

ASSOCIATION DES EXPERTS EN EVALUATION D'ENTREPRISES (A3E)

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- Point d'étape sur la prise en compte des critères ESG dans la démarche d'évaluation ?
Page 14
- Impact des réflexions sur la valorisation de la cible dans la structuration juridique des transactions
Page 16
- Réflexion autour de la valorisation de la trésorerie
Page 24
- Point d'attention : coût d'endettement financier et wacc.
Page 27

Lettre trimestrielle n°49 – 3^{em} trimestre 2025

Edito du Président :

Le feuilleton politico-économique à rebondissement des tarifs douaniers s'est prolongé sur le 3^{em} trimestre.

Force est de constater que malgré des enjeux commerciaux majeurs liés aux tarifs douaniers, les marchés n'ont pas vacillé (contrairement à 2020 lors la crise sanitaire). Pour autant, la volatilité est très forte, marquée par les annonces et contre-annonces du Président américain, qui font baisser / augmenter les marchés.

Comme annoncé dans la lettre du T2 2025, il n'y a pas eu d'effondrement des marchés après les dates butoirs définies par le Président américain (notamment le 9 juillet). Nous n'avons pas constaté l'apparition de primes de risques spécifiques (comme cela a été le cas pendant la crise sanitaire : certains avaient chiffré des PRS entre 1 et 2 points). Les paramètres actuariels (ex : taux sans risques, prime de risques marché, taux de croissance à l'infini) ont peu évolué, et force est de constater qu'il est très difficile de mettre à jour des prévisions en l'absence de visibilité dans la durée, et compte tenu de la volatilité des annonces et des décisions. Compte tenu de la difficulté de modéliser des scénarii sur un horizon MT, les évaluations des sociétés affectées par les tarifs douaniers restent complexes à effectuer. Pour autant, les reports d'opérations de M&A restent exceptionnelles à ce jour, de même que les dépréciations constatées par les sociétés cotées liées à ce sujet dans leurs comptes semestriels.

L'appétit pour les risques des marchés est resté intacte sur ce trimestre, malgré les niveaux de valorisation élevés et les nombreuses tensions. Les marchés actions restent assoiffés de records, pour reprendre l'expression d'un analyste. Ils semblent s'être habitués aux nouvelles données économiques mondiales, et comme souvent, les marchés restent très attentifs aux trajectoires de taux déterminées par les banques centrales, aux taux d'inflation et aux taux de croissance des PIB. Les publications des sociétés cotées liées au 3^{em} trimestre 2025 n'ont pas beaucoup changé la configuration

Pour autant, et c'est le paradoxe, les marchés semblent prendre conscience à la date de publication de la lettre A3E du cumul des incertitudes liées à des niveaux de valorisation (trop) élevés, aux inquiétudes sur les retours sur investissements pharaoniques des sociétés de l'IA, aux tensions sur le marché du crédit aux EU, ou encore aux trajectoires des taux des banques centrales. La volatilité va rester élevée, et il convient d'être attentif aux évolutions.

Comme indiqué précédemment, le fil conducteur des lettres A3E en 2025 sera les spécificités de l'évaluation des PME. L'association publiera dans la lettre du T4 2025 la synthèse des réflexions sur la mise en œuvre de la méthode des multiples.

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 sur le 1er semestre 2026 la dernière conférence du cycle innovation et évaluation, concernée au secteur des fintechs.

La Journée Nationale de l'Evaluation, organisée par la CNCC et le CNOEC s'est tenue le 16 octobre 2025 à Paris, sous un format hybride d'une journée. Le fil conducteur a été 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 1er 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 1er 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.

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, en théorie sur le 1er trimestre 2025.

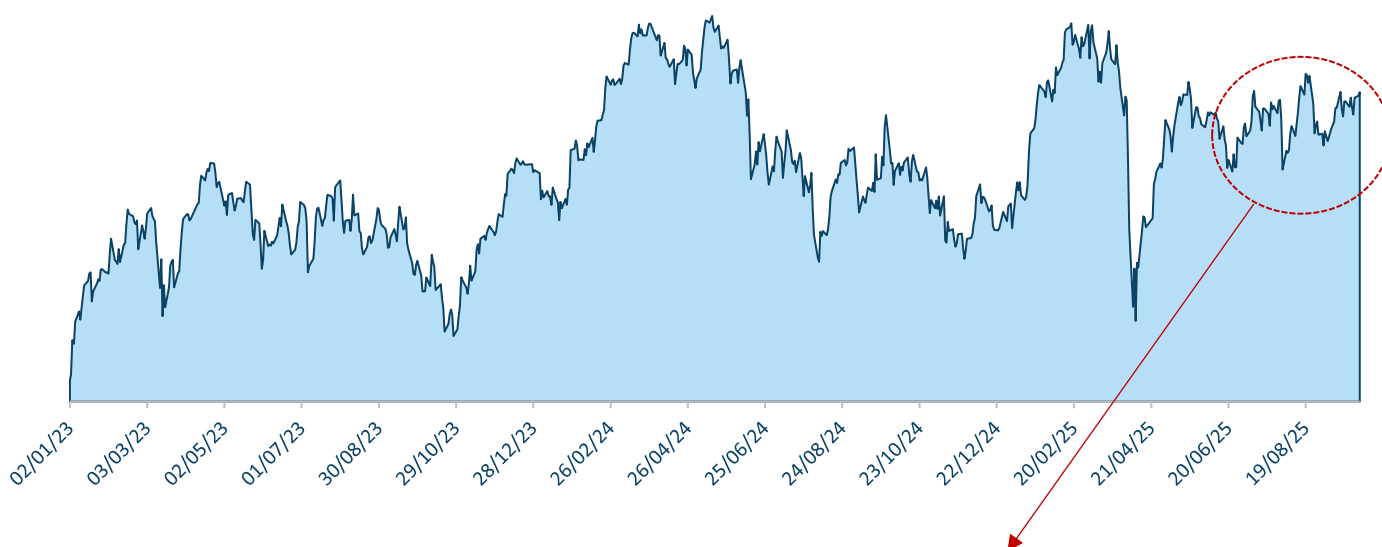
Pour mémoire, et bien qu'il ne s'agisse que d'une production sous la responsabilité de la seule DGFIP, les représentants de l'association ont contribué directement à la rédaction de la note 2 sur les approches directes et indirectes de l'évaluation des entreprises, et à celle de la note 4 sur les actifs 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)

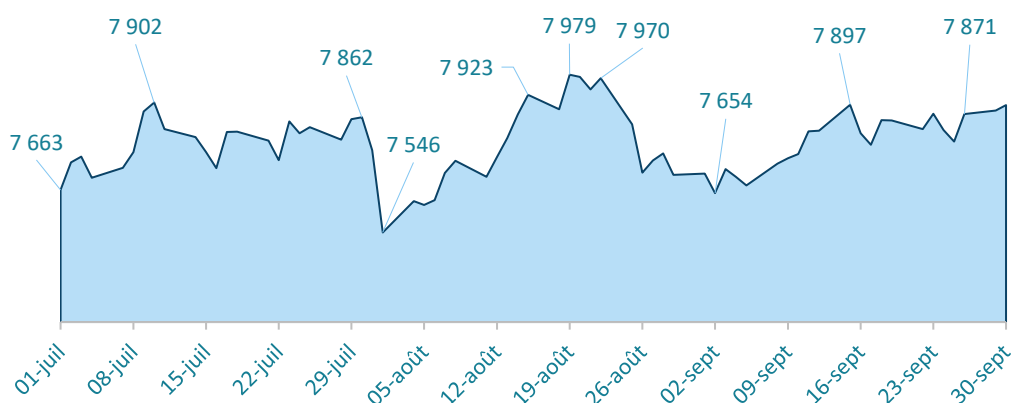
1. Les marchés boursiers erratiques, entre incertitudes et rebond techniques :

Évolution du CAC 40 : volatilité persistante au 3^e trimestre 2025

Évolution du CAC 40 : de 2023 au T3 2025



CAC 40 : Évolution quotidienne – 3^e trimestre 2025



Source : investing.com

Au 1er juillet 2025, l'indice CAC 40 s'établissait autour de 7 662,59 points. Le 3^e trimestre a été marqué par une volatilité importante, avec des fluctuations régulières, illustrant une dynamique en dents de scie, liée en grande partie à certains facteurs comme les annonces et les contre annonces du Président américain sur les tarifs douaniers, les tensions avec la Chine, les anticipations sur les évolutions des taux directeurs par les banques centrales (notamment la FED), ou encore les tensions politiques en France.

