativement stable : 2,3 % au quatrième trimestre, contre 2,5 % au premier trimestre. Les Jeux olympiques et paralympiques de Paris ont induit une légère poussée temporaire des prix dans certains sous-secteurs des services (notamment en août), mais n'ont pas remis en cause la tendance globale à la baisse.

En 2025, l'inflation poursuivrait sa baisse pour atteindre 1,5 % en moyenne annuelle, selon les projections les plus récentes. Ce repli serait porté principalement par la forte baisse des tarifs réglementés de l'électricité (-15 % en février), ainsi que par une décélération des prix des services, en lien avec une progression des salaires plus modérée qu'anticipé.

L'inflation hors énergie et alimentation reculerait également, passant de 2,3 % en 2024 à 1,8 % en 2025, avant de se stabiliser à ce niveau en 2026 et 2027. La contribution des services à l'inflation totale se réduirait sensiblement à partir de 2025, pour rester globalement stable ensuite.

Les prévisions d'inflation pour les années suivantes montrent un niveau globalement contenu : 1,6 % en 2026, et 1,9 % en 2027, qui convergent vers l'objectif d'inflation de 2 % considéré comme une inflation positive (impact positif pour l'économie) à moyen terme.

En parallèle, l'inflation sous-jacente resterait stable autour de 1,8 % en 2025, 2026 et 2027. Cette dynamique permettrait une reprise progressive du pouvoir d'achat des ménages, les salaires nominaux continuant à croître à un rythme supérieur à celui des prix.

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution comparée de l'inflation globale sur trois ans pour la France, l'Europe et les États-Unis, illustrant une tendance généralisée au ralentissement de l'inflation dans les économies avancées, bien que les rythmes et compositions diffèrent selon les zones.

Evolution de l'inflation global			
Zone géographique	2023	2024	2025
Europe	5,40%	2,4%	2,30%
France	5,70%	2,50%	1,50%
Etats-Unis	4,10%	2,90%	2,40%

Source : Banque de France, BLS, FMI, BCE, Eurostat

INFO NEWS (2/3)

4. Une remontée des OAT 10 ans sur le quatrième trimestre 2024 :

Évolution des taux OAT 10 ans entre juin 2024 et mars 2025



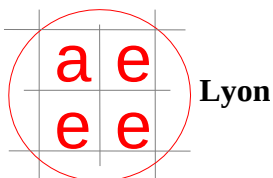
Après une hausse marquée au quatrième trimestre 2024, **le taux des OAT à 10 ans a poursuivi sa progression au premier trimestre 2025**. Il est passé de 3,19 % au 31 décembre 2024 à environ 3,45 % fin mars 2025, avec un pic à 3,585 % enregistré le 11 mars soit le niveau le plus élevé depuis mai 2011. Le taux moyen pondéré des émissions d'OAT pour le T1 2025 s'établit à 3,24 % au 31 mars.

Cette remontée traduit une perception accrue du risque souverain par les investisseurs, dans un contexte de tensions politiques internes et d'incertitudes politico-macroéconomiques. Cette évolution souligne également la vulnérabilité de la dette française aux hausses de taux dans un contexte de dette publique atteignant 112 % du PIB.

Le tableau ci-dessous met en évidence le taux des OAT 10 ans pour la France, l'Allemagne, l'Europe et les États-Unis pour 2023 et 2024, ainsi que les observations disponibles pour le T1 2025 (en moyenne annuelle)

Taux OAT 10 ans			
Zone géographique	2023	2024	2025 *
Europe	3,27%	nc	3,30%
France	3,01%	2,97%	3,57%
Allemagne	2,45%	2,34%	2,57%
Etats-Unis	3,94%	4,20%	4,30%

*Estimation basée sur les niveaux moyens observés en début d'année.



Source : Banque de France, ECB, US Department of the Treasury, Trading Economics

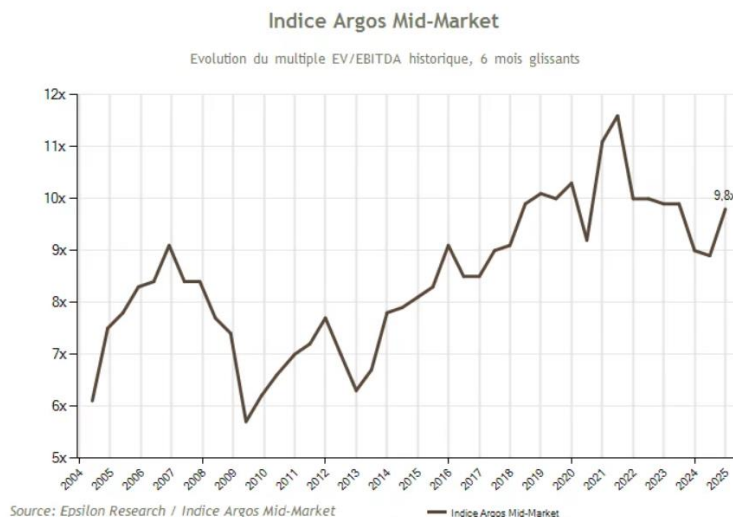
Au premier trimestre 2025, le spread OAT-Bund à 10 ans s'est maintenu à des niveaux historiquement élevés, oscillant entre 66 et 86 points de base.

Il a atteint un sommet de 86 pb le 9 janvier, traduisant les inquiétudes des marchés quant à la trajectoire budgétaire française et aux incertitudes politiques persistantes, après être redescendu à 68 pb, sous l'effet d'un recul des taux allemands. Cependant, la combinaison d'un déficit élevé et d'un climat politique incertain continue de peser sur la confiance des investisseurs.

Malgré un plan gouvernemental visant un déficit à 5,0 % du PIB en 2025, les projections ont été jugées fragiles par le Haut Conseil des Finances Publiques, maintenant une prime de risque sur la dette.

INFO NEWS (2/3)

5. Indice Argos (4ème trimestre 2024) - PME non cotées :



L'indice (qui reflète davantage les niveaux de prix que les valeurs intrinsèques) poursuit sa remontée, atteignant **9,8x l'EBITDA au 4ème trimestre 2024**, après s'être stabilisé à **9,5x** au T3 2024 et **8,9x** au T2 2024 (contre **9,0x fin 2023** et **9,9x fin 2022**).

