

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Cahier : l'évaluation des
PME / le diagnostic
Page 16
- Point d'étape sur la prise
en compte des critères ESG
dans la démarche
d'évaluation ?
Page 20
- Point d'attention : prise en
compte des comptes
courants en évaluation ?
Page 26

Lettre trimestrielle n°48 – 2^{em} trimestre 2025

Edito du Président :

Le feuillet politico-économique à rebondissement des tarifs douaniers, ..., ou l'été meurtrier, le chaos douanier, le bazar et le brouillard économique, comme le titrent certains journaux économiques.

Le 1^{er} semestre 2025 est marqué par la dégradation en mai 2025 de la note souveraine des Etats-Unis, et par la guerre commerciale lancée par le Président américain, qui se traduit par une très forte volatilité des annonces et des décisions, ..., et un climat de spéculation. Cette situation a été masquée jusqu'à présent par les résultats micro-économiques des entreprises généralement bons du 1^{er} semestre, peu affectés par les échanges sur les tarifs douaniers.

Force est de constater que malgré des enjeux commerciaux majeurs, notamment dans certains secteurs comme l'automobile, et peut être la santé, les marchés n'ont pas vacillé (contrairement à 2020 lors la crise sanitaire), malgré une correction fin juillet après la finalisation des négociations des accords commerciaux avec certains pays. La correction est cependant bien faible par rapport à la progression récente des marchés..., et aux enjeux commerciaux majeurs, dans un contexte où il n'existe plus beaucoup « d'amortisseurs » en cas de crise.

Contrairement à 2020, où nous avons constaté l'apparition de primes de risques spécifiques, que certains avaient chiffré entre 1 et 2 points, les paramètres actuariels (ex : taux sans risques, prime de risques marché) ont peu évolué, et force est de constater qu'il est difficile voire impossible de mettre à jour des prévisions en l'absence de visibilité et compte tenu de la volatilité des annonces et des décisions. La réalisation d'évaluation dans ce contexte est particulièrement complexe.

Les données macro-économiques américaines lancent des signaux pour le moins confus, avec une inflation qui progresse, des indicateurs d'activité instables, un taux d'emploi qui baisse, des tensions entre le Président américain et la Fed, notamment sur l'orientation des taux directeurs, mais également avec la Responsable de l'agence des statistiques du travail américaine, à qui le Président reproche de publier des statistiques erronées (sic). Les négociations devraient se traduire par un ralentissement de la croissance du PIB en Europe. Les négociations n'avaient pas ou peu avancé au 30 juin avec des pays gros partenaires commerciaux des Etats-Unis, comme le Canada, l'Inde, le Brésil, ou encore la Suisse, et la situation n'est pas claire avec la Chine. De nombreux rebondissements du feuillet sont donc à prévoir.

Comme indiqué précédemment, le fil conducteur des lettres A3E en 2025 sera les spécificités de l'évaluation des PME. Le 1^{er} thème abordé dans cette lettre est le diagnostic 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 début 2026 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, concernée au secteur des fintechs.

La Journée Nationale de l'Évaluation, organisée par la CNCC et le CNOEC va se tenir le 16 octobre 2025 à Paris, sous un format d'une journée. Le fil conducteur sera l'évaluation des entreprises en difficulté.

➤ **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 1^{er} semestre 2024 avec d'autres associations à un groupe de consultation pour 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 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 sur le 1^{er} semestre 2024.

L'administration fiscale a fait un retour fin mai 2025 avec un premier projet de guide mis à jour (contre initialement fin 2024 / début 2025), premier projet dont la diffusion reste à ce stade strictement réservé aux membres du groupe de consultation. Les représentants des différentes associations intervenant dans le groupe de consultation ont ensuite transmis dès juillet leurs commentaires sur ce premier projet de mise à jour. version. L'objectif est la transmission par la DGFIP d'un nouveau projet de manière plus large aux différentes institutions professionnelles et régulateurs avant d'envisager une publication officielle.

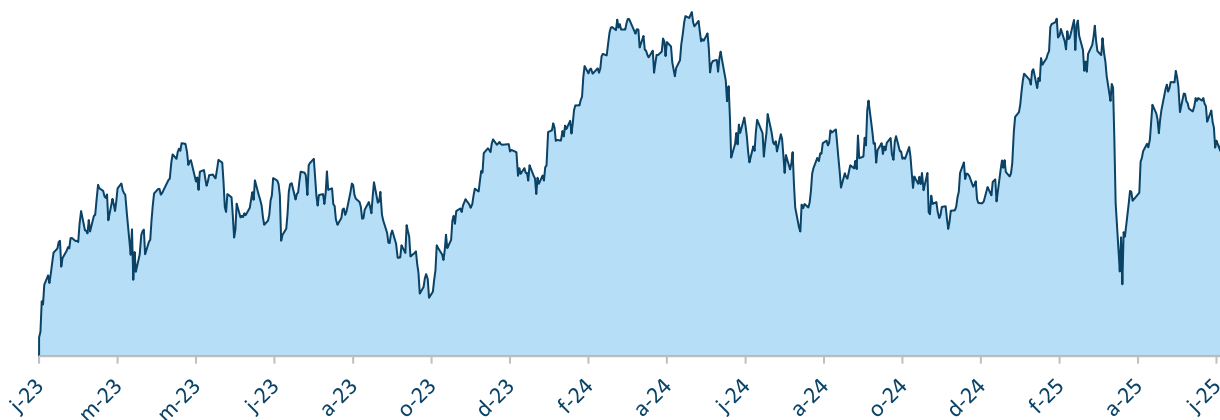
Pour mémoire, et bien qu'il ne s'agira que d'une production sous la responsabilité de la seule DGFIP, les représentants de l'association ont contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs incorporels (dans laquelle nous abordons notamment la méthode de la rente du goodwill, qui fait l'objet de nombreux contentieux avec l'administration fiscale).

INFO NEWS (suite)

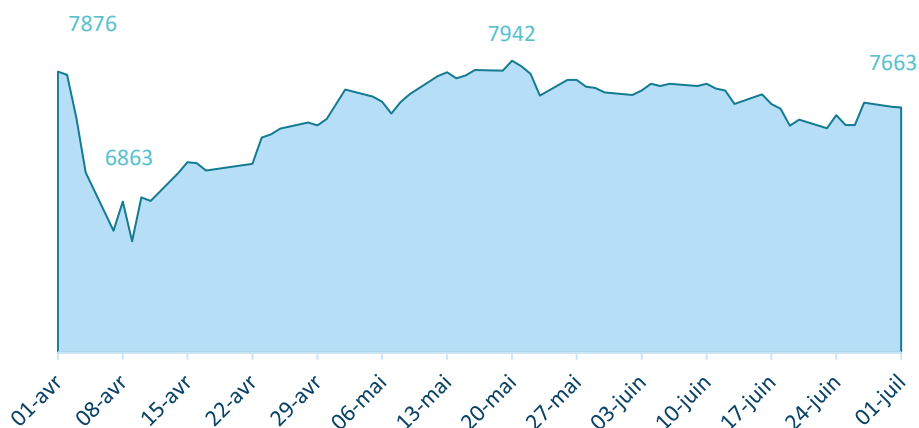
1. Les marchés boursiers erratiques, entre incertitudes et rebond techniques :

Évolution du CAC 40 : une évolution erratique au deuxième trimestre 2025.

Évolution du CAC 40 : de 2023 au T2 2025



Évolution du CAC 40 : une dynamique contrastée au deuxième trimestre 2025



Source : boursorama.com

Au 1er juillet 2025, l'indice CAC 40 s'établissait autour de 7 662,59 points, affichant une performance globale positive de +3,9% sur 6 mois, soit +6,5% sur le 1^{er} semestre et -2,7 % sur le 2nd semestre.

L'évolution du CAC 40 sur le 1^{er} semestre est aussi erratique que les annonces et décisions du Président américain (cf. article ci-après sur le TACO Trade) :

- +11% entre le 1^{er} janvier et le plus haut au 18 février (8 207 pts), -13% entre le 2 et le 9 avril 2025, suite à l'annonce par Donald Trump de nouvelles mesures sur les droits de douane, ravivant les inquiétudes sur le ralentissement du commerce mondial,
- Et -16% entre le 18 février et le point le plus bas au 9 avril (6 863 pts).
- Puis augmentation de 12% entre le 9 avril et le 30 juin.