En juillet, l'indice a évolué entre 7 663 points et 7 902 points, avec des amplitudes rapides et fortes à la hausse et à la baisse.

En août, le CAC 40 a fluctué entre un creux à 7 546 points le 1er août et un pic à 7 979 points le 19 août (+6 %), reflétant la sensibilité du marché aux annonces majeures, notamment l'annonce par les États-Unis de surtaxes sur les importations européennes et mexicaines au 12 juillet, l'entrée en vigueur de droits de douane le 1er août, et la signature le 21 août d'un accord transatlantique encadrant les tarifs.

En septembre, les variations ont continué, l'indice oscillant entre 7 654 points le 2 septembre et 7 896 points le 30 septembre, confirmant l'absence de tendance claire sur le trimestre.

Cette évolution erratique se traduit par une performance contrastée, malgré quelques rebonds ponctuels.

Les indicateurs techniques restent mitigés : le RSI14 autour de 50 reflète une neutralité du marché, tandis que les moyennes mobiles affichent un biais baissier à moyen terme (MM20 : 7 627,23 ; MM50 : 7 899,87 ; MM100 : 7 693,48).

Les tendances du marché restent sensibles aux facteurs externes : crise géopolitique, décisions des banques centrales sur les taux directeurs, et évolutions des indicateurs économiques (PIB, inflation, emploi).

Le trimestre s'est clos le 30 septembre 2025 autour de 7 896 points, montrant une légère reprise après des mouvements erratiques, mais confirmant la volatilité persistante du marché.

Le mois de septembre, ne s'est pas traduit par un effondrement des marchés, contrairement aux inquiétudes de certains en juillet (mois historiquement peu favorable aux marchés boursiers, craintes des premières retombées des négociations sur les droits de douane,...).

Le tableau ci-dessous met en évidence l'évolution des indices boursiers de certains pays sur le 3^e trimestre 2025, illustrant la disparité des performances selon les places boursières :

Évolution des indices boursiers		Rappel
Places boursières	T3 2025	T2 2025
S&P 500	7,9%	10,2%
France - CAC40	3,0%	(2,7%)
Allemagne - DAX	0,9%	6,1%
Espagne - Ibex 35	10,6%	5,2%
Angleterre - FTSE 100	6,4%	1,5%
Chine – Shanghai Composite	12,3%	2,9%
Italie - FTSE MIB	8,6%	4,7%

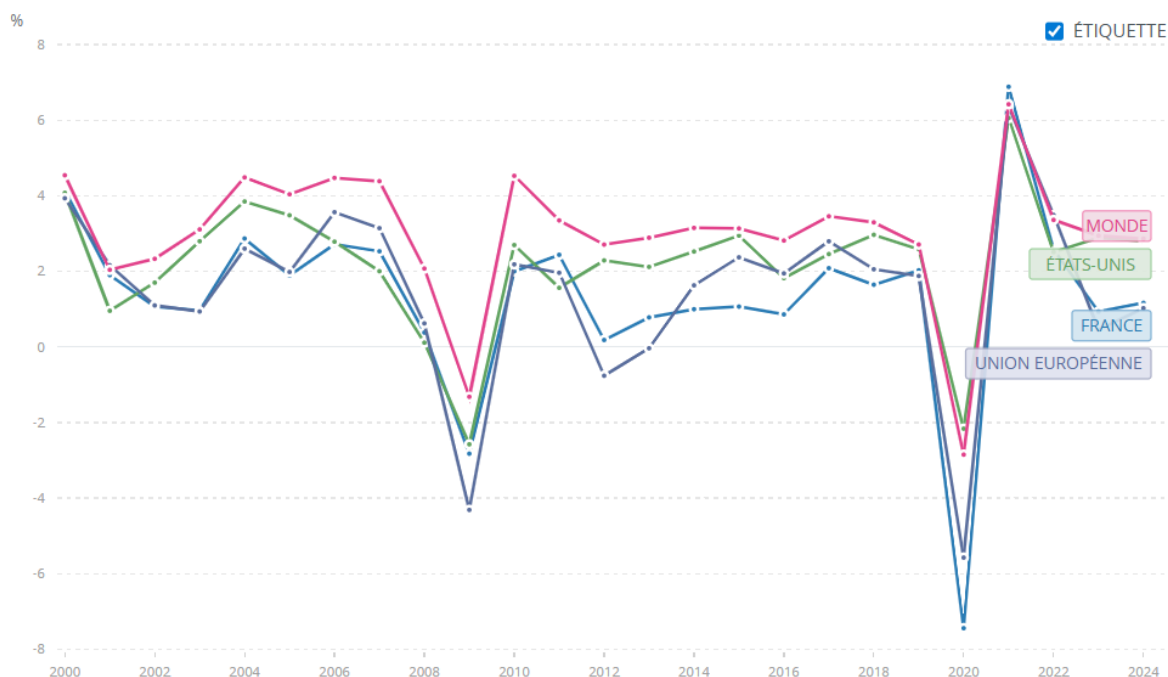
Source : investing.com

INFO NEWS (suite)

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

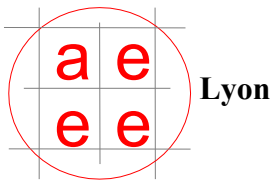
Note : Les chiffres définitifs pour le 3^e trimestre 2025 ne sont pas encore publiés.
Les données présentées ci-dessous pour le T3 reposent sur des estimations.

Source : Banque mondiale – Croissance du PIB sur les 13 dernières années (en % annuel).
La courbe bleue représente l'évolution du PIB français, la courbe rose représente l'évolution du PIB mondial



Selon les **projections macroéconomiques intermédiaires de la Banque de France – Septembre 2025**, l'activité économique française a progressé de **0,1 % au premier trimestre** et de **0,3 % au deuxième trimestre 2025**. Pour le **troisième trimestre**, la croissance devrait se raffermir légèrement, sur la base des acquis de croissance et des résultats des enquêtes de conjoncture (+0,3 % estimé). La croissance annuelle moyenne pour 2025 atteindrait ainsi **0,7 %**, après 1,1 % en 2024, soutenue par la demande intérieure, tandis que le commerce extérieur contribuerait faiblement à l'activité, pénalisé par les droits de douane réciproques et certaines mesures sectorielles (acier, automobile).

Comparativement, certains pays européens comme l'Allemagne connaissent un ralentissement plus marqué, tandis que l'Espagne devrait enregistrer une croissance plus soutenue au premier semestre 2025.



Pour les années suivantes, la Banque de France prévoit pour la France une croissance de **0,9 % en 2026** et **1,1 % en 2027**, portée par la consommation des ménages, la reprise de l'investissement privé et un léger regain des exportations.

Ces taux de croissance restent inférieurs au taux d'inflation (cf infra),..., et le recul est à ce jour insuffisant sur les impacts sur les prochaines années des négociations sur les tarifs douaniers.

L'emploi resterait globalement résilient, avec un taux de chômage proche de 7,5 % à fin 2025, une légère hausse transitoire attendue en 2026, puis une baisse en 2027.

Le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises seraient préservés.

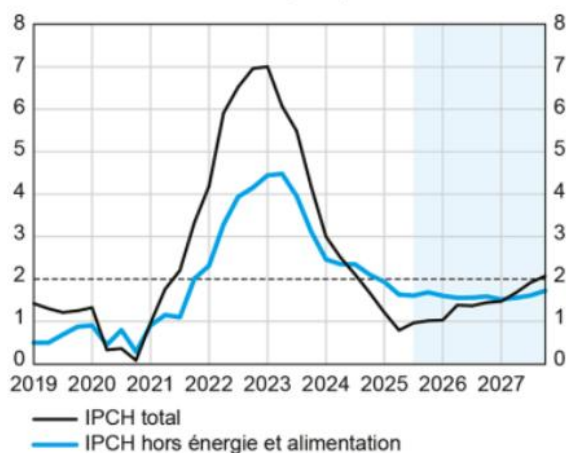
L'un des sujets principaux reste le ratio de **dette publique de la France qui atteindrait près de 120 % du PIB fin 2027**, malgré un déficit ramené sous 5 %.