Les **multiples payés par les fonds d'investissement** sont en hausse de **2 %** sur le trimestre, atteignant **10,3x l'EBITDA**, tandis que ceux payés par les **acquéreurs stratégiques** progressent également, à **9,3x l'EBITDA**, malgré un contexte boursier défavorable. L'écart entre les deux catégories d'acquéreurs reste élevé (1,0x), traduisant une différence notable de profil et de stratégie.

L'indice est porté par la **reprise progressive de l'activité M&A** et le **rebond des opérations de LBO sur le mid-market** (transactions entre 15 et 500 millions d'euros), stimulés par une baisse de l'inflation et des taux d'intérêt (actuels et anticipés), une amélioration progressive des conditions de financement, un accès plus fluide au capital, et un niveau élevé de cessions de fonds.

Toutefois, cette reprise reste **fragile**, freinée par la **faiblesse des perspectives de croissance**, les **incertitudes politiques** (notamment en France) et les **risques géopolitiques persistants**.

En parallèle, les **conditions de financement demeurent les plus défavorables observées depuis dix ans**, et le **coût du capital** reste un facteur de pression sur les valorisations.

Comme indiqué dans la précédente lettre, il convient de **faire preuve de prudence** :

- dans l'**interprétation des indices**, qui doivent rester **indicatifs** et non prescriptifs ;
- dans l'**analyse des variations des multiples médians**, fortement influencées par un **effet de mix sectoriel** (hausse marquée dans certains secteurs comme le digital, la formation...) ;
- dans l'**usage des méthodes analogiques**, en veillant à la **comparabilité effective** des transactions retenues. Depuis 2020, les transactions récentes véritablement comparables se raréfient, et les écarts sectoriels s'intensifient (résilience hétérogène, capacités d'adaptation, profils financiers divergents...).

INFO NEWS (3/3)

⇒ 💰 100 milliards d'euros pour l'IA : la France voit grand

Dans un contexte de course mondiale à l'intelligence artificielle, le président de la République a annoncé un plan d'investissement historique de 100 milliards d'euros pour faire de la France un acteur de premier plan dans ce domaine stratégique. Cette enveloppe, répartie sur plusieurs années, vise à soutenir la recherche fondamentale, financer les startups prometteuses, moderniser les infrastructures technologiques et développer les talents.

L'objectif est double : renforcer la souveraineté numérique du pays tout en stimulant la croissance économique. Le gouvernement veut également encadrer le développement de l'IA pour garantir une utilisation éthique et responsable. Avec ce plan, la France espère combler son retard sur les États-Unis et la Chine, tout en consolidant son rôle moteur au sein de l'Europe.

Rappelons que le projet **Stargate**, porté par Donald Trump et reposant sur des financements privés (dont plusieurs acteurs majeurs du secteur -OpenAI, SoftBank, Oracle-), avec un soutien public en matière de ressources foncières et énergétiques, prévoit un investissement total de **500 milliards de dollars d'ici 2029**, dont **100 milliards engagés immédiatement** pour construire 20 centres de données nouvelle génération.

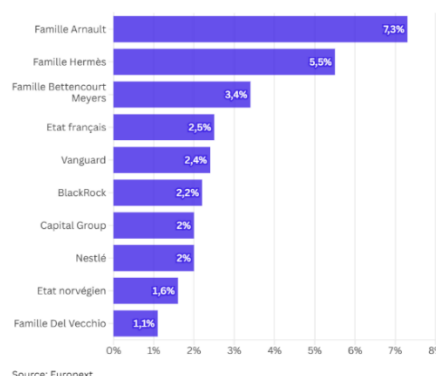
Les ambitions européennes, notamment à travers Horizon Europe et les appels à un « CERN de l'IA », restent très inférieures aux besoins identifiés pour rivaliser avec les américains.

⇒ 🏢 CAC 40 : qui détient les plus grandes entreprises françaises ?

Derrière les grandes marques françaises cotées au CAC 40, ce sont souvent des investisseurs étrangers qui tirent les ficelles. En 2023, environ 42 % de la capitalisation boursière du CAC 40 était entre les mains d'actionnaires non-résidents, principalement des fonds américains comme BlackRock ou Vanguard.

Mais certains groupes échappent à cette logique, comme LVMH ou L'Oréal, où les familles Arnault et Bettencourt-Meyers restent des actionnaires de référence. L'État français conserve également des participations stratégiques dans des entreprises comme EDF, Engie ou Orange. Enfin, l'actionnariat salarié gagne du terrain, avec plus de 3 millions de Français détenant aujourd'hui des actions de leur entreprise.

Les 10 premiers actionnaires du CAC 40



Ce panorama illustre une tendance de fond : la mondialisation de l'actionnariat, mais aussi la volonté de préserver des ancrages nationaux dans des secteurs clés.

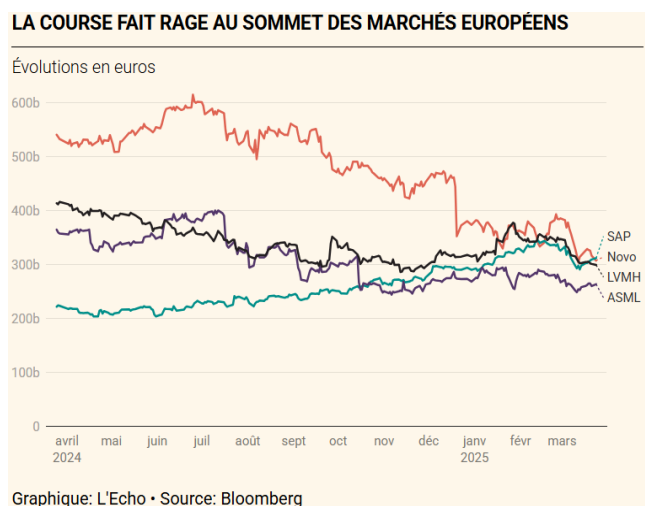
OpenAI lève 40 milliards d'euros : vers une valorisation record de 300 milliards \$

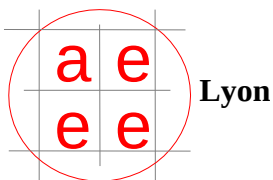
C'est une levée de fonds d'une ampleur inédite dans le monde de la tech. OpenAI, la société américaine à l'origine de ChatGPT, a levé 40 milliards d'euros lors d'un tour de table privé auprès d'investisseurs stratégiques. Cette opération propulse la valorisation de l'entreprise à près de 300 milliards de dollars, la plaçant au même rang que des géants comme Tesla ou Nestlé.