Les indicateurs techniques restent mitigés : le RSI14 à 50,03 reflète une absence de direction claire, tandis que les moyennes mobiles sont orientées à la baisse (MM20 à 7 627,23, MM50 à 7 899,87, MM100 à 7 693,48), confirmant un biais baissier à moyen terme.

Les tendances du marché sont difficiles à déterminer car elles peuvent être impactées par de nombreux facteurs (la crise géopolitique, notamment israélo iranienne, qui est un peu passé au 2nd plan, les évolutions des taux directeurs, l'évolution des taux directeurs, avec des désaccords entre les politiques et les banques centrales, notamment aux Etats-Unis, et, ..., quand même, les évolutions des indicateurs économiques (PIB, inflation, emploi).

Le mois de juillet devrait confirmer la hausse des marchés, portée par les données micro-économiques (publication des comptes semestriels, peu ou pas impactés par la guerre commerciale), dont les effets vont surtout se faire sentir sur le 2nd semestre. **Le marché attend avec inquiétude le mois de septembre, qui est un mois historiquement compliqué sur le plan des marchés, pour voir comment évoluent les indicateurs économiques (PIB, inflation, emploi), et les premiers impacts des négociations sur les tarifs douaniers.**

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

Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T2 2025	T1 2025
S&P 500	10,2%	(4,4%)
France - CAC40	(2,7%)	5,4%
Allemagne - DAX	6,1%	10,7%
Espagne - Ibex 35	5,2%	12,5%
Angleterre - FTSE 100	1,5%	3,9%
Chine – Shanghai Composite	2,9%	2,2%
Italie - FTSE MIB	4,7%	9,0%

Source : investing.com

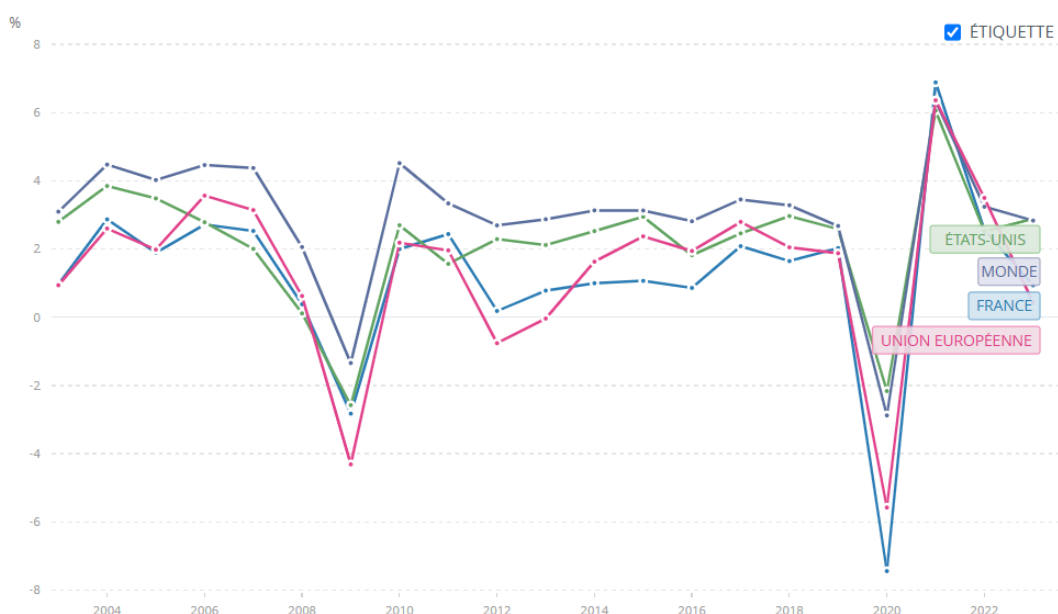
Détail des calculs (en pourcentage d'évolution)			
Places boursières	Capitalisation au 01/04/2025	Capitalisation au 30/06/2025	Var T2 (%)
S&P 500	5 633,07	6 204,95	10,2%
France - CAC40	7 876,36	7 665,91	(2,7%)
Allemagne - DAX	22 539,98	23 909,61	6,1%
Espagne - Ibex 35	13 297,00	13 991,90	5,2%
Angleterre - FTSE 100	8 634,80	8 760,96	1,5%
Chine – Shanghai Composite	3 348,44	3 444,43	2,9%
Italie - FTSE MIB	37 805,00	39 572,00	4,7%

Source : investing.com

INFO NEWS (suite)

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

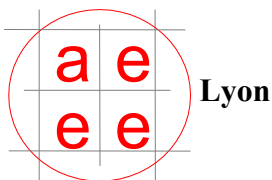


Selon les projections macroéconomiques de la Banque de France – Juin 2025, réalisées dans un contexte international particulièrement incertain marqué par les tensions commerciales entre les États-Unis, l'activité économique française a progressé de 0,1 % au premier trimestre 2025 et progresserait de 0,3% au 2nd trimestre, avant de s'accélérer légèrement au second semestre.

La croissance atteindrait ainsi 0,6 % en moyenne annuelle en 2025 (contre 0,7% prévus un an avant), après 1,1 % en 2024. En 2025, la demande intérieure soutiendrait l'activité, tandis que le commerce extérieur contribuerait négativement à la croissance, pénalisé par le maintien de droits de douane réciproques de 10 %(qui pourraient être portés à 15%) et des mesures sectorielles sur l'acier et l'automobile.

Il semble que la France s'en sorte mieux à ce jour que d'autres pays européens comme l'Allemagne (baisse de 0,1% sur T2 25), et l'Italie, le manque de dynamisme étant impacté par la guerre commerciale lancée par les Etats-Unis et la revalorisation de l'euro. L'Allemagne, en récession depuis 2023, a prévu de recourir à la dette (174 mds€) en 2026, on est loin du « déficit zéro ». En revanche, l'Espagne devrait avoir une croissance plus soutenue (+0,6-0,7% attendue pour S1 25), comme c'est le cas depuis 2022.

La Banque de France prévoit à ce jour une croissance de 1,0 % en 2026 puis 1,2 % en 2027 (contre respectivement 1,2% et 1,7% prévus en 2024), grâce à un redressement de la consommation des ménages, à la reprise de l'investissement privé et au regain des exportations.



L'emploi resterait globalement résilient en France, avec une légère hausse du taux de chômage liée à un ralentissement du rattrapage de la productivité passée.

Le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises resteraient préservés, mais au prix d'un endettement public orienté à la hausse, avec un ratio de dette publique attendu à près de 120 % du PIB fin 2027, continuant de diverger de la moyenne de la zone euro malgré un déficit ramené sous 5 %.

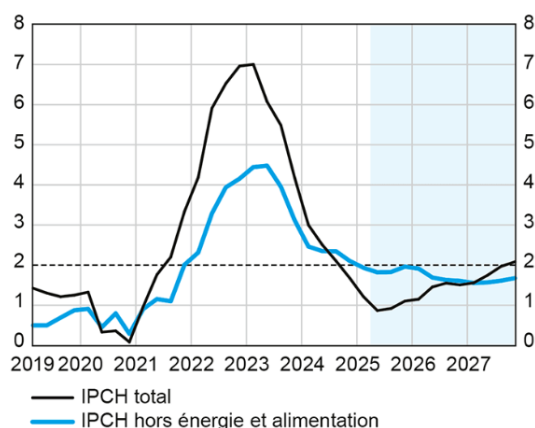
Ces projections ont été arrêtées le 21 mai 2025 sur la base des hypothèses techniques de l'Eurosystème et intègrent les comptes nationaux du premier trimestre 2025 ainsi que l'estimation définitive de l'inflation IPCH d'avril. A ce jour, et comme indiqué ci-dessus pour les comptes semestriels publiés, elles n'intègrent quasiment pas les impacts de la guerre commerciale lancée par les Etats-Unis, qui vont affecter certains secteurs très contributeurs au PIB français : l'automobile, déjà très affectée par ailleurs, et au regard des discussion en cours, la santé / pharmacie et le luxe.