INFO NEWS (suite)

3. Taux d'inflation : maintien sous le seuil des 2 % et légère évolution structurelle

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

Selon les projections intermédiaires de septembre 2025 de la Banque de France, l'inflation totale, mesurée par l'indice harmonisé des prix à la consommation (IPCH), resterait nettement en dessous de 2 % sur tout l'horizon de prévision. Après 2,3 % en 2024, elle se stabiliserait à **1,0 % en 2025**, confirmant la baisse déjà observée au T2. Cette baisse s'explique principalement par le recul des tarifs réglementés de l'électricité et la modération des prix des services, notamment dans les communications et la santé.

L'inflation hors énergie et alimentation poursuivrait également sa baisse, pour atteindre **1,7 % en 2025**, puis se stabiliserait à 1,6 % en 2026 et 2027. Malgré cette faible inflation, la progression des salaires nominaux resterait supérieure à celle des prix (+2,1 % sur un an dans le secteur marchand au T2 2025, pour autant très inférieure aux taux constatés en 2023 et 2024), soutenant la hausse du pouvoir d'achat de la masse salariale à un rythme proche de 1 % par an.

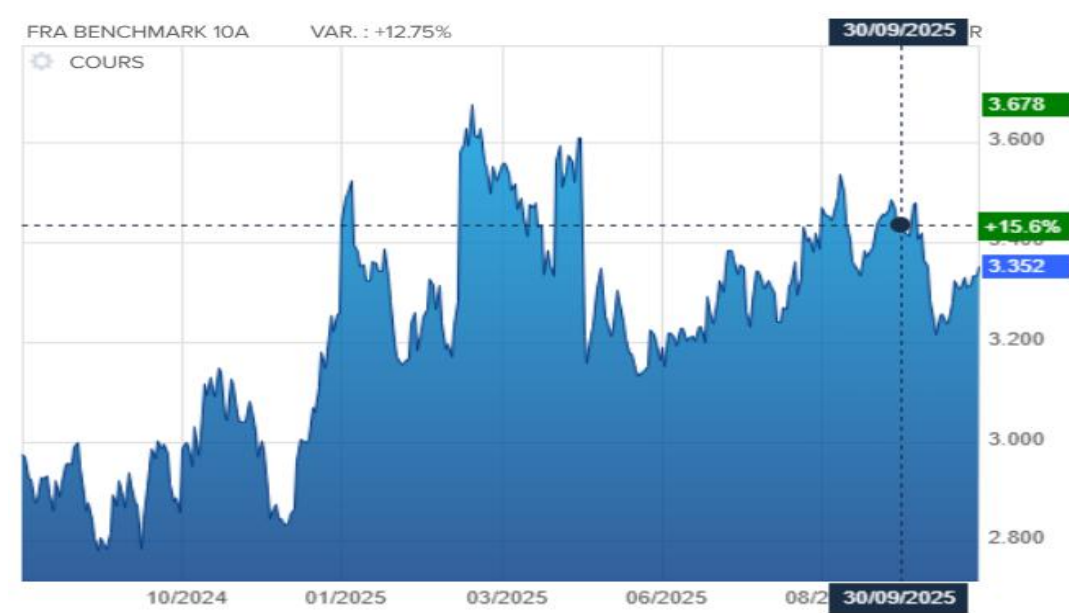
Les projections indiquent une remontée modérée de l'inflation totale en **2026 à 1,3 %** et en **2027 à 1,8 %**, portée par une contribution plus élevée de l'alimentation et une légère hausse des prix de l'énergie liée à l'introduction du second marché carbone européen (SEQE-2), tout en restant sous le seuil de 2 %. Comme indiqué ci-dessus, le taux d'inflation resterait supérieur au taux de croissance du PIB.

Dans l'ensemble, l'inflation resterait ainsi durablement contenue, dans un contexte économique marqué par des incertitudes et des tensions tant sur le plan national qu'international.

INFO NEWS (suite)

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

Évolution des taux OAT 10 ans entre septembre 2024 et septembre 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 troisième trimestre 2025,..., mais pour autant très inférieur aux moyennes constatées avant la bulle internet (4,7%). Il est passé d'environ 3,3 % fin juin 2025 à 3,54% le 30 septembre (proche de la moyenne de septembre).

Cette stabilisation à un niveau plus élevé qu'en 2024 traduit une prime de risque maintenue sur la dette française dans un contexte de débats politiques persistants autour des finances publiques françaises et d'une dette publique toujours élevée (cf supra).

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. Les incertitudes générales, et notamment sur l'inflation conduisant la banque centrale européenne à ne pas baisser les taux directeurs pour l'instant, et la FED à avoir décidé une baisse du taux directeur américain de 0,25 pts, inférieure au souhait des marchés.

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 T3 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%	3,34%
Etats-Unis	3,94%	4,20%	4,35%

** Estimations basées sur les niveaux moyens observés sur les trois premiers trimestres 2025.*

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

Au troisième trimestre 2025, le spread entre l'OAT 10 ans et le Bund allemand 10 ans est resté à des niveaux élevés, oscillant entre 68,5 points de base début juillet et environ 80,3 points de base en septembre. Ce différentiel reflète la prime de risque exigée par les investisseurs face aux incertitudes budgétaire et politiques françaises. Sur la même période, le taux Bund a évolué de 2,57 % début juillet à une moyenne de 2,71 % en septembre, tandis que le taux OAT est passé de 3,25 % à une moyenne de 3,52 %.

L'augmentation des taux sans risques reste limitée par rapport aux incertitudes et risques, liés aux dettes souveraines. Les niveaux actuels sont proches de ceux observés après la crise des subprimes de 2008. Comme nous l'avons constaté à de nombreuses reprises pendant les crises (subprimes, crise sanitaire, guerre en Ukraine,...), la combinaison des taux sans risques et des primes de risques marchés conduisent à des variations peu significatives au regard de l'évolution des risques,..., facteur important conduisant à considérer que les valeurs sont très élevées (cf édito).

Il est à noter que la courbe des taux se rapproche lentement de la « normale » par rapport aux données historiques, les écarts constatés les années précédentes entre des maturités différentes étant « anormalement » faible :

- écarts de taux entre les maturités 10 et 15 ans ; près de 0,50 pts en septembre 2025, contre 0,20 pts au 31/12/2024,

- écarts de taux des OAT entre les maturités 15 et 20 ans ; 0,15 pts en septembre 2025, contre des écarts non significatifs au 31/12/2024.

Les résultats financiers des sociétés (et des particuliers) devraient souffrir, les années précédentes ayant été marquées par la combinaison de rendements des placements sans risques (ou peu risqués) très supérieurs au taux des emprunts. 2025 a été marquée par une augmentation des taux qui se stabilisent fin 2025, et une forte chute des rendements des placements sans risques (ou peu risqués), les premiers étant très supérieurs aux seconds.

INFO NEWS (suite)

5. Indice Argos (T3 2025) - PME non cotées :

L'indice (qui reflète davantage les niveaux de prix que les valeurs intrinsèques) continue son repli à 8,7x l'EBITDA au 3e trimestre 2025, revenant à un niveau proche de T4 2016. L'indice baisse de manière régulière depuis T2 2021, malgré 2 tentatives de hausse en T2 et T4 2024.

Rappelons que les pics de valorisation au-dessus de 11X 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.

Evolution de l'EV/EBITDA historique sur 6 mois glissants

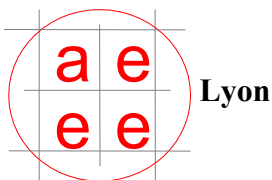


La baisse concerne à la fois les prix payés par les acquéreurs stratégiques (7,7X) et les fonds d'investissement (9X).

Cette tendance met en évidence une pression accrue sur les prix dans les transactions. En effet, la part des transactions réalisées avec un multiple inférieur à 7X a augmenté à 28%, alors que la part des transactions réalisées avec un multiple supérieur à 15X est historiquement faible à 7%.

Rappelons que les niveaux élevés des multiples étaient principalement liés à un effet mix, et notamment aux transactions intervenues dans le domaine de l'IA et des transformations numériques.

La baisse des multiples sur les tranches élevées est à rapprocher du questionnement actuel des marchés depuis plusieurs mois (enfin !!) sur le risque de bulle lié aux valorisations dans le secteur de l'IA et des activités liées.