Ce financement servira à accélérer le développement de nouveaux modèles d'IA, à renforcer les capacités de calcul (notamment via ses partenariats avec Microsoft et Nvidia), et à structurer ses activités commerciales. OpenAI ambitionne également de créer des applications spécialisées dans la santé, la finance et l'industrie, avec un positionnement de plus en plus verticalisé.

Cette levée confirme l'engouement des investisseurs pour l'intelligence artificielle générative, mais soulève aussi des interrogations : sur la régulation, la gouvernance de l'IA, la concentration des moyens technologiques et la dépendance croissante à quelques grands acteurs.

La course à l'IA n'est plus seulement technologique : elle est aussi financière, éthique et géopolitique.





⇒ **SAP : le géant allemand du logiciel pèse 200 milliards d'euros**

SAP, fleuron de la tech allemande, continue de s'imposer comme un acteur incontournable des solutions de gestion d'entreprise (ERP).

La capitalisation boursière du groupe, créé en 1972, avoisine désormais plus de **300 milliards d'euros**, le positionnant également comme la première société cotée en Europe détenant ainsi Novo,..., et devant le deuxième acteur technologique européen (ASML).

Grâce à l'essor de ses revenus récurrents liés au cloud, SAP reste un acteur clé dans la digitalisation des grandes entreprises et l'automatisation des processus métiers.

⇒ **SpaceTech française : levées de fonds en forte hausse mais valorisations instables**

Le secteur spatial français connaît une dynamique de levées de fonds significatives, avec des entreprises comme The Exploration Company levant 150 millions d'euros pour développer leur capsule spatiale réutilisable, Nyx. Cependant, les valorisations des startups du "New Space" restent volatiles, reflétant les incertitudes liées à la viabilité des projets et à la concurrence internationale. Les investisseurs deviennent plus sélectifs, exigeant des preuves concrètes de la faisabilité et de la rentabilité des initiatives spatiales.

Réflexions sur la valorisation de droits non financiers d'actions de préférence

Arnaud Vergnole - Advance Capital et membre A3E

Christophe Velut – Advolis-Orfis et Président A3E

Un avocat corporate me demandait tantôt si j'étais en mesure de **démontrer l'impact négatif sur la valeur d'actions de préférence qui se seraient vues dépourvues de leurs droits de vote**. Cela lui aurait permis de compenser avec l'impact positif des droits financiers préférentiels, lesdites actions de préférence étant destinées à un manager de reprise dans un LBO.

Quelle belle affaire !

Les actions de préférence

On se rappellera que le régime juridique des actions de préférence (« ADP ») a été créé par l'ordonnance n°2004-604 du 24 juin 2004. Les sociétés peuvent ainsi créer, lors de leur constitution ou au cours de leur existence, des actions assorties de droits particuliers de toute nature. Ces actions sont des titres de capital conférant à leurs porteurs des **droits différents de ceux accordés aux actions ordinaires**.

Les **droits** et obligations attachés aux actions de préférence peuvent être **de nature pécuniaire** (droit à un dividende prioritaire, priorité sur le boni de liquidation, droits différentiels...) ou **de nature non pécuniaire** (droit de veto sur certaines décisions, attribution de sièges au conseil d'administration, droit d'information élargi...).

Notons que la notion de « préférence » peut porter à confusion puisque les droits attachés à l'action peuvent être réduits par rapport aux actions ordinaires, par exemple en cas de suppression du droit de vote. **Il ne faut donc pas considérer qu'une action de préférence est nécessairement plus avantageuse qu'une action ordinaire.**

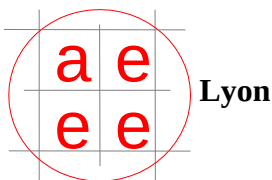
Valoriser une action de préférence

Parce qu'elles sont très souvent utilisées dans les Management Packages, il est assez courant pour l'Evaluateur d'être interrogé sur la valorisation d'ADP. Nous ne reviendrons pas ici sur le vaste sujet des Management Packages et des méthodes alors employées – l'actualité fiscale est suffisamment riche sur ce thème.

Retenons simplement que lorsque le droit de l'ADP est un **droit pécuniaire**, son **évaluation est somme toute assez simple**, puisqu'il est possible de mettre une **incidence chiffrée en face de ce droit**.

L'Evaluateur adorant Excel, à grand renfort de modèles plus ou moins complexes, il transformera assez rapidement tous ces flux d'Euros qui constituent le droit pécuniaire de l'ADP, qu'ils soient estimés, espérés, probabilisés, etc., en une bonne vieille valorisation à date en Euros.
Clair et net.

Mais lorsque l'on en arrive à s'intéresser à un droit non pécuniaire – et dans notre exemple l'absence de droit de vote – l'affaire se corse.



Fournir une valeur impose en effet de revenir à une notion monétaire. Donc de **traduire le droit de nature non pécuniaire en conséquence monétaire**. Mais si mon droit est impalpable et non monétaire (l'absence de droit de vote), comment faire ? L'Évaluateur aura beau chercher, il n'existe pas encore de formule sous Excel convertissant un droit non pécuniaire en Euros.

Le secret : la « **décote** » !

*« Les actions de préférence sans droit de vote peuvent subir une décote en raison de leur manque de contrôle et de liquidité. Cette décote peut varier, mais elle est souvent **comprise entre 10% et 30%**. La décote reflète le fait que ces actions ne permettent pas à l'actionnaire de participer aux décisions de l'entreprise, ce qui peut réduire leur attractivité. »*

Ce n'est pas nous qui l'écrivons, c'est internet, Copilot, ChatGPT, l'AMF, le Vernimmen, etc.

L'Évaluateur est sauvé : il trouvera aisément sur internet de nombreuses analyses des primes payées par des investisseurs pour prendre le contrôle d'une entreprise - cotée évidemment – et en déduira donc rapidement la décote à appliquer en reflet pour un non-contrôle, puis étendra son analyse à une ADP sans droit de vote qui ne confère par essence pas le contrôle.

Vraiment ?

Intéressante approche, mais quelle sera sa robustesse dans le cadre d'un LBO où tous les associés seront de toute façon liés par une clause temporelle de Sortie, et où il n'y aura pas d'enjeu de servir des dividendes car ils seront interdits tant que la dette bancaire n'aura pas été remboursée ? À quoi servira le droit de vote au manager qui détiendra un pourcentage de détention de toute façon faible ? Il n'influera sur aucune décision de gestion dans tous les cas.