INFO NEWS (suite)

3. Taux d'inflation : poursuite du ralentissement en 2025, sous le seuil des 2 % à moyen terme

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 premier trimestre 2025, projections Banque de France sur fond bleuté.

Le graphique ci-dessus met en évidence l'évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) total et hors énergie et alimentation depuis 2019 et jusqu'en 2027 (sources : Insee et projections Banque de France).

L'inflation totale (IPCH) s'établirait en moyenne à 1,0 % en 2025, après 2,3 % en 2024, sous l'effet d'un repli marqué des prix de l'énergie. Elle remonterait ensuite progressivement à 1,4 % en 2026 et 1,8 % en 2027 (hausse attendue du prix de l'énergie liée à l'introduction du second marché carbone européen SEQE-2), restant toutefois inférieure au seuil « d'inflation positive » de 2 %.

L'inflation hors énergie et alimentation poursuivrait également sa baisse, passant de 1,9 % en 2025 à 1,7 % en 2026 (ralentissement plus marqué des prix des services en lien avec la baisse des salaires et l'appréciation du taux de change), et 1,6 % en 2027.

Dans l'ensemble, l'inflation resterait durablement sous le seuil des 2 % au cours des prochaines années, permettant une reprise progressive du pouvoir d'achat des ménages grâce à des salaires nominaux qui continuent de croître à un rythme supérieur à celui des prix.

Le taux d'inflation resterait ainsi supérieur au % de croissance du PIB sur les 2 prochaines années (0,6% en 2025 et 1,1% en 2026), alors que dans une situation idéale, il devrait être supérieur. Mais tellement de choses peuvent changer d'ici là.

INFO NEWS (suite)

4. Une hausse des taux des OAT 10 ans sur le 1^{er} semestre :

Évolution des taux OAT 10 ans entre juillet 2024 et juillet 2025



Après une hausse significative au quatrième trimestre 2024 et au premier trimestre 2025, le taux des OAT à 10 ans s'est stabilisé à un niveau élevé au deuxième trimestre 2025. Il est passé d'environ 3,45 % fin mars 2025 à un niveau moyen de 3,25 % en juin 2025, avec une clôture à 3,29 % le 30 juin

Cette stabilisation à un niveau élevé traduit une prime de risque maintenue sur la dette française dans un contexte de débats politiques persistants autour des finances publiques et d'une dette publique toujours élevée, proche de 112 % du PIB.

Les tensions politiques internes, notamment autour de la mise en œuvre du budget 2025, et des incertitudes macroéconomiques pèsent sur la perception du risque souverain. Par ailleurs, l'environnement international reste marqué par des politiques monétaires prudentes et des risques géopolitiques, contribuant à maintenir les taux sur des niveaux élevés.

Le tableau ci-dessous met en évidence le taux des OAT 10 ans pour la France, l'Europe et les États-Unis pour 2023 et 2024, ainsi que les observations disponibles pour le T2 2025 (en moyenne ou niveau constaté) :

Taux OAT 10 ans			
Zone géographique	2023	2024	2025 *
Europe	3,27%	NC	3,30%
France	3,01%	2,97%	3,26%
Etats-Unis	3,94%	4,20%	4,35%

** Estimations basées sur les niveaux moyens observés au premier et deuxième trimestre 2025.*

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

Au deuxième trimestre 2025, le spread entre l'OAT 10 ans et le Bund allemand 10 ans s'est maintenu à des niveaux élevés, oscillant entre 71,6 points de base début avril et environ 69 à 72 points de base en juin. Ce spread traduit la prime de risque demandée par les investisseurs face aux incertitudes budgétaires et politiques françaises. Le taux Bund a évolué de 2,681 % début avril à une moyenne de 2,538 % en juin, tandis que le taux OAT est passé de 3,397 % à une moyenne de 3,26 % sur la même période.

Comme indiqué ci-dessus il est difficile d'avoir une tendance, entre :

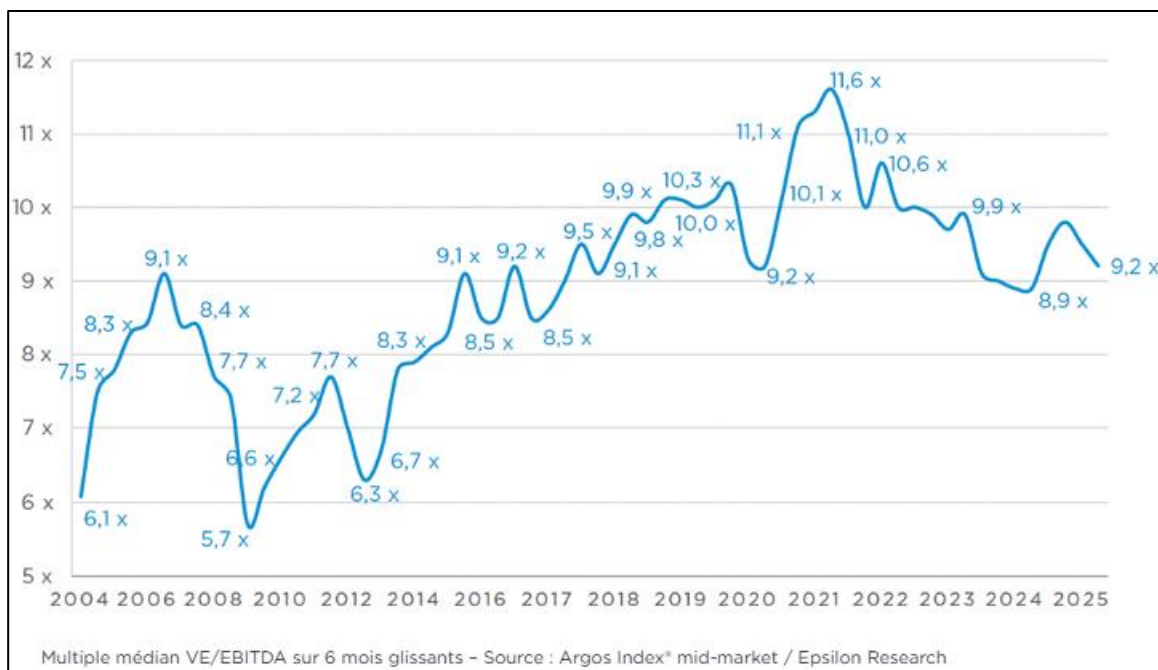
- L'évolution des taux sans risques : ceux-ci devraient en théorie devraient progresser pour suivre l'augmentation du risque lié aux dettes souveraines. Pour autant, l'évolution des taux des OAT n'a fait que revenir à des taux post crise des subprimes de 2008, les variations des taux sans risques étant globalement compensées par des variations des primes de risques de marché en sens inverse, conduisant à des TRI de marché à peu près équivalents sur la période malgré la multiplication de l'exposition aux risques des entreprises. Cette évolution traduit implicitement une inflation générale de la valeur des entreprises,
- la courbe des taux, qui reste encore « écrasée », même si les écarts de taux ont augmenté avec certaines maturités,
- une évolution non cohérente des taux des OAT avec la chute de près de moitié sur le 1^{er} semestre 2025 des taux de rendement des placements sans risques (ex : CAT, livret A,...),
- des pressions contradictoires entre les politiques (notamment américains) qui militent généralement pour une baisse des taux, pour faire plaisir au marché, et les banques centrales qui n'ont pas encore pris position en attendant d'avoir des données économiques plus stables (ex : inflation, emploi,...),..., nous ne pouvons pas leur donner tort.

Et l'histoire a montré que les amplitudes des variations de taux des OAT pouvait être très fortes.