Cette évolution à la baisse est liée à la conjugaison de plusieurs facteurs qui freinent la dynamique transactionnelle: activité M&A en 2025 globalement étale en Europe (mais avec des variations trimestrielles importantes), en particulier sur le segment mid-market (transactions comprises entre 15 et 500 millions d'euros), tensions géopolitiques, incertitudes liées aux négociations sur les tarifs douaniers, et plus généralement sur les impacts de la politique à long terme du Président américain, instabilités des situations politiques dans certains pays (et notamment en France), perspectives de croissance atones en zone euro augmentation des taux en 2025, et accès au financement de nouveau plus compliqué.

La courbe ci-dessus met en évidence un retour aux moyennes de transactions sur le long terme comprises entre 8 et 9X. Il conviendra d'être attentif à l'évolution du multiple fin 2025 et en 2026.

Comme indiqué dans les précédentes lettres, 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 en 2021 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)

⇒ Abivax, la plus grande réussite des biotechs françaises :

Abivax vient de réaliser la levée de fonds la plus importante de toute l'histoire de la biotech française et européenne, avec une augmentation de capital de 750 millions de dollars, à la suite de l'annonce d'essais cliniques concluants concernant un futur médicament traitant la rectocolite hémorragique.

Créée en 2013 par un médecin français (cofondateur), la société n'a pu se développer en Europe, faute de financements suffisants. Ainsi, la levée de fonds a été réalisée principalement aux Etats-Unis.

Cette situation est bien dommage pour l'Europe, et met en évidence un des enjeux majeurs pour l'Europe.

⇒ L'optimisation de la gestion des risques climatiques, un nouvel enjeu pour les assureurs :

Les estimations liées au risque climatique sont estimées à 1 Md€ d'indemnisations, et il est prévu une augmentation de 15 % sur cinq ans. Ainsi, le risque climatique tempêtes, grêle, neige (TGN) constitue un véritable poids financier à maîtriser par les assureurs. Afin d'optimiser la gestion du risque climatique, de nouveaux outils technologiques sont développés permettant de recenser les sinistres liés au risque climatique.

Ces outils sont alimentés par des données météorologiques publiques et propriétaires et complétées par des analyses d'experts en sinistralité.

⇒ L'inquiétude des marchés vis-à-vis de la dette :

Les craintes vis-à-vis des dettes publiques ont toujours été source de préoccupations fortes des marchés.

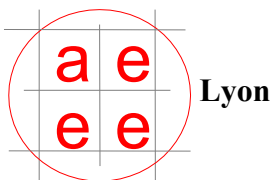
La dette devient une préoccupation dans la plupart des pays développés, de l'Allemagne au Japon en passant par les États-Unis. Pour reprendre une expression d'un financier, le marché a « des maux de dettes ».

La dette des États-Unis s'élève à 37 mds \$, et les intérêts à 1200 mds \$. On comprend mieux pourquoi le Président américain fait tout son possible (et même plus), pour inciter (voire plus) la Fed à baisser ses taux directeurs.

De même, certains pays font face à des tensions budgétaires croissantes (notamment la France ou le Royaume-Uni).

Les émissions d'obligations par les gouvernements sont regardées avec attention par les marchés, et notamment le niveau de la demande et des taux offerts.

Par ailleurs, les banques centrales sont prêtes à intervenir pour éviter tout emballement des marchés.



⇒ Un enchaînement de records du S&P 500 :

Le S&P 500 a atteint 30 plus hauts niveaux historiques depuis le début de l'année,..., du jamais vu.

Preuve s'il en fallait que les shutdown du Président américain ne perturbent pas les marchés américains,..., pas plus que les réflexions sur la santé américaine.

Rappelons que les marchés se sont habitués au « shutdown », avec 15 intervenus depuis 1981,..., à condition qu'ils ne s'éternisent pas trop. Les marchés américains s'accommodent de tout, et surtout des hausses. Les études ont montré que les impacts étaient limités jusqu'à présent, voire négatifs, si les décisions désorganisent de manière significative l'économie mondiale, ou si elles créent des tensions inflationnistes, risques qui ne sont pas négligeables. Penser que les Etats-Unis pourraient être en bonne santé si les autres pays (qui sont une source importante de revenus pour les groupes américains) ne le sont pas est en effet une utopie.

Par ailleurs, il existe un risque que trop de records tue les records, et mettent en avant les niveaux de valorisation boursière (trop) élevés au regard des incertitudes et des tensions (et notamment des fortes tensions sur le marché américain des crédits).

Certains investisseurs commencent à faire des similitudes avec les années 1990, qui avaient conduit à l'éclosion de la bulle internet.

La situation est-elle la même ? Au-delà de la réponse, que certains ne préfèrent pas chercher (technique très connue de l'autruche), la perspective d'un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine, les milliards d'investissement dans l'IA, la baisse des taux programmés par la Fed, ou encore la robustesse des résultats de certains groupes, continuent à alimenter l'appétit des financiers pour le risque, certains ayant même commencé à désinvestir de l'or pour racheter du Nvidia. Ne regardons pas ce qui va mal, regardons ce qui peut faire progresser encore plus les marchés.

⇒ Les compteurs des montants investis et des capitalisations boursières des sociétés de l'IA continuent de s'affoler :

Nvidia, le principal bénéficiaire de son développement est devenu la première société au monde à dépasser les 5 000 milliards de dollars de capitalisation (4381 mds \$ à fin octobre, soit +15% en 1 mois). La capitalisation boursière a augmenté de 4 600 mds \$ depuis le lancement de ChatGpt en 2022.

Mais Nvidia n'est pas la seule à avoir le vent en poupe. La valeur de l'action de la société Oracle a augmenté de 50% entre le 1er juillet 2025 et son plus haut du 22 septembre (328\$ l'action, frôlant ainsi les 1 000 mds \$ de capitalisation). L'augmentation a été réalisée essentiellement entre le 4 et le 9 septembre, et représente plus de 280 mds \$ d'augmentations ! Il semble que le cours est depuis sur une pente descendante, avec une capitalisation boursière revenue vers 682 mds \$.

Nvidia est suivie en termes de capitalisation boursière par Microsoft avec 3 869 milliards de dollars, puis Apple avec 3 836 milliards de dollars.

Rappelons que la capitalisation boursière des sociétés du CAC 40 s'élève à environ 2 400 mds €.

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

Aurore DAMIANI,
Associée ADVOLIS ORFIS
Risk&Performance

1. Les risques climatiques dans la valorisation des entreprises

Bien que la Commission Européenne ait récemment revu à la baisse le périmètre des entreprises tenues de publier des rapports de durabilité, il est indéniable que les enjeux environnementaux demeurent cruciaux et représentent un défi majeur pour les entreprises, quelle que soit leur taille.

Les études récentes, reprises par l'État français dans la trajectoire de référence TRACC, mettent en évidence une réalité préoccupante : **nous devons désormais envisager un réchauffement pouvant atteindre +4°C en France métropolitaine d'ici 2100**, soit environ +3°C à l'échelle mondiale, bien au-delà de l'objectif de +1,5°C fixé par l'Accord de Paris.

Par ailleurs, 72 % des entreprises européennes sont fortement sensibles aux enjeux et dépendantes de la biodiversité, ce qui souligne l'urgence de prendre en compte les risques environnementaux dans leur stratégie.

Le 21 octobre dernier, lors d'un groupe de travail consacré à l'adaptation au changement climatique, organisé par la Région Auvergne-Rhône-Alpes dans le cadre du volet économique, plusieurs thématiques essentielles ont été abordées afin de réfléchir aux actions à mettre en œuvre par l'ensemble des acteurs économiques.

Parmi ces sujets figurent notamment la fragilité des réseaux, les procédés de production et de stockage, les risques d'inondation, l'assurabilité et les coopérations territoriales. Ces sujets illustrent la diversité des impacts du changement climatique sur les entreprises.

La tornade survenue le 20 octobre dernier est un exemple frappant : les événements climatiques extrêmes ne sont plus de simples scénarios hypothétiques, mais des risques bien réels qui nécessitent une anticipation rigoureuse.

Face à ces enjeux, il est essentiel que les entreprises adoptent une approche proactive. Cela implique notamment :

- La cartographie des risques climatiques et l'évaluation de leur sensibilité à ces risques ;
- La formalisation d'un plan de continuité d'activité ;
- Une contribution active à la décarbonation de l'économie ;
- L'identification des ressources critiques dont la disponibilité pourrait se raréfier.