Comment ne pas finalement tomber dans du pilotage de valorisation en collant une décote pour « faire plaisir » ? À qui d'ailleurs ?

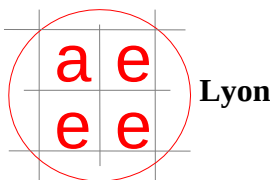
L'Évaluateur est-il condamné à rester sur des fantasmes plus ou moins défendables ou peut-il raisonnablement adopter une démarche de travail non critiquable ?

Pour ma part, et vous me pardonnerez, je préfère m'en tenir à une bonne vieille logique paysanne. Laquelle me conduit toujours à **revenir à un flux monétaire**, puisque je ne sais donner une valeur qu'à un flux monétaire. Et donc, **dans quelle mesure ce droit non pécuniaire impacte les flux monétaires futurs de l'ADP par rapport à ceux de l'action ordinaire ?**

Au cas présent, enfin celui de mon avocat corporate, le fait pour le manager sous LBO de ne pas avoir de droit de vote ne lui permettra pas de participer à la décision de servir des dividendes. Mais il était minoritaire dans tous les cas. Qui plus est, la situation sous LBO écrase toute velléité de se servir des dividendes, le banquier étant prioritaire. La réponse est donc simple : puisqu'il est impossible de démontrer que les flux monétaires rattachés aux ADP du manager seront minorés par rapport à ceux des actions ordinaires du seul fait de l'absence de droit de vote, c'est que ce droit négatif non pécuniaire ne vaut rien ... et ne mérite pas l'application d'une décote.

Logique.

Et pourtant...



L'A3E s'est penchée sur le sujet lors de sa dernière réunion. Constatons que les avis étaient assez partagés et que derrière un problème simple en apparence, la réponse est loin d'être unanime.

« Tout est affaire de contexte ». Voilà une conclusion comme on les aime !

Même si ma réponse semble avoir pleinement convaincu mon interlocuteur, je ne suis moi-même pas persuadé de la justesse de mon raisonnement.

Reprenons mon cas d'école : dans ce LBO, sont présents un manager en ADP et quelques cadres à qui l'on permet de bénéficier d'un plan d'actions ordinaires gratuites (AGA). Chacun est de toute façon ultra-minoritaire face à l'investisseur financier qui est le véritable et unique décideur.

Le jour hypothétique où le rédacteur de la présente note a l'opportunité de racheter les ADP du manager – sans droit de vote – ou les actions ordinaires issues du plan d'AGA des cadres – avec droit de vote – sachant que le prix unitaire d'acquisition serait le même, quel sera à votre avis mon choix ?

Hum... Laissez-moi réfléchir... Les actions avec droit de vote pardi !

Sans la capacité d'y voir une valeur tangible (i.e. en monnaie sonnante et trébuchante) j'intuie que pour le même prix, tant qu'à faire, autant acquérir un titre avec un droit de vote plutôt que sans. C'est donc que l'ADP sans droit de vote vaut en réalité moins que l'action ordinaire. Oui, mais de combien ?

Mince. Nous revoilà repartis dans les histoires de décote...

Heureusement, nous nous rassurerons tous en constatant que **mon cas d'école n'existe qu'en théorie**. Quel serait l'intérêt pour un manager d'acquérir des ADP dotées d'un seul droit non pécuniaire, soit l'absence de droit de vote. En général, une ADP est toujours dotée d'un droit pécuniaire positif. Ce qui nous rend bien service, au final.

Arnaud VERGNOLE

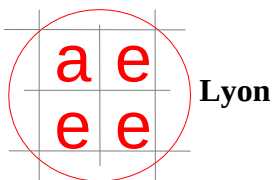
En complément du questionnaire d'Arnaud, on peut se demander quel est l'intérêt pour une entreprise de proposer des actions sans droits de vote à des actionnaires,... et quel serait l'intérêt pour ces mêmes actionnaires d'accepter. Si la première le propose et les seconds les acceptent, c'est bien qu'il y a un équilibre.

Un exemple permet d'apporter une illustration concrète à cette réflexion :

- Le PDG d'une société M souhaite ouvrir sa société à un nombre non restreint de managers et hommes clés, pour les impliquer davantage dans le développement de la société. Il a plusieurs solutions :
 - Si les critères permettant de bénéficier de la loi sur l'épargne salariale sont respectés, et dans ce cas, le dirigeant pourra créer un FCPE. Dans ce cas, les bénéficiaires investiront dans le FCPE, et n'auront en pratique pas de droit de vote direct dans la société M. Les bénéficiaires bénéficieront généralement de décote à l'entrée qui ne s'appliquera pas à la sortie. Si la société M n'est pas cotée, une liquidité doit être assurée par la société M ou ses principaux actionnaires.
 - Le PDG pourra également créer une holding dans laquelle les managers et les autres hommes clés pourront souscrire. Comme dans ce cas précédent, les bénéficiaires n'auront en pratique pas de droit de vote direct dans la société M, et le PDG mettra souvent en place une « bourse » permettant s'assurer une liquidité si la société M n'est pas cotée.
 - Le PDG peut ne pas souhaiter rentrer dans un des schémas précédents, et préférer par simplification que les managers et hommes clés rentrent directement au capital de la société M. Dans ce cas, et pour des raisons évidentes de fluidité de prise de décision, il ne souhaite pas que les managers et hommes clés (à l'exception généralement de certains managers) aient un droit de vote. Il existe fréquemment un engagement de rachat des salariés qui souhaitent céder leurs actions, avec généralement des règles définies dans un pacte d'associés (plafond annuel d'obligation de rachat, formules de rachat pré-définies dans le pacte d'associés, en fonction des situations -bad / good leaver, cession du capital,...).

Dans les 3 cas :

- Arnaud a raison dans le principe sur le fait que, les salariés préféreraient une action avec droit de vote à une action sans droit de vote,... si ce n'est que dans les situations décrites, les salariés n'ont pas le choix : soit ils rentrent au capital aux conditions définies par le PDG, et ils signent un pacte d'associés, soit ils ne rentrent pas au capital. C'est le cas notamment lorsque les actions de préférence sont mises en place dans une société dont le PDG a la majorité ;
- les salariés bénéficiaires seront généralement très minoritaires, et les droits de vote n'ont généralement pas de véritable portée (généralement, ils n'atteignent pas collégialement la minorité de blocage) ;
- ils bénéficient d'un engagement de rachat très souvent sans décote de minoritaires, sauf situations particulières ;
- ils bénéficient d'une liquidité sur leurs actions ;
- même s'ils n'ont pas droit de vote, ils bénéficient généralement d'une information régulière sur la société.