INFO NEWS (suite)

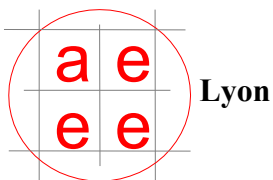
5. Indice Argos (T2 2025) - PME non cotées :

L'indice (qui reflète davantage les niveaux de prix que les valeurs intrinsèques) marque un nouveau repli à 9,2x l'EBITDA au 2e trimestre 2025, après s'être établi à 9,5x au T1 2025, 9,8x au T4 2024, 9,5x au T3 2024 et 8,9x au T2 2024 (contre 9,0x fin 2023 et 9,9x fin 2022). Rappelons que les pics de valorisation à 10,5x-11,6x n'étaient pas représentatifs d'un niveau de valorisation « normal », car ils étaient influencés par un effet mix, en lien avec le poids relatif de certains secteurs dans les transactions.



L'indice est affecté par le fort ralentissement de l'activité M&A, en particulier sur le segment mid-market (transactions comprises entre 15 et 500 millions d'euros), ainsi que par la contraction des opérations de LBO, et ce malgré plusieurs facteurs potentiellement favorables : désinflation amorcée, accès au financement moins tendu, niveau élevé de « dry powder » côté fonds. Toutefois, le maintien de taux d'intérêt élevés, combiné à une incertitude accrue sur les politiques économiques et commerciales – notamment aux États-Unis – ainsi qu'à une volatilité persistante des marchés financiers et à des perspectives de croissance atones en zone euro, freinent la dynamique transactionnelle.

En parallèle, le coût du capital demeure élevé, en dépit de signaux de détente monétaire, ce qui continue d'exercer une pression baissière sur les niveaux de valorisation.



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 (avec notamment des hausses ponctuelles dans certains secteurs plus résilients) ;
- dans l'usage des méthodes analogiques, en veillant à la comparabilité effective des transactions retenues. Depuis 2020, les transactions véritablement comparables se raréfient, et les écarts sectoriels s'accroissent (résilience hétérogène, capacités d'adaptation, profils financiers divergents...).

INFO NEWS (suite)

⇒ Une française à la tête du géant de l'IA Chapt GPT :

Sam Altman est allé débaucher en mai 2025 Fidji Simo pour prendre la tête (CEO of applications) d'une licorne valorisée à 40 mds \$, à moins de 40 ans. La société Instacart, qui gère Chapt GPT est une société peu connue du grand public européen. Elle est pourtant une des sociétés les plus emblématiques de la tech actuelle et se situe à la 3^{ème} place des entreprises américaines non cotées en termes de valorisation, derrière Stripe et Space X.

Ancienne membre de l'équipe dirigeante de Facebook, cette française originaire de Sètes, a fait l'essentiel de sa carrière dans la tech, après avoir été diplômée de HEC et de l'Université de Californie.

⇒ TACO Trade, ou comment gérer son portefeuille simplement et efficacement:

La finance aime bien les acronymes imagés : bears, bull, brics, FOMO (fear of missing out).

Un éditorialiste du Financial Times a attribué un nouveau surnom au Président américain : TACO (Trump Always Chickens Out), qui signifie « se dégonfle toujours », pour désigner sa stratégie de négociation erratique, notamment sur la question de la politique en matière de tarifs douaniers.

Derrière cette expression se cache une idée « simple » : quand le Président menace d'augmenter des douanes, les marchés chutent brutalement, quand il revient en arrière, les marchés rebondissent aussi rapidement.

C'est donc tout le contraire de l'image que le Président américain souhaite donner de lui d'un homme ferme et imprévisible.

C'est un outil simple et efficace pour définir sa stratégie boursière, plus abordable et efficace que les algorithmes complexes de prévisions,..., qui a certainement du profiter à de nombreux américains bien avertis. Merci DT !

⇒ Introduction d'une prime de risques pays pour les Etats-Unis:

Le Président américain a réussi le tour de force d'avoir contribué à l'attribution d'une prime de risques pour les Etats-unis, et de rendre l'économie aussi imprévisible que lui, au bémol près de la remarque concernant les marchés supra.

Soulignons que le site Damodaran a introduit dans la mise à jour au 30 juin 2025 de sa base de données une prime de risques pays de 0,41%, sur les Etats Unis.

Comme indiqué dans l'édito, les données économiques américaines sont très instables sur le 1^{er} semestre, avec un rebond au printemps après un début d'année difficile), l'inflation est sur une tendance haussière, l'emploi sur une tendance baissière (plus importante que prévue), la stratégie sur les taux difficile à déterminer (le Président américain s'est engagé sur une baisse des taux directeurs en septembre, avis qui n'était pas partagé jusqu'en juin par le Président de la Fed).

Il semble que l'évolution des taux directeurs semble à ce jour une des principales préoccupations des marchés, plus que les autres macro-économiques.

⇒ 330 data centers en France ou un défi majeur d'empreinte carbone :

La France compte aujourd'hui 330 data centers, et a défini une trentaine de zones d'accueil pour de futurs data centers. Le développement de ces infrastructures essentielles pour l'industrie numérique représente un enjeu écologique majeur, compte tenu de leur coût énergétique très élevé, estimé par certains spécialistes à 2% de l'électricité nationale, dans un contexte d'augmentation de leurs émissions de gaz à effet de serre estimée à 11% en 2023. Rappelons que la baisse des émissions de gaz à effet de serre en France est estimée sur un an à 6%.

A quand un rapport de durabilité pour les data centers ?

⇒ Le mur de la dette, une expression rentrée dans le langage quotidien :

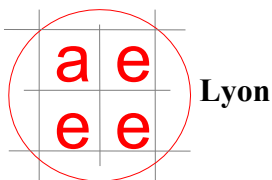
Le mur de la dette signifie l'impasse dans laquelle se trouve de plus en plus de grandes entreprises, qui ont mis en œuvre une stratégie de croissance (externe et interne) en s'appuyant sur le levier de la dette, qui les ont conduit au pied du « mur de la dette », avec des niveaux de dettes colossales.

Après le groupe Casino, Atos, citons le cas de SFR.

Rappelons que SFR a été rachetée en 2014 par la holding de Patrick Drahi pour 13,5 mds €, 100% à crédit et effet de levier très élevé.

Le Président du groupe Altice dont la dette atteignait près de 24 mds€ a fait du levier d'endettement la pierre angulaire de la stratégie lui ayant permis de construire son empire, qui fait d'Altice un géant mondial des télécoms et des médias.

Le groupe n'a pas échappé à une restructuration financière massive, ainsi une partie importante de la dette de SFR a été rachetée par 17 fonds, principalement américains qui ont accepté de réduire la dette de près de 8,6 mds€ en contrepartie de la montée en capital par rachat d'actions dans Altice France à des conditions préférentielles.



⇒ Baisse des investissements du private equity français dans la transition énergétique après une année record :

Le secteur de la cleantech regroupe tous les actifs liés à la transition énergétique et à la RSE en général, des énergies renouvelables à l'économie circulaire.

Si ce secteur reste attractif, il a connu un net recul des investissements en 2024, après une année 2023 record (avec 181 opérations et 181 m€ investis en fonds propres) : baisse de 50% pour atteindre 2,4 mds € avec 150 opérations.

⇒ L'argent au plus haut depuis 14 ans :

L'once d'argent a atteint près de 39€ à fin juillet. Le cours n'avait pas atteint un tel niveau depuis septembre 2011.

Rappelons que le cours de l'once d'argent était proche de 5€ en 2005.

Certains estiment, mais laissons leur la responsabilité de ces estimations, que le cours va continuer d'augmenter jusqu'en 2030, avec une prévision de cours comprise entre 50 et 60€.

Rappelons que le cours de l'argent est soutenu par ses nombreuses applications industrielles, au-delà de son statut de monnaie refuge.

⇒ Le poids des entreprises familiales et des enjeux de reprise :

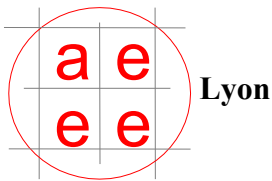
Une étude réalisée par l'université Dauphine met en évidence le fait que les entreprises familiales représentent 65% du PIB en France et 69% des emplois. 71% des entreprises françaises sont familiales dans le non coté (critères : détention de plus de 50% dans le capital, et participation de la famille à la gouvernance), et 60% dans le coté (critères : détention de plus de 20 à 30% dans le capital, et participation de la famille à la gouvernance).