Ces actions ne relèvent pas seulement de la responsabilité environnementale des entreprises, mais constituent également des leviers indispensables pour garantir la pérennité de leur modèle économique. Ignorer ces dimensions dans le cadre d'une valorisation ou d'un investissement reviendrait à sous-estimer des risques stratégiques majeurs.

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

Nous n'avons pas d'évolution significative constatée par rapport au point détaillé effectué dans la lettre trimestrielle du 2nd trimestre 2025. Différentes études et enquêtes sont en cours sur le sujet.

Il est à noter qu'il n'y a pas eu d'évolution significative constatée dans les états financiers des sociétés cotées sur la prise en compte des critères ESG (principalement le risque climatique) dans les tests de dépréciation, si on regarde les comptes annuels 2025 et les comptes semestriels 2025.

Ainsi :

- Nous n'avons pas identifié d'approche « structurée » mise en place par les groupes pour prendre en compte le risque climatique dans les tests de dépréciation, au-delà de certains secteurs tels que l'automobile, l'aéronautique ou le tourisme,
- De même, nous n'avons pas identifié de modélisations des scénarii de transition en tant que support des tests de dépréciation, contrairement à ce qui était envisagé il y a 2-3 ans,
- Nous n'avons pas constaté d'impact significatif des risques climatiques sur les taux d'actualisation, qui restent généralement stables. Les impacts semblent traduits en priorité dans les BP, le cas échéant,
- Les impacts du risque climatique sur la valeur terminale semblent limités, sauf cas exceptionnels (indication dans un cas de la baisse du taux de croissance à l'infini, et dans un autre cas, analyse de la sensibilité au-delà de l'horizon du BP,
- Il est souvent difficile de faire un lien entre les commentaires intégrés dans l'annexe sur le risque climatique et l'impact réel sur les tests de dépréciation, au regard notamment des prévisions (OPEX et des CAPEX complémentaires, engagements pris dans des projets forestiers,...), hors secteurs très impactés,
- Il n'est pas évident de savoir si les groupes ont pris en compte, dans les BP, des créations de valeur en contrepartie de dépenses ESG complémentaires (ex : augmentation des prix de vente, des parts de marché, évolution des modèles opérationnels...),
- Les horizons des BP utilisés pour les tests de dépréciation restent réalisés principalement sur un horizon de 5 ans, alors que les plans de transition sont généralement définis sur un horizon supérieur (1er jalon généralement 2030 / dernier jalon : 2050).

Impact des réflexions sur la valorisation de la cible sur la structuration juridique des transactions

Arthur BONNET
Avocat à la cour
Steering Legal

Avocats praticiens des opérations de fusions-acquisitions et de capital-investissement, nous abordons quotidiennement des négociations où la valorisation de la cible constitue bien plus qu'un simple référentiel économique : elle façonne dès l'amont la structure juridique de la transaction, depuis la lettre d'intention jusqu'aux mécanismes d'earn-out et aux garanties d'actif et de passif.

Cette position centrale impose de dialoguer de manière serrée avec les experts évaluateurs, seuls à même de transformer des hypothèses financières en données chiffrées fiables et opposables.

C'est précisément ce travail de concert – véritable passerelle entre la technique juridique et l'ingénierie financière – que le présent article se propose d'illustrer, en démontrant combien l'anticipation de la valorisation permet de sécuriser et d'optimiser la contractualisation des opérations.

PARTIE I : VALORISATION ET CONSEQUENCES SUR LA STRUCTURATION JURIDIQUE DES OPERATIONS DE M&A / PRIVATE EQUITY

I. Une articulation encore trop tardive entre valorisation et cadre juridique

Dans les opérations de fusion-acquisition ou d'investissement en capital, la valorisation convenue entre les parties constitue bien plus qu'un référentiel économique : elle conditionne, souvent de manière implicite mais décisive, les conditions juridiques de l'opération.

Cette interconnexion est fréquemment sous-estimée, notamment par les cédants ou fondateurs, qui auront tendance à mobiliser leurs conseils juridiques après avoir acté une valorisation, généralement à l'occasion de la lettre d'intention (LOI).

Ce décalage chronologique place régulièrement les conseils juridiques en situation de réaction plus que de structuration, limitant leur capacité à optimiser les conditions juridiques des opérations pour leurs clients.

II. En amont de la LOI : un espace de liberté contractuelle trop rarement exploité

Lorsque la valorisation n'est pas encore figée, la négociation est pleinement ouverte sur les droits politiques et économiques, notamment :

- Sur la structuration des organes de gouvernance : droits de veto, comités spécifiques, quorums renforcés, etc. ;
- Sur les mécanismes de protection contre les opérations ultérieures potentiellement dilutives : clauses anti-dilution, droits de préemption ou d'agrément ;

- Sur l'encadrement des scénarios de sortie : modalités de drag/tag along, clauses de buy-back ou de liquidité forcée.

C'est à ce stade que le conseil juridique peut d'ores et déjà intervenir de manière optimale pour sensibiliser ses clients sur la nécessité de penser la structuration juridique de l'opération en lien avec les hypothèses économiques post-opération.

C'est aussi l'occasion d'alerter le client sur le **potentiel effet « boomerang » de valorisations généreuses**.

Ainsi :

1. Dans les opérations de Private Equity, les fondateurs et associés historiques auront souvent pour réflexe de rechercher la plus haute valorisation possible, afin de limiter au maximum leur dilution.

Or, si une valorisation élevée permet à court terme le maintien d'une participation confortable au capital, **elle peut justifier en contrepartie l'introduction de mécanismes « correctifs » au profit des investisseurs** : liquidation préférentielle, dividendes prioritaires, clauses de ratchet, etc.

Autant d'éléments venant potentiellement restreindre *in fine* la part des fondateurs dans la valeur qu'ils auront créée. S'agissant d'un impact « à retardement », le sujet est souvent un angle mort pour des entrepreneurs, d'autant plus s'ils sont inexpérimentés (NB : notamment dans le milieu des start-ups, très fertile en valorisations décorrélées de toutes réalités économiques), jusqu'au jour où ses effets se révèlent, parfois brutalement, à l'occasion de la sortie.

2. Dans les opérations de M&A, trois sujets juridiques directement liés à la question de la valorisation peuvent être évoqués dès le stade de la LOI, requérant l'intervention précoce du conseil juridique :
 - a. **La GAP** : la garantie d'actif et de passif, en pratique, est structurée moins comme une garantie à proprement parler que comme un instrument juridique de réduction du prix. D'un point de vue économique, il s'agit d'un mécanisme d'ajustement de la valorisation a posteriori.
 - b. **Les clauses d'earn-out** : il est courant de prévoir des compléments de prix, aussi appelés « earn-out », dont l'exigibilité et le montant définitif seront conditionnés aux performances futures de la structure cible.

Ces clauses sont à distinguer des mécanismes de crédit-vendeur, cette distinction ayant un véritable enjeu fiscal, influant l'assiette des droits d'enregistrement comme de la plus-value (enjeu d'autant plus élevé en cas d'opération d'« apport-cession » sous le régime de l'article 150-0-B ter du code général des impôts.

Les compléments de prix sont souvent un sujet de confusion dans l'esprit des vendeurs au stade de la LOI, la pratique ayant l'habitude de présenter une « Valeur d'Entreprise » globale séduisante, comprenant les montants maximums des compléments de prix.

Lors de la négociation de la LOI, la structuration juridique de l'opération étant intrinsèquement liée à la « valorisation » retenue, la sécurisation des compléments de prix sera essentielle.

Le vendeur sera face à un choix : consentir à une valorisation élevée, que l'acquéreur pourra accepter sous réserve de compléments de prix, transférant ainsi le risque sur la tête du vendeur, ou accepter une valorisation plus réduite pour sécuriser le prix à percevoir.

- c. ***L'obligation de réinvestissement***, supposant une association du vendeur et de l'acquéreur post-cession : la valorisation de l'acquéreur, les droits associés aux titres remis en échange, ou encore les engagements opérationnels des cédants doivent être analysés en cohérence avec la valorisation reçue.
Toute asymétrie informationnelle entre acquéreur et cédant, en particulier dans les hypothèses d'échanges de titres, augmente le risque d'un désalignement des intérêts.