Dans ce cas, l'absence de droit de vote n'a pas de réel impact sur les actionnaires très minoritaires,...., mais en contrepartie, ils ont des actions sans décote de minorité (ou plus faible que dans une situation habituelle),..., et ils bénéficient d'une liquidité de leurs actions,..., ce qui les met dans une situation plus avantageuse (et plus intéressante que s'ils étaient simples minoritaires dans une PME non cotée « classique »).

Les actionnaires minoritaires bénéficiant de droits financiers attachés à leurs actions identiques à ceux des actionnaires majoritaires, il y a donc bien une contrepartie financière indirecte (mais généralement non extériorisée) aux actions sans droits de vote.

L'application d'une décote dans la situation ci-dessus n'aurait pas de justification économique, sauf décote prévue par la loi (ex : loi sur l'épargne salariale).

Au-delà de l'exemple des actions sans droit de vote, quels autres exemples pourraient illustrer les actions de préférence sans droits financiers ? J'ai rencontré un autre exemple d'actions de préférence qui donnent droit à des places au Conseil d'Administration. Aucune valeur n'avait été attribuée à ces actions de préférence lors de leur émission.

Rappelons que les sociétés ne sont pas obligées d'attribuer une valeur aux actions de préférence, que la préférence soit de nature financière ou non. De même, lorsqu'un commissaire aux comptes doit établir un rapport sur les actions de préférence, **sa mission ne consiste pas à estimer la valeur financière si la société n'a pas attribué de valeur aux ADP** (ce qui est souvent le cas). **Sa mission consiste à s'assurer que les ADP ne sont pas contraires à la loi, apprécier si la description du mécanisme des ADP et ses illustrations chiffrées sont bien décrites par le rapport du Président et informer les actionnaires des conséquences de l'émission des ADP.**

Ainsi, et pour répondre à la question initiale de l'avocat d'Arnaud, il n'y aura de réponse universelle à la valorisation des actions de préférence droits financiers. Je partage tout à fait la réflexion d'Arnaud sur le fait qu'en l'absence de droits financiers, et donc de possibilité de faire un calcul financier, l'application d'une décote semblerait le moyen le plus simple de prendre en compte le « désavantage ». Cependant, une décote de principe n'est pas acceptable, sauf à démontrer qu'il y a en pratique un réel désavantage financier par rapport à la situation où le bénéficiaire aurait des actions ordinaires.

Comme dans toute réflexion sur les décotes (ex : décote de holding, décote de liquidité,...), l'analyse doit être effectuée au cas par cas, et le désavantage doit traduire un « désavantage » financier réel et non apparent, prenant en compte la situation dans sa globalité (eg : existence d'autres avantages induits), comme illustré dans la situation supra.

Ensuite, il peut exister des considérations fiscales justifiant l'application d'une décote, mais cela sort du champ de notre réflexion en tant qu'évaluateur, basée sur une analyse économique.

En pratique, les échanges que nous avons eus au sein d'A3E sur le sujet n'ont pas permis d'identifier des situations pratiques où une décote a été appliquée et justifiée par des raisons économiques.

Christophe Velut

Note sur la détermination des bêtas, le calcul du wacc et autres réflexions

Eddy BLOY
Vice Président A3E

Nous avons eu récemment des discussions dans le cadre de notre association sur les modalités de calcul des bêtas. Ces discussions faisaient suite à un article d'un confrère parisien paru en décembre 2024.

La lecture de cet article est de nature à soulever une certaine perplexité et incite à préciser quelques éléments concernant aussi bien l'utilisation que les modalités de calcul des bêtas.

Cela m'a poussé à préciser les conséquences de ces discussions sur les modalités de calcul du coût des fonds propres comme du WACC. Il m'a paru également utile de revenir sur la notion de risque spécifique et sur sa mesure, *in fine*. Bien évidemment, toutes ces réflexions n'engagent que moi-même et visent à susciter des retours d'expérience de mes confrères experts plus qu'à manifester des vérités intangibles.

1- Quelques rappels sur l'utilisation du bêta dans le cadre du MEDAF

Le bêta permet de calculer le coût des fonds propres. L'une des modalités possibles pour déterminer son niveau consiste à constituer un échantillon représentatif de sociétés cotées relevant du même secteur et si possible avec des intensités capitalistiques et des structures financières pas trop éloignées de la société cible, ces dernières conditions étant par ailleurs rarement remplies dans la pratique.

Les bêtas des sociétés constituant l'échantillon sont, par nature, des bêtas endettés. On doit donc désendetter les bêtas de l'échantillon selon la formulation suivante :

$$\text{Bêta désendetté} = \text{Bêta endetté} / (1 + (1 - T) * L)$$

Où

-T représente le taux d'imposition sur les bénéfices

-L est le rapport dettes financières/capitaux propres, donc le levier

Une fois cette opération effectuée, parmi les pratiques possibles, on peut considérer le bêta désendetté médian et le réendetter en prenant en compte la structure financière de la société cible, selon la modalité inverse de la précédente, soit :

$$\text{Bêta de la cible} = \text{bêta non endetté médian} * (1 + (1 - T) * L) \text{ de la cible}$$

Le coût des capitaux propres se calcule par l'application de la formule habituelle :

$$\text{Coût des capitaux propres} = r_f + (p * \text{bêta cible}) + \text{prime de risques spécifiques}$$

r_f représente le taux sans risque et p la prime de risque marché actions. La prime de risques spécifiques vient s'ajouter aux deux autres termes pour tenir compte du fait qu'un investissement isolé implique un risque spécifique à la cible, risque que l'on ne peut diversifier puisqu'il ne s'intègre pas dans une logique de portefeuille.

Une autre façon de faire est de se référer à des bêtas sectoriels qui sont calculés dans certaines bases de données

2- Désendetter les bêtas à partir de l'endettement financier net ou de l'endettement financier brut

L'article de notre confrère parisien pointait ce dilemme et aboutissait aux deux conclusions suivantes :

- les deux modalités de calcul n'aboutissaient pas au même résultat,
- il était préférable de recourir au calcul par l'endettement brut.

