

Lettre trimestrielle n°14 – 1er trimestre 2015

Sommaire :

- Edito du Président  
*Page 1*
- La valeur créée pour l'actionnaire : sanction de la stratégie  
*Page 2*
- Stratégie et Valeur  
*Page 9*
- Stratégie et levée de Fonds  
*Page 15*
- Peut-on éclairer la stratégie par le parcours de création de valeur pour les parties prenantes  
*Page 18*
- L'évaluation des entreprises ne se limite pas à l'utilisation de formules mathématiques  
*Page 21*

Edito du Président,

*L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.*

*L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.*

Les entreprises sont de plus en plus amenées à réaliser des évaluations dans des contextes très divers (comptable, fiscal, rapprochement, transfert,...).

Les méthodes de valorisation utilisées sont de plus en plus des méthodes globales (multiples, DCF,...), et analogiques (transactions,...), qui n'amènent pas suffisamment à se poser la question sur les facteurs immatériels inducteurs de valeur.

La valorisation du capital immatériel est devenu depuis plusieurs années une préoccupation majeure des nombreux acteurs (évaluateurs, fonds d'investissement, entreprises, gouvernements, AFNOR, OISCV, Observatoire de l'immatériel,...). Ce sujet passionnant, mais complexe, pose de nombreuses interrogations, dont entre autres le passage entre le diagnostic stratégique et la valorisation, ou encore le lien entre la valorisation de ces actifs et la valorisation de l'entité qui en est propriétaire.

Sans remettre en cause l'utilisation des formules (il n'y a pas de mauvaises formules, mais plutôt de mauvaises évaluations), loin s'en faut, les différents échanges ont montré la nécessité d'intégrer dans le diagnostic une dimension stratégique, et de définir des critères non financiers inducteurs de création de valeur, adaptés à l'entreprise évaluée.

Cet article dresse un panorama large de la réflexion en cours sur ce thème, du point de vue de différents acteurs (universitaire, investisseurs, entreprises,...), thème sur lequel l'association A3E souhaite avoir un rôle moteur.

*Christophe VELUT – Président A3E Lyon*

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,  
Bertrand MANET, Alain MARION, 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.*

---

## La valeur créée pour l'actionnaire : sanction de la stratégie de l'entreprise

---

**Alain MARION, Professeur à l'Université Lyon 3 (IAE Lyon). Expert en évaluation près la Cour d'Appel de Lyon.**

L'évolution de la théorie financière conjuguée au renforcement de la place dévolue aux marchés financiers et au capital investissement dans le financement des entreprises ont mis en exergue de nouveaux concepts et de nouvelles exigences qui modifient la perspective d'analyse de la performance des entreprises.

Ainsi, l'entreprise est désormais appréhendée comme un portefeuille d'actifs associé à un pool de ressources. Cette vision conduit à étudier les caractéristiques du portefeuille d'actifs de rentabilité et de risque et à mesurer le coût des ressources. Dans ce cadre l'appréciation de la performance repose sur l'aptitude de l'entreprise à dégager un retour sur investissement acceptable au regard des normes de rentabilité prévalent sur le marché des capitaux.

L'aptitude d'une entreprise à dégager une rentabilité supérieure au coût des ressources traduit une situation de création de valeur pour ses actionnaires permettant d'affirmer que l'entreprise devrait pouvoir mobiliser facilement les capitaux nécessaires au financement de sa croissance.

En ce sens, la création de valeur constitue une mesure de la crédibilité relative de la politique financière.

### 1- Les variables explicatives de la création de valeur

Un investissement de 100 dans une entreprise peut avoir pour ses actionnaires une valeur de 150 ou de 50 selon la croissance et la rentabilité des activités développées. On parlera de création de valeur dans le 1er cas (150) ou de destruction de valeur dans le 2ème cas (50). Ce phénomène est appréhendé en rapportant la valeur de marché des capitaux propres (VM) à leur valeur comptable (VC) ; Le ratio  $VM / VC$  permet alors de caractériser une situation de création ou de destruction de valeur. Un euro investi dans une entreprise dont le ratio  $VM / VC$  est supérieur à 1 crée de la valeur alors qu'un euro investi dans une entreprise dont le ratio  $VM / VC$  est inférieur à 1 détruit de la valeur.