La question sera nécessairement moins prégnante en cas de cession à 100 % en cash et sans paiement différé.

Mais ce type d'opération reste finalement assez rare, du moins dans la pratique des conseils juridiques (**NB** : cette rareté pouvant être expliqué par un simple biais de sélection ; le recours à un conseil juridique sera moins naturel pour un vendeur garanti de percevoir immédiatement l'intégralité du prix de cession, sans avoir à sécuriser de conditions d'association post-opération ou de compléments de prix).

III. Une fois la valorisation figée : les marges de manœuvre se réduisent

La cristallisation de la valorisation à la signature de la LOI tend à inverser le rapport de force.

L'investisseur/acquéreur pourra alors s'appuyer sur le montant de son ticket pour imposer des conditions renforcées :

- Couverture intégrale de l'investissement via des clauses de liquidation préférentielle ;
- Introduction de mécanismes de relution ou de retours sur investissement indexés sur les performances (par exemple via un dividende prioritaire) ;
- Encadrement étroit des décisions stratégiques : restrictions sur les levées de fonds ultérieurs et sur les instruments d'intéressement au capital des salariés et collaborateurs, agrément préalable des emprunts, contrôle sur les recrutements, élargissement des véto, etc.

Lorsque plusieurs opérations d'entrée au capital se succèdent, les conditions fixées dans les tours précédents peuvent par ailleurs devenir des standards, difficilement renégociables pour les nouveaux entrants. Dans ce contexte, la valorisation devient un véritable outil de justification contractuelle.

Dans certains cas, cette asymétrie peut cependant être retournée en argument de revalorisation.

L'investisseur/acquéreur peut être invité à réexaminer son offre si la structure d'association, les modalités de gouvernance ou les perspectives de liquidité sont significativement défavorables.

Conclusion : plaider pour une valorisation juridiquement consciente

Face à ces constats, une approche stratégique s'impose. *Il convient de faire intervenir le conseil juridique en amont des négociations, en synergie avec les conseils financiers, pour articuler étroitement valorisation, structuration juridique et objectifs opérationnels.*

Plusieurs recommandations et précautions sont à émettre aux clients :

1. Anticiper la structuration juridique en amont de la LOI :

Idéalement, avant le bouclage de la valorisation, la structure juridique doit être abordée en fonction des besoins du client et des attentes économiques des investisseurs. Il est indispensable de prendre le temps de négocier la LOI et de la détailler le plus possible.

Cette recommandation peut se heurter à des impératifs de calendrier, et au coûts engendrés très tôt par l'intervention des conseils très en amont. Ce coût et ce temps ont néanmoins une contrepartie : une LOI complète et sécurisée réduit significativement le risque que l'opération ne soit pas réalisée.

2. Ouvrir la voie à une négociation en deux temps :

Une pratique pertinente peut consister à prévoir des LOI en deux temps :

- Une première, non contraignante, exprimant la valorisation en fourchette,
- Puis une seconde, plus précise et intégrant les enseignements tirés des discussions et due diligences préalables.

Cette méthode permet de prévenir les effets de verrouillage, tout en sécurisant une période d'exclusivité et de confidentialité par l'effet de la première LOI.

3. Anticiper les effets de seuil :

Certaines valorisations nominalement avantageuses peuvent en réalité déséquilibrer le rapport de force juridique au détriment du cédant ou des fondateurs.

PARTIE II : PROMESSES ET METHODES DE VALORISATION CONTRACTUALISES – QUAND LE JURIDIQUE CONTRAINT L'EVALUATION

La fixation contractuelle de méthodes de valorisation dans le contexte de promesses de cession à moyen ou long terme pose des problématiques de pertinence de la méthode, notamment dans les hypothèses suivantes :

- Changement dans la pratique de l'évaluation, en fonction du contexte et des usages ;
- Modifications ou évolutions de l'activité de l'entreprise concernée ;
- Effets de seuil pour la fixation de coefficients dans certains secteurs d'activité (exemple : multiples d'ARR dans les entreprises de distribution de logiciels SaaS).

La question se pose principalement au stade de l'établissement de pactes d'associés fondateurs, à l'occasion de premiers tours de levée de fonds ou dans le cadre d'acquisitions minoritaires ou majoritaires.

Les promesses convenues à cette occasion ont souvent vocation à être exerçables sur un temps long, et sont consenties à un stade de maturité peu avancé (voire à la constitution).

Se pose lors de la conclusion de ces promesses la question de la fixation ou non d'une méthode de valorisation.

I. Figer ou ne pas figer : un dilemme opérationnel

La question de la fixation contractuelle d'une méthode de valorisation se pose de manière récurrente dans les pactes d'associés, notamment lorsque sont prévues des promesses de cession exerçables à moyen ou long terme. Dans ces situations, la tension entre sécurité juridique et pertinence économique devient manifeste.

- **Prévisibilité** : en situation de tension (bad leaver, litige, désaccord stratégique), disposer d'une méthode convenue sécurise l'exécution rapide de la promesse. Cela évite le recours, plus incertain, à un expert tiers.
- **Pertinence** : à l'inverse, une méthode figée peut devenir inadaptée avec l'évolution du marché ou des fondamentaux de l'entreprise, conduisant l'associé sortant à recevoir un prix décorrélé de la valeur vénale de ses titres, à la hausse ou à la baisse.

Plusieurs solutions peuvent être envisagées pour allier prévisibilité et pertinence :

1. **Référence aux opérations sur capital récentes** : une méthode très simple, dans des cas où la société a atteint un niveau de maturité permettant d'anticiper plus sereinement une rentabilité à court ou moyen terme, consiste à fixer le prix de cession en référence à des opérations récentes sur le capital. On peut régulièrement trouver ce type de méthode dans des stades de série B et ultérieures. Ces levées de fonds sont par ailleurs parfois accompagnées de cash out, total ou partiel, de certains associés. La valeur retenue pour la levée n'est ainsi pas complètement décorrélée d'une valeur vénale.

En revanche, pour des séries plus précoces, type Seed ou Série A, nous pouvons nous retrouver avec des valorisations de levée fondées sur des business plan très généreux, qui ne sont souvent plus très pertinents dans les années qui suivent.

De manière générale, dans l'hypothèse où il faut exclure du capital un fondateur (dans le cadre d'un bad leaver), les sommes à mobiliser pour récupérer sa participation peuvent s'avérer, même avec une décote, trop importantes pour les fondateurs restants ou pour la société elle-même.

2. **Fixation d'une méthode avec approbation/modification régulière par les associés** :

Cette solution peut être fixée dans le pacte : les associés pourront convenir d'une méthode, elle-même tirée d'une évaluation récente par un expert dans l'idéal, et prévoir par ailleurs une clause de révision périodique de la méthode par l'assemblée générale des associés, qui pourront apprécier sa pertinence et éventuellement l'adapter aux évolutions de l'activité de la société ou des pratiques de l'évaluation.

3. Absence de méthode et facilitation de l'exercice de la promesse avec renvoi de la question du prix à un deuxième temps :

Le sujet du délai de sortie du capital d'un associé hostile est au cœur des préoccupations de nos clients dans le cadre de la mise en œuvre de clauses de bad /good leaver. Le maintien d'un tel associé au capital peut mettre en péril toute nouvelle levée de fonds, les investisseurs étant particulièrement hostiles au maintien au capital d'associés passifs non investisseurs.

Il est possible de structurer juridiquement une exécution rapide de la promesse, avec le cas échéant fixation d'un prix provisoire (le prix proposé par le bénéficiaire de la promesse) et renvoi si contestation à un expert ou la justice pour fixation définitive du prix. Entre temps, l'associé est juridiquement sorti du capital, l'aléa ne porte plus que sur le prix définitif, aléa supporté uniquement par le bénéficiaire de la promesse.

II. Définition des Éléments de Calcul

La définition des éléments de calcul dans les méthodes de valorisation implique de se poser la question du niveau de discrétion laissée à l'une ou l'autre des parties dans la tenue de la comptabilité. Certains choix peuvent laisser à la main d'une partie la faculté d'augmenter ou non la valorisation qui sera retenue. Le sujet est particulièrement prégnant en cas de promesse unilatérale.

A titre d'exemple, lors d'une accession au capital en plusieurs tranches, par acquisition d'une participation accompagnée d'une promesse pour augmenter cette participation, le cédant conserve en général la majorité après la première étape et conserve donc la main sur la gestion avant l'exercice de la promesse.