Les entreprises familiales représentent un enjeu majeur pour le tissu économique.

Seules 15 à 20% d'entre elles sont reprises par la famille, seuil très inférieur à celui constaté chez nos voisins européens : 80% dans les pays scandinaves, 70% en Espagne et en Italie, ou 50% en Allemagne.

Il est estimé qu'1/4 des dirigeants des entreprises familiales a plus de 60 ans, et une entreprise familiale sur 2 sera à transmettre d'ici 10 ans.

Il est considéré que les entreprises familiales ont une résilience et une longévité supérieure aux autres (estimée à 3X supérieure).



⇒ Microsoft a franchi la barre symbolique des 4 000 mds\$:

Le groupe de Richmond a franchi début août la barre record et symbolique des 4 000 mds \$, que seule Nvidia avait atteint jusqu'ici. Cela valorise le groupe à un multiple stupéfiant de 14 x son CA (282 mds \$), et 40x son résultat net (le groupe a franchi en 2024 le seuil historique de 100 mds\$, à 102 mds\$).

La croissance du groupe concerne l'ensemble des activités, mais elle est portée surtout par ses activités dans le cloud et la plateforme d'informatique à distance Azure, qui représentent à elles seules le CA du groupe il y a 10 ans.

Tous les voyants sont au vert, et le groupe vient d'annoncer une croissance à 2 chiffres de son CA et de son résultat opérationnel pour l'année en cours.

⇒ Brevets : la France, 2e pays européen en 2024

En 2024, la France s'est distinguée par son dynamisme en matière d'innovation, se hissant au 2e rang européen en nombre de dépôts de brevets auprès de l'Office européen des brevets (OEB). Avec plus de 10 500 demandes, elle confirme sa capacité à transformer la recherche en actifs stratégiques, derrière l'Allemagne, toujours en tête, et devant les Pays-Bas et la Suisse.

Les secteurs les plus innovants incluent les technologies médicales, les télécommunications, la mobilité électrique et l'intelligence artificielle. Parmi les leaders français, on retrouve des groupes comme Safran, Thales, L'Oréal ou STMicroelectronics, mais également des PME et des centres de recherche publics très actifs.

Cette performance souligne l'efficacité de l'écosystème français d'innovation, mêlant financements publics, recherche académique de haut niveau et montée en puissance des startups deep tech.

Dans un contexte de compétition mondiale accrue, les brevets sont devenus un levier essentiel de souveraineté économique et de valorisation industrielle.

Cahier « évaluation des PME » : les spécificités du diagnostic de l'évaluation des PME

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

L'association A3E a été sollicitée à plusieurs reprises pour communiquer sur les spécificités de l'évaluation des PME.

Le 1^{er} volet de ce cahier est consacré aux spécificités du diagnostic des PME dans le cadre d'une évaluation. Il résulte du fruit d'un échange entre différents membres de l'association, structurée autour d'un questionnaire.

La synthèse de la réflexion est organisée autour de 5 points considérés comme particulièrement significatifs dans le cadre de PME :

⇒ **Point 1 : risque de dépendance et de non diversification:**

La dépendance de la PME à son dirigeant (ou ses dirigeants) est un des risques les plus spécifiques liés aux PME. Le dirigeant peut en effet être responsable des ventes, des achats, de la R&D sans qu'il n'y ait un véritable adjoint. Le sujet est plus sensible, si le dirigeant a des liens étroits avec les principaux clients (caractère très intuitue personae des relations).

La dépendance peut intervenir également dans d'autres domaines : dépendance produit, dépendance clients, dépendance fournisseur et/ou sous-traitant, dépendance géographique, dépendance vis-à-vis d'une banque.

Cette notion de dépendance est d'autant plus importante à analyser qu'elle est particulièrement mise en avant dans la construction du reporting de durabilité après la détermination des Impacts, Risques et Opportunités matériels.

Il est essentiel d'analyser comment la société adresse ce sujet de dépendance.

L'absence de diversification est un risque fort,..., dans le contexte où inversement, une diversification ratée (ex : géographique, produit, croissance externe,...) est une cause fréquente des difficultés des entreprises, qui ne sont pas préparées (ex : organisation, financement,...) à la diversification. La capacité d'une PME à renouveler ses produits dans des conditions de rentabilité intéressantes est un point fort.

Rappelons que la jurisprudence administrative a acté une décote supplémentaire de 10% pour hommes clés qui vient s'ajouter aux autres décotes pouvant alors justifier une décote globale jusqu'à 40% lorsqu'il est démontré qu'il existe un lien de dépendance fort entre la société et ses dirigeants.

⇒ **Point 2 : existence, flexibilité et résilience du business model et le la stratégie:**

Une valorisation repose généralement sur des données prévisionnelles. En effet, sauf cas particuliers (acquisition d'un savoir faire, d'un outil de production,...) l'acquéreur achète le futur.

Les prévisions sont la traduction chiffrée d'une stratégie, encore faut-il qu'il y ait une stratégie. Certains dirigeants considèrent qu'il n'est pas nécessaire de formaliser une stratégie pour différentes raisons (ils n'en ont pas les moyens,...) ce qui pour nous est une erreur.

Certains dirigeants, bien conseillés, font la démarche inverse : ils établissent d'abord un BP « vendeur », puis « collent » une stratégie sur le BP avec une diversification géographique, le lancement de nouveaux produits,..., pour justifier une croissance de l'activité. Cette démarche à l'envers ne trompera pas les experts avertis.

Il existe un consensus sur le fait que l'établissement et la mise à jour régulière d'une stratégie est source de création de valeur et de résilience. Ce n'est pas la quantité, mais la qualité et la cohérence du business model avec la stratégie qui sont importantes.

La stratégie doit amener régulièrement les dirigeants à se poser la question pour savoir : où ils veulent aller, quand et comment ?

Les questions suivantes peuvent-elles être utilement posées en matière de stratégie:

- la stratégie est-elle formalisée,
- est-elle connue des actionnaires (si différents du dirigeant), et/ou des hommes clés,
- est-elle acceptée par les actionnaires ou les hommes clés,
- la société a-t-elle les moyens de ses ambitions (ressources humaines, système d'information, capacité de financement,...)?
- la stratégie permet-elle de maintenir une activité / performance soutenable dans le temps et lisible en interne et externe ?
- les principaux axes de développement stratégiques sont-ils créateurs de valeur ?
- en cas d'évolution de la stratégie, l'organisation et les outils ont-ils / vont-ils évoluer ?

La question en effet n'est pas uniquement d'avoir une stratégie documentée, mais d'avoir une stratégie pertinente et cohérente, en adéquation avec la réalité de l'entreprise (et notamment ses capacités et ses ressources) et de son environnement présent et prévisible.

Ces différentes questions et réflexions sont applicables quelle que soit la taille de la société.

⇒ **Point 3 : risques liés à l'attractivité et à la fidélisation :**

Une question importante particulièrement dans le cas des PME est d'identifier les facteurs clés permettant à la société d'être attractive et de fidéliser ses clients, ses fournisseurs, ses salariés, dans un contexte où il est fréquent que la localisation de la société est un frein à l'attractivité.

La question se pose notamment en cas de remplacement d'un salarié présent de longue date dans la société, ou en cas de remplacement d'un client.

⇒ **Point 4 : risques liés au système d'information et aux outils de gestion :**

Un des constats régulièrement effectué dans le cadre de due diligences de PME est liée au fait que la PME dispose d'un ERP métier non adapté, et que les outils de gestion sont insuffisants.

La fonction gestion est souvent insuffisamment développée dans des PME, l'information financière se limite souvent à des données comptables.

Les différentes crises auxquelles les sociétés de toute taille ont été très exposées, grands groupes comme PME, ont montré que la présence d'outils de gestion adaptés à la taille et aux spécificités de l'entreprise sont des facteurs importants de résilience et de flexibilité, indispensables pour passer les crises. La définition d'indicateurs clés (KPI) adaptés à la taille de la société, la fréquence des informations de gestion, la nature des informations (qui doivent couvrir des enjeux d'activité, de rentabilité et de cash), et les délais de production des informations, sont indispensables pour piloter l'entreprise, définir et suivre une trajectoire, et faire des simulations.