Je rejoins l'auteur sur la différence de résultat en fonction de la modalité de calcul mais la démonstration m'a laissé quelque peu perplexe et je n'ai pas trouvé d'arguments convaincants pour retenir l'endettement brut. Rappelons que la pratique fait référence généralement à l'endettement financier net.

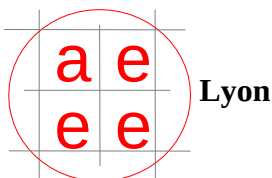
Je reprendrai rapidement la démonstration de l'auteur mais en raisonnant sur la base de valeurs absolue, et non à partir de pourcentages comme il le fait, ce qui me semble de nature à soulever quelques ambiguïtés dans le calcul.

Nous retiendrons la structure bilancielle simple suivante pour illustrer le propos

AE=15000	CP=9000
TA=5000	DF=11000

(AE : actif d'exploitation, TA : trésorerie active, CP : capitaux propres, DF : dettes financières).

Nous avons donc un endettement financier net de 6000.



Sur la base de ces chiffres, nous reprendrons l'exposé de notre confrère parisien. Supposons que cette société (cotée par définition) ait un bêta de marché de 1,2. Pour désendetter ce bêta, il faut lui appliquer la relation :

$$\text{Bêta endetté} / (1 + ((1-T) * L))$$

Où T est le taux d'imposition, nous retiendrons 25%, et L le rapport dettes/capitaux propres.

Nous retiendrons comme hypothèse que la juste valeur des dettes financières est proche de sa valeur comptable.

⇒ 1° calcul par l'endettement financier net

Le rapport dette/capitaux propres est de 6 000 / 9 000 = 0,6666. La valeur de bêta désendetté est donc de :

$$1,2 / (1 + ((1 - 0,25) * 0,6666)) = 0,8$$

⇒ 2° calcul par l'endettement brut

Le rapport dettes financières /capitaux propres est de 11000/9000=1,2222. La valeur du bêta désendetté est alors de :

$$1,2 / (1 + ((1 - 0,25) * 1,2222)) = 0,6261$$

Notre confrère parisien propose de corriger ce résultat en prenant en compte l'importance de la trésorerie dans le bilan. Il fait remarquer que le bêta désendetté est censé rendre compte de la sensibilité de la rentabilité de l'actif d'exploitation alors que le bêta précédemment calculé prend en compte la totalité de l'actif, y compris la trésorerie dont le bêta est nul. On peut donc considérer que, grossièrement, le bêta de cet actif est une moyenne pondérée des bêtas des deux types d'actifs (exploitation et trésorerie). L'actif d'exploitation représentant 75% de l'actif total, on aboutit à la relation :

$$0,6261 = 0,75 * \text{Bêta corrigé} + 0,25 * 0 \text{ et } \text{bêta corrigé} = 0,6261 / 0,75 = 0,8348$$

On obtient donc une valeur supérieure à celle produite par le calcul prenant en compte l'endettement financier net. L'écart est de 0,0348, soit en pourcentage 4,35%, ce qui est très faible.

Quand l'endettement financier net est positif, l'écart entre ces deux valeurs ne devrait pas être très important dans les cas de figure usuels. A montant et structure constants de l'actif, l'écart entre les deux modalités varie en sens inverse de la dette financière.

3- Impact sur le coût des capitaux propres

Nous supposons, pour la commodité de calcul, que la structure bilancielle précédente est représentative d'un secteur particulier.

Soit une entreprise cible dont la structure de bilan est la suivante et dont le WACC doit être déterminé par référence à la société cotée vue ci-avant :

AE 900	CP 500
TA 100	DF 500

L'endettement financier net est de 400 et le rapport dette/capitaux propres de 0,8 si on considère l'endettement net et de 1 si on prend compte l'endettement total.

Le bêta applicable si l'on retient l'endettement net est de:

$$\text{Bêta} = 0,8 * (1 + (1 - 0,25) * 0,8) = 1,28$$

Dans le cas où l'on retient l'endettement total, le résultat est

$$\text{Bêta} = 0,8348 * (1 + (1 - 0,25) * 1) = 1,46$$

Ce résultat doit être corrigé pour tenir compte du poids de la trésorerie dans l'actif total, ce qui donne :

$$\text{Bêta corrigé} = 1,46 * 0,9 = 1,314$$

Si l'on suppose que :

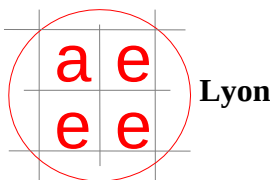
- le taux sans risque est de 3%,
- la prime de risque de 6%,
- la prime de risque spécifique de 5%.

Le coût des capitaux propres est dans le premier cas de :

$$3\% + (6\% * 1,28) + 5\% = 15,68\%$$

Et dans le deuxième cas de :

$$3\% + (6\% * 1,314) + 5\% = 15,88\%$$



On ne voit pas clairement l'intérêt de la distinction.

4- Retour sur le calcul du WACC

Si l'on étendait l'alternative au calcul du WACC, le choix cesserait d'être sans conséquence.

Nous retiendrons le calcul du WACC par la relation :

$$WACC = (C_p + i * L) / (1 + L)$$

(formule conduisant au même résultat que la formule habituelle de coût moyen pondéré des capitaux propres (Cp pondéré + i pondéré))

Où C_p est le coût des capitaux propres, i le coût des dettes nettes d'impôt et L , comme précédemment le rapport Dettes/Capitaux propres.

Si l'on revient à notre exemple précédent en ajoutant que le coût de la dette net d'impôt est de 3%, le calcul sur la base de l'endettement net donnerait :

$$(15,68\% + (3\% * 0,8)) / 1,8 = 10,04\%$$

En prenant en compte l'endettement brut on obtiendrait :

$$(15,88\% + (3\% * 1)) / 2 = 9,4\%$$

Soit 0,6 point d'écart. Cela ne serait pas sans incidence sur le calcul actuariel pour les périodes de temps les plus éloignées. Encore faut-il souligner que l'écart n'est pas trop élevé, parce que l'écart de valeur entre endettement net et endettement total est plutôt faible.

Mais si l'on avait par exemple considéré le cas où la trésorerie était de 400 et l'actif d'exploitation de 600 avec une même structure de financement, l'écart serait nettement plus important.

On voit que le levier déterminé avec l'endettement financier net serait de 0,2 versus 1 dans le cadre d'un calcul avec l'endettement total.

Dans ce cas, le coût des capitaux propres serait respectivement de 13,52% et de 13,25%.