Par ailleurs, l'utilisation de certains éléments (EBITDA, CA, ARR, etc.) comme référence de valorisation est parfois justifiée par la "market practice" ou une "définition standard", sans réelle analyse de sa pertinence dans le contexte spécifique. La justification devient quelque peu tautologique : on applique cette définition parce que c'est ce qui se fait.

Le choix des éléments de calcul comme leur définition doit à notre sens ne pas être négligée et être justifié par des fondamentaux de l'entreprise.

III. Décotes et Surcotes : Ajustements liés à la Détention du Pouvoir d'Exercer la Promesse

La méthode de fixation du prix de cession des titres faisant l'objet d'une promesse peut parfois tenir compte du pouvoir accordé au bénéficiaire de la promesse.

Ainsi :

- *Dans l'hypothèse d'une promesse d'achat, la valeur des titres pourra être minorée, la décote représentant le « prix » de l'option de liquidité offerte au bénéficiaire de la promesse. Le promettant pourra par ailleurs être sécurisé par la fixation d'un prix plafond.*
- *A l'inverse, dans l'hypothèse d'une promesse de vente, la valeur des titres pourra être majorée ou simplement non décotée, car le bénéficiaire dispose ici d'un pouvoir unilatéral d'acquérir les titres. Le promettant pourra ici être sécurisé en outre par la fixation d'un prix plancher.*

Ces ajustements dépendent non seulement du sens de la promesse (achat ou vente) mais également du niveau de discrétion du bénéficiaire dans l'exercice de la promesse. Plus la capacité d'exercer la promesse sera discrétionnaire, plus la correction sera importante.

Il est capital, du point de vue juridique, de bien rédiger et qualifier ces promesses pour anticiper et évaluer le niveau de discrétion laissé au bénéficiaire.

IV. Focus sur les clauses de bad /good Leaver : Principes et Applications

Les clauses de bad /good leaver sont des promesses consenties par les associés dits "opérationnels" (dirigeants, salariés, prestataires) ayant souscrit ou acquis des actions généralement à la constitution, donc à la valeur nominale, ou à des conditions avantageuses (actions gratuites, BSPCE, acquisition à prix « comblant » en début d'activité, etc.). En cas de perte des fonctions opérationnelles, la promesse peut être exercée.

Les cas d'exercice de bad /good leaver sont souvent "taillés sur mesure". On peut néanmoins dégager un grand critère pour différencier le "bad" (avec décote) du "good" (sans décote) : la responsabilité du promettant dans la survenance de l'événement déclencheur. Usuellement, on sera en bad leaver lorsque la cessation des fonctions opérationnelles relève d'une "faute" du promettant, à savoir une violation volontaire d'une obligation, qu'elle soit contractuelle ou non.

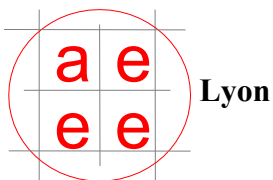
Exemples communs de clauses de "bad" leaver :

- *Démission dans un certain délai, en violation d'un "engagement opérationnel", souvent convenu pour sécuriser la présence d'un fondateur ou opérationnel clé dans le développement sur les premières années (Souvent pour les opérations de levée de fonds ou de rachat avec maintien des opérationnels pendant une période de transition).*
- *Révocation ou licenciement pour faute.*
- *Violation d'obligations spécifiquement prévues au pacte (non-concurrence, confidentialité, reporting aux associés, etc.).*
- *Révocation ou licenciement pour insuffisance professionnelle ou non atteinte d'objectifs.*

Les taux de décote peuvent varier en fonction de l'événement déclencheur. Par exemple, dans le cas de révocation ou licenciement pour insuffisance professionnelle, si les critères sont vagues, il est *de facto* laissé une plus grande discrétion aux bénéficiaires de la promesse pour apprécier la survenance d'un événement déclencheur.

Problématique des salariés associés :

Il existe une problématique des décotes différentes en fonction des causes de licenciement, ce qui a été sanctionné par la Cour de cassation comme une sanction pécuniaire. Une solution consiste à prévoir un seul taux de décote quel que soit le motif de licenciement, bien que cela puisse se heurter à la philosophie du bad leaver qui vise à sanctionner, souvent de manière granulaire, en fonction de la gravité des fautes commises. En pratique, il peut être prévu l'application de décotes dégressives en fonction du temps, indépendantes des motifs de cessation des fonctions.



Conclusion

La valeur retenue pour une entreprise irrigue l'ensemble des stipulations contractuelles : garanties, droits de sortie, clauses anti-dilution, compléments de prix ou encore promesses croisées.

Ignorer cette imbrication revient à exposer les parties à des renégociations coûteuses, voire à un échec transactionnel.

À l'inverse, lorsque l'avocat et l'expert évaluateur travaillent de concert dès les premières discussions, ils offrent aux parties une lecture cohérente et partagée des enjeux économiques et juridiques, gage d'une répartition équilibrée des risques et d'une exécution fluide du deal.

La pratique démontre ainsi que la coopération pluridisciplinaire n'est pas un luxe, mais la condition première du succès et de la pérennité des opérations de M&A.

Réflexions autour de la valorisation de la trésorerie

Alain MARION

Trésorier A3E

Expert honoraire près la Cour d'Appel de Lyon

Professeur émérite à l'Université Lyon 3

En présence d'une trésorerie positive, dès lors que son montant est significatif, l'évaluateur peut légitimement s'interroger sur la valorisation de la trésorerie qui doit être retenue.

Le sujet traité dans l'article est de savoir si la trésorerie disponible dans l'entreprise doit être prise en compte pour son montant nominal ou valorisée pour un montant supérieur ou un montant inférieur au nominal. En d'autres termes, existe-t-il des contextes qui peuvent conduire un évaluateur à appliquer ou pas un facteur correctif au montant comptable de la trésorerie.

La recherche académique a étudié l'influence sur la valeur de la firme de la trésorerie détenue par cette dernière.

Les travaux de recherche mettent en évidence de nombreux résultats, parfois contradictoires.

Rappelons que les travaux portant sur le niveau de trésorerie mettent en avant plusieurs variables explicatives :

- Le niveau de trésorerie aurait tendance à être élevé dans les entreprises performantes supportant un risque d'exploitation élevé ;
- Par ailleurs les entreprises en forte croissance auraient tendance à détenir une trésorerie plus élevée que les entreprises matures.

Pour leur part les travaux consacrés à la valorisation par le marché de la trésorerie détenue par une entreprise montrent que la valeur marginale de la trésorerie baisserait avec l'élévation du niveau de trésorerie ou avec l'augmentation de l'endettement.

A l'inverse, la valeur marginale de la trésorerie augmenterait dans les entreprises privilégiant les distributions de dividendes, plutôt que les rachats d'actions sachant que cette augmentation de la valeur marginale de la trésorerie serait aussi observée dans les entreprises qui rencontrent des difficultés à lever des capitaux propres. Ainsi Faulkender et Wang (« Corporate financial policy and the value of cash ». Journal of Finance, 2006,61.) montrent que si un dollar de trésorerie est valorisé 1,04 € dans le cas d'une entreprise financièrement contrainte, sa valorisation n'est que de 0,77 € si l'entreprise ne supporte aucune contrainte financière.

Enfin, la différence de valeur de la trésorerie serait particulièrement significative dans le cas des entreprises qui disposent d'opportunités d'investissement selon l'intensité de la contrainte financière qu'elles supportent. En mesurant l'incidence sur le Price to Book ratio (rapport de la capitalisation boursière au montant comptable des capitaux propres) Theissen et al (« Cash holdings and firm value : Evidence for increasing marginal returns » Journal of Management Scientific Reports, Vol. 1 No. 3-4, November 2023,) constatent que, dans certaines conditions, ce ratio augmente de 0,38 dans les entreprises ayant des opportunités de croissance qui augmentent d'une manière relative le montant de la trésorerie détenue.

Dans ces conditions, quelles interprétations l'évaluateur peut-il retenir quand il est en présence d'une trésorerie détenue par l'entreprise ?