Les dirigeants ont souvent des a priori vis-à-vis de ces outils en craignant un « copié collé » d'un système de gestion calqué sur celui de grands groupes, une « usine à gaz », un système trop coûteux. Ils préfèrent faire des économies en achetant un « ERP de base », mais ce sont de fausses économies. C'est parce qu'ils s'entourent de mauvais conseils. Si on prend l'exemple d'une voiture de course, c'est au pilote d'orienter les réglages de sa voiture par son mécanicien et non l'inverse.

Par ailleurs, la mise en place d'une culture de gestion adaptée facilite l'intégration en cas de rachat par un groupe, et facilite les relations avec les établissements financiers.

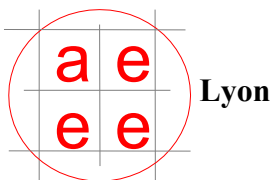
⇒ **Point 5 : fiabilité des comptes et analyse financière :**

L'environnement de contrôle permettant d'assurer la fiabilité des comptes peut être très variable selon les PME, dans un contexte où les entités inférieures à certains seuils ne sont pas tenues d'avoir un commissaire aux comptes, et où le champ de la mission de l'expert-comptable peut être très variable en fonction de la mission (ex : mission de production, de révision,...).

Une analyse de cet environnement de contrôle (et notamment sur les procédures de clôture) est essentielle dans le cas de PME.

La situation où le dirigeant a la maîtrise des principales options comptables (valorisation des stocks, provisions clients, stocks, litiges, cut-off), sans être challengé par un conseil externe est souvent un facteur de risques, surtout si le turn-over des personnes en charge de la comptabilité et/ou du cabinet comptable est élevé, et notamment au moment de l'évaluation. L'évaluation d'une société qui n'a aucune provision clients, stocks, pour risques et charges peut s'expliquer, mais doit être un point d'attention fort.

Rappelons que la notion de fiabilité s'applique non seulement aux comptes, mais à la capacité des dirigeants à commenter les comptes, à faire le lien entre les comptes et les données opérationnelles, entre les comptes et la stratégie. Par exemple : une variation incohérente de la marge peut masquer un événement exceptionnel, même si les comptes sont justes, qui devra être prise en compte pour l'évaluation.



Il est surprenant qu'une stratégie de recentrage sur les activités rentables ne se traduise pas par une amélioration de la marge. Une augmentation inhabituelle de l'activité suivie d'une baisse de la marge risque de mettre en évidence une tentative de « dumping » du CA pour améliorer en apparence la « corbeille de la mariée ».

La cohérence entre la variation du résultat net et celle du cash, l'adéquation de la structure du financement avec sa structure financière (intensité capitalistique, niveau de BFR,...) et avec le business model sont des éléments essentiels.

Une analyse détaillée des transactions avec les parties liées (SCI immobilière, société de transports, société de conseil en communication,...) doit être effectuée avec attention, notamment dans le cas des PME qui n'ont pas de commissaire aux comptes.

Les retraitements de comptes effectués pour les besoins de l'évaluation d'une PME peuvent porter sur des éléments que l'on voit moins dans le cas de l'évaluation de groupes plus importants tels que les niveaux « de marché » la rémunération des dirigeants, des loyers immobiliers, des contrats de location financière de matériels assimilés à du crédit-bail, de la production immobilisée,...) et l'identification des engagements hors-bilan tels que les engagements de retraite. Une analyse de cohérence avec des sociétés comparables de taille similaire sera à cet effet très utile.

Ce point est étroitement lié au précédent sur le système d'information.

Actualité et point d'étape: prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation

Notre article est présenté en deux parties :

- un premier article sur l'actualité réglementaire,
- un deuxième article sur un point d'étape sur la prise en compte de l'ESG dans la démarche d'évaluation.

1/ Actualité « durabilité d'entreprise » : simplification en marche, volontarisme stratégique en hausse :

Aurore DAMIANI,
Associée, ADVOLIS ORFIS

2.1- Evolution du périmètre de la CSRD : Réconcilier Ambition ESG et Compétitivité économique.

Les derniers mois ont marqué un tournant stratégique dans l'agenda réglementaire européen de durabilité. Avec le paquet législatif **Omnibus I**, la Commission européenne entend alléger le fardeau administratif du reporting ESG, tout en maintenant le cap sur ses objectifs environnementaux et sociaux.

La Commission propose ainsi que le périmètre de la directive CSRD soit recentré : seules les grandes entreprises, dépassant 1 000 salariés et 450 M€ de chiffre d'affaires, devraient rester assujetties à l'obligation de reporting extra-financier selon les normes ESRS (en attente d'accord avec le Parlement).

Ces seuils ne sont pas encore en vigueur mais le calendrier a d'ores et déjà été reporté de deux ans pour les entreprises des vagues 2 et 3¹.

Signe fort, la Commission a également annoncé l'abandon des normes sectorielles obligatoires, pourtant initialement prévues dans le cadre de la CSRD, privilégiant une application allégée et plus transversale des normes existantes.

1.2- Taxonomie verte : une simplification bienvenue

Ce mouvement de simplification s'accompagne d'une clarification bienvenue du cadre technique de la taxonomie verte européenne.

Pour rappel, la taxonomie s'appliquera aux entreprises soumises à la CSRD.

Un règlement délégué publié début juillet 2025 réduit les exigences de publication, notamment pour les activités non significatives représentant moins de 10 % du chiffre d'affaires ou des investissements.

¹ Vague 2 : grandes entreprises non cotées dépassant deux des trois seuils : 250 salariés, 50 M€ CA, 25 M€ total bilan et grandes entreprises EIP entre 250 et 500 salariés

Vague 3 : PME cotées (hors micro-entreprises)

Le principe « Do No Significant Harm » (un des critères permettant de classer les activités des entreprises dans la taxonomie verte : « ne pas porter préjudice à d'autres parties prenantes ») a été simplifié, et la Commission envisage désormais une application plus souple, adaptée à la réalité opérationnelle des entreprises.

Cette évolution pourrait relancer l'adhésion au cadre européen, en le rendant plus lisible et plus applicable à grande échelle.

1.3- Reporting volontaire : la norme VSME comme levier stratégique

Dans ce paysage réglementaire plus ciblé, les entreprises qui sortent du périmètre obligatoire trouvent un levier stratégique dans le reporting volontaire.

La norme VSME, publiée par l'EFRAG fin 2024, constitue un socle pragmatique, simple et modulable pour structurer un reporting ESG cohérent.

Au-delà de la conformité, adopter ce cadre volontaire permet d'afficher ses engagements, de se différencier, de répondre aux attentes croissantes des clients, financeurs et talents, et de préparer l'entreprise à de futures obligations.

Dans un environnement où la transparence devient un critère de compétitivité, **le choix d'un reporting volontaire devient un atout**, non une charge.

1.4- CS3D : une directive recentrée et un calendrier repoussé

Enfin, l'autre grand chantier réglementaire européen, la CS3D (Corporate Sustainability Due Diligence Directive), a lui aussi évolué.

Adoptée définitivement en mai 2025, la directive entrera en vigueur en **2027 pour les grandes entreprises (plus de 5 000 salariés et 1,5 Md€ de chiffre d'affaires)**, puis en **2029 pour celles dépassant 1 000 salariés et 450 M€**.

Son champ d'application a été recentré : seules les chaînes d'approvisionnement directes sont concernées, sauf justification. La responsabilité civile harmonisée a été abandonnée, chaque État membre restant libre de définir ses sanctions.

Si ces ajustements réduisent l'ambition initiale, ils traduisent aussi la volonté d'une mise en œuvre réaliste, dans un contexte géopolitique et économique complexe.

En conclusion

L'Europe n'abandonne pas ses ambitions durables, mais opte pour une mise en œuvre plus différenciée. Le reporting ESG reste une clef de lecture de la performance long terme.