En calculant le WACC avec l'endettement financier net, on obtiendrait :

$$(13,52\% + (3\% * 0,2)) / 1,2 = 11,77\%$$

Avec l'endettement brut :

$$(13,25\% + (3\% * 1)) / 2 = 8,125\%$$

L'écart est de plus de 3%, ce qui changerait radicalement les résultats d'une évaluation.

5- Remarque sur le coût des dettes

Dans toutes ces théories, le coût des dettes retenu par les auteurs est le coût marginal de la dette.

Littéralement cela s'entend comme le coût qu'il conviendrait d'appliquer à l'euro supplémentaire de dettes nécessité par les besoins de financement. Concrètement ce serait le coût qui serait applicable à un nouvel emprunt au moment du calcul.

6- Conclusion sur le débat endettement financier net versus endettement financier brut concernant le calcul des bêtas

Ma position personnelle, je l'ai dit, penche nettement en faveur d'un calcul fondé sur l'endettement financier net.

Il me semble plus simple et plus cohérent. Poussée jusqu'au stade ultime, i.e. le calcul du WACC, la solution par l'endettement brut aboutit clairement à un résultat qui serait sans pertinence eu égard à l'objet de l'évaluation, à savoir : l'actif d'exploitation.

On a d'ailleurs du mal à saisir les arguments qui plaident en faveur d'un calcul par l'endettement brut.

Cette modalité implique de toute façon une correction qui vise à éliminer le poids de la trésorerie actif dans le calcul ce qui relève bien de la même logique que la procédure recourant à l'endettement financier net. Cette dernière remarque exclut, selon moi, toute détermination du WACC par l'endettement financier brut.

7- A propos de la prime de risque spécifique

Je ne vais rien apporter de nouveau si ce n'est répéter ce que j'ai déjà eu l'occasion de dire ou d'écrire à ce propos.

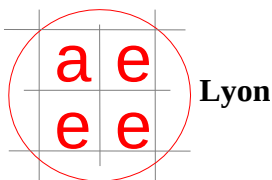
Il est d'usage d'ajouter à la prime de risque une prime de risques spécifiques. Ce n'est pas contraire à la stricte rationalité du MEDAF dans la mesure où le bêta de marché ne rend compte que du risque systématique assumé par l'investisseur dans le cadre de la constitution d'un portefeuille parfaitement diversifié et ne prend pas en compte le risque spécifique de l'entreprise.

Cependant, s'agissant du niveau de cette prime de risques spécifiques, on est prié de faire confiance à l'expert. Certes, c'est son métier de produire ce genre d'analyse et de la quantifier, mais il est inévitable qu'elle dépende de l'équation personnelle de l'expert et donc qu'elle comporte une part d'arbitraire.

Peut-on s'affranchir de cette part d'arbitraire ? La réponse est affirmative si l'on recourt à un bêta total qui a la vertu d'intégrer les deux types de risques. Il se calcule comme suit :

$$\text{Bêta total} = \text{Bêta de marché} / \text{corrélation entre rentabilité du marché et de l'entreprise}$$

Il va de soi que moins la corrélation est assurée plus l'écart entre bêta de marché et bêta total est importante ce qui est logique.



Ainsi revenons, à notre exemple du 3. Nous avons trouvé un bêta de 1,28. Supposons que le coefficient de corrélation marché-entreprise soit de 0,3. Le bêta total peut être évalué à :

$$1,28/0,3=4,27$$

Le coût de capitaux propres dans le cadre d'un investissement singulier devient :

$$3\% + (6\% \times 4,27) = 28,62\%$$

Alors que nous avons trouvé 15,68%, soit un écart de 12,94%. Il aurait donc fallu appliquer une prime de risque équivalente de 17,94% ! On était loin du compte. Cependant, l'opérationnalité de cette méthode n'est pas assurée car mesurer une telle corrélation entre la rentabilité d'un titre de PME non cotée et des rentabilités de marché est loin d'être aisé.

On peut recourir à des bases de données qui produisent ces bêtas totaux mais quid de leur fiabilité ? On notera qu'il est fréquent, quand on consulte ces données, de constater un écart de 1 à 3 entre le bêta de marché et le bêta total ce qui tendrait à montrer que les primes de risques spécifiques usuellement utilisées sont très inférieures à la prise en compte du risque réel.

8- En guise de conclusion

Les fondements du MEDAF datent de près de trois quarts de siècle et la pertinence de ce modèle a depuis été beaucoup bousculée. Nous l'utilisons tous parce qu'il apporte des réponses simples à des questions complexes.

Ce consensus permet aux experts d'avoir un langage commun et c'est son principal mérite. Je pense qu'il faut se garder de trop vouloir compliquer ou raffiner les mesures d'un modèle qui, de toute façon, repose sur des hypothèses éloignées des réalités.

En revanche, je pense qu'il serait temps, que les professions concernées, via leurs instances compétentes, se penchent sur les bonnes pratiques (configuration des échantillons, bases de données, fixation du coût des dettes, prime de risques...) afin que son application à une même cible ne conduise pas à des divergences conséquentes, fonction de l'équation personnelle des opérateurs.

Point d'étape :

quelles conséquences de la directive Omnibus sur la prise en compte des critères ESG en matière de financement et d'évaluation ?

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

Nous avons consacré un article détaillé dans la précédente lettre A3E (T4 2024) sur un point d'étape sur la prise en compte des critères ESG au travers : d'une part d'une enquête réalisée au sein de l'association A3E et d'autre part d'une revue de presse.

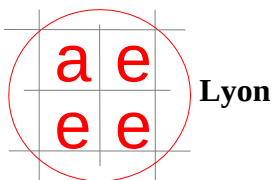
La question se pose de savoir si les mises à jour législatives récentes concernant les rapports de durabilité au niveau européen et français vont avoir un impact pour les entreprises sur la prise en compte des critères ESG sur le financement et la valorisation des sociétés ?

En effet :

- **Au niveau européen** : Le projet de directive Omnibus (voté en février 25), visant à reporter de deux ans l'obligation d'établir un rapport de durabilité pour les entreprises des « vagues » 2 et 3, a été adopté définitivement par le Parlement européen le 3 avril 2025,
- **Au niveau français** : Le projet de loi DDADUE, définitivement voté par le Parlement, reporte également de deux ans l'obligation d'établir un rapport de durabilité pour les entreprises des « vagues » 2 et 3. Cette loi doit encore être publiée au Journal Officiel.