- Le premier point à analyser nous paraît être le caractère disponible de la trésorerie sachant qu'une entreprise doit disposer d'un montant minimal de trésorerie pour son bon fonctionnement. La problématique étudiée dans l'article concerne la trésorerie disponible une fois déduit le montant minimal.
- Dans un deuxième temps, l'évaluateur doit s'interroger sur les utilisations potentielles de la trésorerie disponible. En effet, la trésorerie disponible peut être distribuée (dividendes, rachat d'actions), mobilisée pour réaliser de la croissance externe, ou allouer dans des placements à court terme.

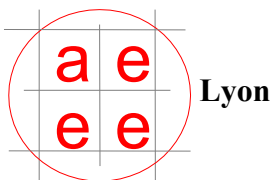
Les diverses utilisations envisagées auront des implications différentes en termes de création de valeur.

On admettra que la distribution, qui est une utilisation qui devrait être favorablement perçue par les investisseurs, pourrait dès lors justifier de retenir une valeur de la trésorerie supérieure à son montant nominal.

De même, l'utilisation de la trésorerie pour la réalisation d'opérations de croissance externe constitutives de leviers de création de valeur pourrait aussi conduire à donner à la trésorerie une valeur supérieure à son montant nominal.

A l'inverse, le fait de conserver la trésorerie dans des placements à court terme peut être interprété comme une allocation de ressources générant un coût d'opportunité pour les actionnaires pouvant conduire à valoriser la trésorerie pour un montant inférieur à son montant nominal.

Devant ces constats la prudence s'impose avant de proposer que l'évaluateur valorise la trésorerie d'une manière différenciée selon l'utilisation potentielle qui peut en être faite.



Un message paraît cependant pouvoir être retenu concernant la flexibilité financière que confère la détention d'une trésorerie disponible.

En effet, si la détention d'une trésorerie génère des coûts que la théorie financière (théorie de l'agence) attribue au mauvais usage qui peut en être fait par le dirigeant, la détention d'une trésorerie génère aussi des bénéfices qui traduisent la possibilité pour l'entreprise d'investir dans des projets risqués (croissance externe et/ou innovation) en raison d'un relâchement de la pression financière.

Une étude récente (Thyssen et al, 2023) montre que, pour les entreprises ayant peu d'opportunités d'investissement, la valeur de la trésorerie évolue en fonction de son niveau selon la forme d'une courbe en U inversée, le point de retournement s'établissant à un niveau de trésorerie relativement bas.

Par contre, pour les entreprises ayant de nombreuses opportunités d'investissement le rapport entre la valeur de marché de la trésorerie comparée à sa valeur nominale augmente avec le montant de la trésorerie détenue par l'entreprise.

Les investisseurs valoriseraient la flexibilité que confère la trésorerie pour exploiter les opportunités d'investissement actuelles et futures.

Ce faisant, ce type de recherche qui contribue à éclairer le débat autour de la valorisation de la flexibilité financière, constitue un argument pour une meilleure prise en compte de cette dimension immatérielle dans l'évaluation de l'entreprise.

Points d'attention en évaluation

**Christophe VELUT,
Président A3E
Associé, ADVOLIS ORFIS**

Calcul du coût de l'endettement financier pour la détermination du wacc dans le cadre de l'évaluation d'une PME française :

Le wacc correspond au coût moyen pondéré du capital : pondération du coût des fonds propres et du coût de l'endettement financier net en tenant compte du gearing.

Il nous a semblé utile de rappeler les principes inhérents au calcul de l'endettement financier intégré dans la détermination du wacc.

Notre analyse a porté par simplification uniquement sur les évaluations de sociétés françaises de type PME, pour ne pas tenir compte des problématiques liées aux filiales étrangères et des opérations de financement complexes (financements de types hybrides,...) mis en place par certains groupes importants.

La prise en compte d'un coût de l'endettement financier net pour le calcul du wacc fait référence à la notion d'effet de levier : le fait de lever de la dette à un coût intéressant (plus faible que le coût du capital) permet d'accélérer le développement d'entreprise et la création de valeur en saisissant des opportunités de croissance interne et externe (« effet de levier positif »), par opposition à une entreprise qui n'a pas / plus de capacité d'endettement -ex : entreprise surendettée- (« effet de levier négatif »).

Le coût d'endettement est en général inférieur, voire très inférieur au coût des fonds propres, car la rémunération attendue par les banquiers est inférieure à celle attendue par l'actionnaire, les risques liés étant très différents. Pour les entreprises en forte difficulté financière, ou pour les start-up, le coût de l'endettement converge vers le coût des fonds propres, raison pour laquelle sont mis en place des financements de type hybride (ex : OCA), les souscripteurs à ce type d'instruments étant en général les mêmes que ceux qui souscrivent à une augmentation de capital.

Le coût d'endettement à prendre en compte pour le calcul du wacc est censé refléter un coût d'endettement futur (et non une moyenne historique des emprunts en cours à la date d'évaluation), correspondant à un emprunt théorique permettant le financement de l'actif acquis, ou le coût de refinancement des dettes actuelles à des conditions de marché.

Rappelons les raisons qui font que la détermination du coût de l'endettement financier net n'est pas toujours facile :

- Très forte volatilité du taux sans risque, qui est passée de 4,5% (moyenne historique avant la crise sanitaire) à des taux négatifs, puis proches de 1%, puis plus proches actuellement de 3-5%,
- Forte volatilité des spreads accordés par les banques,
- Diversité des emprunts, notamment depuis la crise sanitaire : PGE a des taux (au moins au début) préférentiels, avances remboursables, emprunts à des taux variables (ex : remboursements indexés sur des niveaux de rentabilité / d'activité,...), emprunts ou instruments de financements à des taux avantageux mais adossés sur des actifs dits peu risqués (ex : financement de créances clients non risquées, crédit-bail..., qui ont des taux de conversion de crédits dans les critères des établissements bancaires plus favorables que des emprunts classiques),
- Les entreprises mettent de plus en plus en place des lignes de financement globales (ex : financement de croissance externe, d'actifs, de BFR,...), et sur des durées qui ne sont pas nécessairement en ligne avec l'objet du financement (ex : crédits de type revolving),
- Le coût de financement global peut intégrer des éléments très différents du taux d'intérêt nominal, qui font partie du coût de l'endettement mais qui ont l'apparence de charges externes (ex : frais d'émission, commissions - commissions de non utilisation,...-, primes de remboursement, spread basés sur des indicateurs de performance -situation financière, rentabilité, objectifs ESG,...).

Nous présentons ci-après quelques réflexions qui permettent de guider la détermination du coût de l'endettement financier net :

- La prise en compte d'un coût d'endettement financier net s'entend dans le cas des PME qui ont une capacité de financement par emprunt à la date de l'évaluation (notamment au regard des besoins de financement résultant du business plan). A défaut, le wacc est censé correspondre uniquement au coût des fonds propres,
- Le coût de l'endettement est un coût prévisionnel à la date de l'évaluation, pour financer l'acquisition de l'actif évalué (par exemple la valeur de l'actif économique de l'entreprise -VE-), et non un coût moyen historique intégrant l'ensemble des financements, quels que soient les actifs financés,
- Comme indiqué ci-dessus, le coût de l'endettement financier net ne prend pas en compte les coûts préférentiels, s'ils ont été obtenus dans un contexte spécifique (ex : PGE), sauf si on peut démontrer que la société évaluée a un accès régulier à ce type de financement (ce qui n'est pas le cas des PGE),

- En cas de financement de type hybride de type OCA, que l'on rencontre fréquemment dans les opérations de LBO portant sur des PME, il convient de déterminer en amont si les OCA répondent sur le plan économique à une logique de fonds propres ou d'endettement,
- Le coût d'endettement s'entend net de l'économie d'impôt liée aux frais financiers. Il convient d'être vigilant, lorsque l'impact est significatif, de ne pas prendre en compte une économie d'impôt sur une fraction non déductible des intérêts (ex : cas des comptes courants),
- Il faut vérifier, même si la tâche n'est pas toujours facile, que le risque lié au spread retenu pour le calcul du coût d'endettement financier net est cohérent avec le risque traduit dans la prime de risques spécifiques,
- Le cas échéant, lorsque l'impact est significatif, il convient de prendre en compte les spreads ESG appliqués par les banques, en tenant compte d'une estimation du respect des objectifs,..., et de vérifier que les contreparties des engagements permettant d'atteindre ces objectifs (ex : capex, opex,...) sont bien pris en compte dans le business plan.