Pour les entreprises non soumises à la CSRD, l'adoption volontaire d'un cadre tel que le VSME offre un chemin structuré, cohérent et stratégiquement porteur vers une durabilité assumée.

Ci-dessous se trouve une synthèse des principales évolutions à date :

Thème	Avant Omnibus	Après Omnibus (propositions 2025)
CSRD	- Application dès 2024 (vague 1), 2025 (vague 2), 2026 (vague 3)- Seuils : 250 salariés, 40 M€ CA, 20 M€ bilan (2/3)	- Seuils relevés : 1 000 salariés et 450 M€ de CA (proposition Conseil)- Retrait des PME cotées du champ- Report des vagues 2 & 3 (après 2028)
Normes ESRS	- ESRS génériques (adoptés) + normes sectorielles à venir- ESRS PME cotées prévues	- Maintien ESRS génériques (Set 1)- Abandon des normes sectorielles - ESRS PME cotées non obligatoires
Taxonomie	- Application via CSRD- Publication des données vertes (CA, CapEx, OpEx)- DNSH complexe	- Allègement des obligations (activités <10 % = exemption)- DNSH simplifié - Moins de granularité exigée
Normes sectorielles	- En cours de rédaction par l'EFRAG- 40+ normes sectorielles prévues	- Projet abandonné dans le cadre d'Omnibus (éviter surcharge pour les entreprises)
ESRS spécifiques	- Set 1 (génériques) obligatoires dès 2024- Set 2 (sectoriels) en attente	- Seul Set 1 conservé pour les grandes entreprises- Pas d'extension sectorielle pour le moment
CS3D (CSDDD)	- Accord politique difficile- Projet initial : responsabilité civile harmonisée, chaîne étendue	- Adoptée en mai 2025- Entrée en vigueur : 2027 (5 000 salariés / 1,5 Md€), 2029 (1 000 salariés / 450 M€) - Seule chaîne directe (tiers 1) visée- Responsabilité civile harmonisée abandonnée

2/ Point d'étape sur la prise en compte de l'ESG dans la démarche d'évaluation :

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

Preliminaires :

Les réflexions se multiplient pour essayer de réinventer des business models permettant de conduire à une décarbonation rentable, identifier une création de valeur induite par la transition carbone, et faire de la CSRD un atout commercial et de résilience.

Cette réflexion est en effet indispensable si l'on veut motiver les entreprises, qui réagissent plus à ce jour par rapport à des contraintes réglementaires ou dans une logique de communication,..., dans un contexte où la conjoncture économique actuelle n'est pas favorable, ni réglementaire avec la Directive Omnibus (cf supra). En effet, on peut constater que l'ESG n'est souvent plus traité comme un sujet prioritaire par la presse économique, et ne fait plus partie de la liste des préoccupations clés de certaines sociétés (au-delà des aspects de communication).

Par ailleurs, les groupes attendent avec impatience la décision de l'IASB sur le traitement comptable des crédits carbone et assimilés en normes françaises (la question se pose également en normes françaises). L'IFRS IC a en effet décidé en avril 2025 de reporter sa décision sur le traitement comptable, pour reporter sa réflexion à un niveau plus large (projet Pollutant Price Mechanism et projet de révision des actifs incorporels). On peut effectivement penser que si l'IASB n'admet pas le traitement des crédits carbone en actifs incorporels sauf si certaines conditions sont respectées, cela constituera un frein important.

Il est à noter également que les valeurs des sociétés spécialisées en énergie renouvelable ont fortement baissé dans certains cas, et/ou connaissent des difficultés financières (ex : Vestas, Enphase, First Solar), dans un contexte où l'administration américaine poursuit sa politique hostile aux énergies renouvelables.

Point d'étape :

Ce point d'étape est réalisé en tenant compte :

- *D'une part de l'évolution de la pratique des évaluateurs,*
- *D'autre part de l'évolution de la pratique de l'ESG par les fonds d'investissement.*

2.1- Evolution de la pratique des évaluateurs en matière d'ESG:

Les constats détaillés présentés dans la lettre A3E de T4- 2024 et mis à jour au T1- 2025 sont toujours d'actualité. Citons notamment :

- Une prise en compte des enjeux ESG recommandée au niveau du diagnostic stratégique (sensibilité des dirigeants à l'ESG, diagnostic ESG, bilan carbone, plans d'actions,...), afin d'identifier les enjeux réels de l'ESG pour la société dans la durée,

- Une identification des contraintes, notamment à MT, auxquelles l'entreprise est exposée (contraintes imposées par le marché, le secteur d'activité, les clients clés, les fournisseurs clés, les actionnaires, les banquiers). Les contraintes que peut imposer le marché (la clientèle), telles qu'elles peuvent résulter d'études de marché, sont de plus en plus significatives dans les analyses,
- Une prise en compte dans le BP des engagements pris par la direction de la société en matière d'ESG,
- A ce jour, pas de modélisation robuste de l'impact de l'ESG dans les méthodes d'évaluation,
- A ce jour, les données ESG sont insuffisamment intégrées dans les bases de données,
- Les critères financiers restent prédominants dans les évaluations,
- Un frein important lié à l'insuffisance de l'homogénéisation des règles de notation,
- Des prises en compte très différentes de la dimension ESG par les groupes dans leurs évaluations internes,..., quand elles sont prises en compte (ex : tests de dépréciation) : ajustement des BP, plafonnement de la valeur terminale, majoration du taux d'actualisation ; ces ajustements semblent plus reposer sur une approche « subjective » que « construite », en l'absence de recul.

Ceci n'empêche pas les associations d'évaluateurs et les organisations professionnelles (CNCC, OECCA, SFAF,...) de continuer la réflexion, de plus en plus coordonnée, sans aller plus vite que les réflexions sur l'harmonisation des notations / la mise à jour des bases de données. Il existe en effet un enjeu fort de ne pas aller trop vite et déboucher sur un modèle qui pourrait pénaliser les PME au-delà des enjeux réels, au-delà de la prime de taille déjà appliquée, ou au contraire de majorer « artificiellement » la valeur de certaines groupes (ex : groupes ayant une bonne notation ESG et peu exposés aux enjeux ESG).

Les associations d'évaluateurs et les organisations professionnelles convergent sur la nécessité de continuer la réflexion sur les thèmes liés à l'ESG, alors qu'il pourrait tentant au regard des évolutions réglementaires récentes (cf supra) de mettre le sujet en stand-by.

Rappelons notamment qu'au-delà des enjeux réglementaires, les enjeux ESG sont devenus de plus en plus un point d'attention fort de l'écosystème des entreprises (ex : banquiers, fonds d'investissement, clients, fournisseurs,...),..., et en interne des jeunes générations.

2.1- Evolution de la pratique des fonds d'investissement en matière d'ESG:

La synthèse des échanges que nous avons eus avec des fonds d'investissements (cible de PME), hors fonds à impact est présentée ci-après :

- La plupart des fonds ont structuré une démarche de prise en compte des enjeux ESG dans les décisions d'investissement. En revanche, cela reste souvent un chantier en cours pour le portefeuille des participations existantes,

- Les thèmes Gouvernance et Social sont depuis longtemps des préoccupations majeures des fonds dans le choix des investissements,
- La « pression de l'ESG pour les fonds vient principalement des actionnaires, et dans certains groupes des contraintes réglementaires,
- Le thème climatique était intégré depuis un certain temps dans la démarche de sélection de nouveaux investissements,..., dans le contexte où certains fonds n'investissent pas dans des secteurs exposés aux risques climatiques (sélection en amont de la décision d'investissement),
- L'évolution de la réglementation a permis de structurer la démarche, notamment en matière de risques climatiques, de manière différente selon les fonds (ex : diagnostic externe du risque environnemental, recrutement d'une équipe ESG,...),
- L'objectif du diagnostic ESG est principalement d'obtenir des informations telles que la maturité / sensibilité de l'équipe de direction au sujet, un bilan carbone, la trajectoire identifiée en matière de transition carbone, et d'appréhender les éventuels impacts au regard de l'horizon de sortie envisagé,
- Les fonds sont souvent peu « incisifs » concernant le plan d'action en matière de trajectoire ESG,
- La prise en compte du risque climatique répond en général à une logique de « go no go »,
- Il n'y a pas à ce jour d'impact du diagnostic ESG sur la valorisation,
- Des points spécifiques ESG sont de plus en plus intégrés dans les pactes d'associés,
- Le respect des critères ESG lorsque l'enjeu est significatif, est un facteur positif pour la résilience des entreprises, et peut faciliter le processus d'investissement.