Ce revirement brutal, sous la pression des nouveaux gouvernements très réticents de certains pays (ex : Etats-Unis, certains pays d'Europe), va permettre à certaines entreprises d'avoir du temps pour gérer / digérer ce projet très structurant et mis en place peut-être trop rapidement, et de bénéficier de l'effet d'expérience des groupes importants qui auront publié leur rapport de durabilité, ..., et certainement d'aménagements utiles de la directive, comme c'est généralement le cas.

Même s'il ne s'agit pas de remettre en cause l'intérêt évident des rapports de durabilité, la complexité de la directive qui l'avait instituée, les impacts en termes de coûts, d'organisation, ..., et de notation (donc en termes de financement) et de valorisation, dans un contexte où les groupes ont d'autres projets structurants à gérer (ex : Pilier 2, facture électronique, ...), et dans un contexte politico-économique compliqué, posait un réel problème à de nombreux groupes, ceci d'autant plus qu'il manquait de guidelines pratiques et d'homogénéité dans les processus de notation.



Quelles conséquences pour les entreprises en matière de financement et de valorisation :

Au niveau européen et notamment français, le train est lancé, tant en matière de financement que d'évaluation :

- ***En matière de financement,*** nous constatons que les fonds d'investissement et les banques sont de plus en plus sensibilisés sur la stratégie des entreprises en matière de ESG, et des engagements réduits en matière notamment de réduction bas carbone. Nous constatons en pratique que sauf cas particuliers, les due diligences ESG se généralisent de plus en plus dans les process d'acquisitions.
- ***En matière d'évaluation,*** les différents groupes de travail / études dont la réflexion s'est accélérée en 2024 à différentes niveaux (associations professionnelles d'évaluation françaises et internationales, CNCC, OECA, SFAF,...) n'ont pas changé le rythme de leurs études suite à la directive Omnibus. Ainsi, les remarques mentionnées dans la précédente lettre A3E de T4 2025 restent d'actualité.

Nous présenterons à ce titre dans la lettre A3E du T2 2025 la synthèse détaillée de l'enquête A3E sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation.

Points d'attention en évaluation

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

- *Distinction entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres :*

Nous continuons de constater régulièrement des confusions entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres.

Il est important de rappeler que :

- *La valeur d'entreprise est la valeur générée par l'exploitation (rentabilité générée par les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, soit l'actif immobilisé d'exploitation et le BFR d'exploitation-). La valeur d'entreprise ne tient pas compte des composantes financements, ni de la valeur des actifs et passifs hors exploitation. La valeur d'entreprise en mettant en œuvre différentes méthodes (ex : méthode des DCF, des transactions comparables, des comparables boursiers, méthode d'usage sectorielle,...),*
- *La valeur des capitaux propres est la valeur des titres de la société, après prise en compte des composantes de financement ajustées et des éléments hors exploitation, et plus généralement tous les éléments non pris en compte dans le calcul de la valeur d'entreprise (ex : provisions exceptionnelles, créances sur cessions d'actifs, ajustements du BFR,...).*

La sémantique est très importante ; par exemple, la « valeur de l'entreprise » signifie dans certains cas « valeur des capitaux propres » et valeur des titres de la société. Il faut donc éviter d'utiliser le terme valeur de l'entreprise, qui crée une confusion complémentaire.

Je vous invite à consulter les articles détaillés que nous avons écrits dans des précédentes lettres sur cette distinction, et plus spécifiquement sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, et notamment la lettre n° 45 du T3 2024.

- Attention aux distributions de dividendes par une société acquise récemment :

Il est fréquent que les sociétés holdings remontent après l'acquisition d'une société une partie de la trésorerie de cette société, sous forme de distribution de dividendes.

Les dividendes sont constatés en produits financiers, conformément aux règles comptables.

En revanche, il est assez fréquent que les sociétés holding oublient la conséquence de cette distribution en matière de dépréciation des titres, notamment lorsque la distribution de dividendes intervient peu de temps après la date d'acquisition. C'est le cas notamment des sociétés qui raisonnent en valeur d'entreprise et non en valeur des capitaux propres (cf point d'attention précédent).

Prenons un exemple simple afin d'illustrer ce point d'attention :

- La société M achète 100% du capital de la société F en octobre N pour un montant de 16 000 k€, qui se détaille comme suit :
 - Valeur d'entreprise : 8 x EBITDA un EBITDA normatif (plus élevé que l'EBITDA prévisionnel N) : 1 500 k€, soit 12 000€,
 - Trésorerie nette d'endettement : 4 000 k€ (calculée à la date du closing).
 - Auquel il faut rajouter des frais d'acquisition estimés à 800 k€, **soit une valeur des titres F constatée dans les comptes de M pour 16 800 k€.**
- En juin N+1, M décide une distribution de dividendes par F de 2 500 k€.
- Au 31 décembre N+1 :
 - L'EBITDA 2025 est en ligne avec l'EBITDA retenu pour le calcul de la VE. Le budget 2026 prévoit également un EBITDA en ligne avec cet EBITDA normatif,
 - La trésorerie nette d'endettement, tenant compte de la distribution de dividendes, s'élève à 2 500 k€.

L'application de la méthode retenue lors de l'acquisition, considérée comme toujours pertinente, conduit à une valeur recouvrable des titres de 14 500 k€ (VE : 12 000 k€ + TFN : 2 500 k€).

Il s'ensuit une dépréciation théorique des titres de F au 31/12/N+1 de 2 300 k€ (14 500 – 16 800). Cette dépréciation est bien la conséquence de la baisse de la valeur financière des titres F (même si la valeur d'entreprise est restée stable, la valeur des capitaux propres a bien baissé). L'impact net pour la société M s'élèvera à 2 500 – 2 300 = +200 k€. Cet impact net n'est pas très significatif (et positif dans le cas présent), ..., à condition de l'avoir anticipé. Si ce n'est pas le cas, cela peut poser des problèmes pour M à différents niveaux (ex : redistribution de dividendes par M, covenants).

Ainsi, en l'absence de création de valeur de F (si l'EBITDA réalisé post acquisition n'est pas supérieur à l'EBITDA normatif retenu lors de l'acquisition, si les flux générés ne sont pas supérieurs,...), il est important d'anticiper les impacts des distributions de dividendes par F,..., ou d'envisager d'autres alternatives à une distribution de dividendes (ex : avances en comptes courants par F), dans le respect de la législation en vigueur.