Les fonds regrettent le manque d'harmonisation des notations en matière d'ESG, et la difficulté dans les éléments transmis par les sociétés de faire le lien entre le qualitatif et les données quantitatives.

Les fonds ont en général une connaissance limitée (voire inexistante) de la norme VSM applicable à titre volontaire aux PME,..., et sont très favorables à une norme allégée pour les PME.

Points d'attention en évaluation

*Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS*

- *Prise en compte des comptes courants en évaluation :*

Les comptes courants actifs et passifs peuvent représenter des montants significatifs. L'origine des comptes courants peut être très différente selon les situations. Nous pouvons citer comme exemples : comptes courants dans le cadre de la gestion d'un pool de trésorerie, choix de l'actionnaire de privilégier le financement de sa filiale par compte courant versus capital (ce qui peut se traduire par une sous-capitalisation de la filiale), comptes courants liés à l'intégration fiscale, comptes courants alimentés par des opérations particulières (ex : cessions d'actifs, dividendes,...), prêt déguisé lorsque la société mère ne souhaite pas établir un contrat de prêt, et recherche de la flexibilité dans les appels de fonds et de remboursements,....

Dans le cadre d'évaluation de filiales étrangères, il conviendra d'être attentifs, car la notion de compte courant n'est souvent pas définie sur le plan juridique dans certains pays, et leur présentation au bilan peut être très variable (dettes financières, autres fonds propres,...).

Nous nous apercevons que les modalités de prise en compte des comptes courants actifs et passifs peuvent ne pas être homogènes selon les évaluations, sans pour autant refléter la réalité économique.

Il nous a paru dans ce contexte utile de faire un rappel méthodologique. Les différentes étapes d'analyse sont présentées ci-après :

- *Etape 1 : distinction exploitation / financier :*

La 1^{ère} étape consiste à distinguer les comptes courants selon qu'ils sont liés à l'exploitation ou au financement.

Les comptes courants liés à l'intégration fiscale sont généralement liés à l'exploitation. Ils représentent la contrepartie des encaissements décaissements réalisés avec la maison mère en lieu et place de l'administration fiscale. Ils ont vocation à s'apurer régulièrement et constituent un décalage du flux de trésorerie d'IS positionné dans le BP d'exploitation groupe.

⇒ *Ainsi, les comptes courants liés à l'intégration fiscale devraient à notre avis être pris en compte dans le besoin en fonds de roulement (BFR) d'exploitation et non pas dans l'endettement financier ajusté pour passer de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP). Pour les comptes courants non qualifiés d'exploitation, nous passerons à l'étape 2.*

- **Etape 2 : distinction dettes financières / capitaux propres :**

Dans un certain nombre de situations, les sociétés sont sous-capitalisées, et les comptes courants peuvent être assimilés à des capitaux propres (ex : SCI immobilières, sociétés sous-capitalisées mais rentables, sociétés sous-capitalisées du fait de déficits accumulés).

Cette situation est différente de celle où la société mère lève des emprunts pour le groupe et effectue des avances en compte courants à ses filiales pour avoir des conditions (taux d'intérêts, durée, garanties,...) plus favorables que si les filiales avaient emprunté directement.

Dans une situation de sous-capitalisation et donc de surendettement (se traduisant par l'incapacité pour la société de rembourser les comptes courants), la question de l'effet de levier ne s'aborde plus de la même manière et celle de leur prise en compte pour le calcul du wacc se pose. L'analyse doit être effectuée au cas par cas. Dans la situation décrite ci-dessus, elle conduira souvent à assimiler les comptes courants à des fonds propres pour le calcul du wacc, qu'ils aient vocation à être abandonnés ou non (la différence pouvant être liée à l'impact fiscal) : non prise en compte des comptes courants de cette nature dans l'endettement financier pour le calcul du gearing, non prise en compte des intérêts sur comptes courants dans le calcul du coût de l'endettement financier net,...). Cela conduit en pratique à appliquer une « prime de risques spécifique liée à la situation financière » à un wacc calculé « classiquement » (gearing calculé en prenant en compte l'endettement financier global, bancaire et non bancaire).

La prise en compte des comptes courants passifs pour le passage de la Valeur d'Entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (VCP) devra reposer également sur une analyse au cas par cas. En effet, l'assimilation des comptes courants passifs à des capitaux propres pour le calcul du wacc ne se traduira pas systématiquement par une augmentation de la VCP (du fait d'une non prise en compte des comptes courants passifs), notamment lorsque l'actionnaire n'a pas la majorité pour décider d'une augmentation de capital par incorporation de comptes courants (ex : existence d'une minorité de blocage s'opposant à cette décision).

Compte tenu des impacts potentiellement significatifs, la justification de la prise en compte des courants passifs au niveau du calcul du wacc et du passage de la VE à la VCP devra être documentée.

Cette analyse doit être effectuée que les comptes courants soient actifs ou passifs.

Point d'attention spécifique : il conviendra d'être vigilant sur le traitement des écarts de change latents liés aux comptes courants assimilés à des fonds propres.

Pour les comptes courants non assimilés à des fonds propres, nous passerons à l'étape 3.

- **Etape 3 : comptes courants non assimilés à un actif / passif d'exploitation ni à des fonds propres :**

Dans ce cas, les comptes courants doivent être systématiquement pris en compte dans l'endettement financier ajusté pour le passage de la VE à la VCP, qu'il s'agisse de comptes courants liés à la gestion d'un pool de trésorerie, à une avance en compte courant, ou d'un compte courant lié à une opération particulière,..., quel que soit leur présentation au bilan (actifs immobiliers financiers, autres créances, dettes financières diverses, autres dettes,...).

En revanche, la prise en compte dans la détermination du wacc, pour le calcul du gearing par exemple, dépendra des situations. Ainsi, tout mouvement de compte courant lié à une opération ponctuelle, qui a vocation à s'apurer à court terme par effet de saisonnalité par exemple, doit être retraité et ne doit pas être pris en compte dans le calcul du gearing. Le calcul du coût de l'endettement financier devra être effectué de manière cohérente (prise en compte des intérêts liés aux comptes courants pris en compte pour le calcul du gearing).

- **Point d'attention spécifique :**

- **Clauses de retour à meilleure fortune :**

Il conviendra d'être attentif au traitement des abandons de comptes courants auxquels sont attachés des clauses de retour à meilleure fortune, dans le cadre de l'évaluation, cas assez fréquent dans le cas de sociétés structurellement déficitaires. L'information existe en théorie dans la note sur les engagements hors bilan de l'annexe et dans les éléments juridiques (approbation des abandons de créances par un organe de direction), et/ou par la revue du compte de résultat (abandons de créances reçus constatés en résultat financier ou exceptionnel selon les pays).

Le traitement repose sur une analyse détaillée et attentive des clauses de retour à meilleure fortune, et doit être effectuée en parallèle avec les autres éléments, dont les données prévisionnelles (ex : seuil d'EBITDA à atteindre pour le retour à meilleure fortune).

Ainsi, l'analyse conduit à considérer à la date de l'évaluation que les conditions de retour à meilleure fortune seront respectées, il conviendra de les rajouter à l'endettement financier net calculé pour passer de la VE à la VCP. Se posera alors la question de l'actualisation, en tenant compte de la période d'exercice du retour à meilleure fortune, dès lors que d'ici là le compte courant ne portera pas intérêts.

- **Recouvrabilité des comptes courants actifs :**

Cela peut paraître évident, mais cela va mieux en l'écrivant, l'évaluateur devra s'assurer de la recouvrabilité des comptes courants actifs, lorsqu'ils n'ont pas vocation à être intégrés en capital.