La création de valeur est conditionnée par l'aptitude de l'entreprise à dégager une rentabilité supérieure au coût de ses ressources. La comparaison entre la rentabilité et le coût des ressources peut être faite en mettant en relation des taux ou des flux.

Pratiquement, trois approches permettent de mesurer la création de valeur :

- Comparaison de la rentabilité dégagée par l'actif économique avec le coût de l'ensemble des ressources (capitaux propres et dette financière)

$Re > k$  avec  $k$  = cout moyen pondéré des ressources

- Comparaison de la rentabilité des capitaux propres avec le coût des capitaux propres  
 $R_f > k_{cp}$  avec  $k_{cp}$  = coût des capitaux propres
- Comparaison du résultat d'exploitation avec la rémunération théorique des ressources  
 $REX > k \times A$

L'intérêt des modèles de mesure de la création de valeur est d'intégrer dans l'analyse de la performance le coût du capital. L'intérêt des indicateurs intégrant une mesure du coût du capital est certainement à chercher dans la nature englobante de ce dernier concept. En effet, le coût du capital d'une entreprise est notamment influencé par la croissance de l'activité, le poids de l'endettement au sein de la structure financière, ainsi que par le niveau relatif des frais fixes... Autant de variables susceptibles de traduire dans les comptes les conséquences des orientations stratégiques de l'entreprise.

L'analyse de la création de valeur actionnariale conduit à étudier l'influence sur la valeur de l'entreprise des phénomènes susceptibles de modifier la trajectoire de l'entreprise. La création de valeur pour l'actionnaire se situe ainsi à l'interface de la stratégie et de la finance conduisant à replacer l'étude des mécanismes de création de valeur dans une perspective d'évaluation stratégique. Il n'est donc pas surprenant de trouver en marge des recherches académiques de nombreuses études réalisées par des cabinets de conseil en stratégie consacrées à la relation entre l'évolution de la valeur de l'entreprise et les indicateurs de mesure de la performance.

La mesure de la création de valeur introduit implicitement la problématique de l'évaluation financière au cœur du diagnostic financier. En effet, les fondements conceptuels des outils de mesure de la création de valeur rejoignent les méthodes d'évaluation financière fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie qui privilégient l'impact sur la valeur de variables critiques (rentabilité du capital et taux d'investissement).

La croissance a un effet d'amplification du mécanisme de création de valeur. Lorsque la rentabilité est supérieure au coût du capital, les bénéfices non distribués et réinvestis dans l'entreprise créent postérieurement un supplément de bénéfices dont la valeur nette actualisée est positive. Les bénéfices réinvestis ont une valeur supérieure à leur valeur nominale. Lorsque la condition précédente n'est pas remplie les bénéfices non distribués et réinvestis ont une valeur nette actualisée qui est négative.

Il en ressort un enseignement souvent ignoré ou négligé par les entreprises, à savoir que la croissance ne crée pas nécessairement la valeur. Ce qui, exprimé au niveau d'une société cotée, signifie que la croissance n'est pas suffisante pour engendrer une augmentation de sa capitalisation. Lorsque la croissance est insuffisante au regard du coût du capital, une stratégie de croissance ne doit être adoptée que pour autant qu'elle contribue à améliorer rapidement la rentabilité en raison notamment des économies de coût (économies d'échelle, économie d'envergure, apprentissage ...) qui en résultent.

## 2- Création de valeur et croissance financièrement soutenable

Au regard de la place occupée par la rentabilité et la croissance dans le mécanisme de la création de valeur il est intéressant de réfléchir sur l'interdépendance existant entre les variables. Rappelons que les potentialités de développement d'une entreprise reposent sur la cohérence qui doit s'établir entre le niveau de croissance de l'activité et le niveau de rentabilité dégagée. Cela pour que la stratégie développée par l'entreprise ne se traduise pas durablement par une croissance du chiffre d'affaires supérieure au seuil de croissance financièrement soutenable.

Dans une entreprise en croissance, le maintien de l'équilibre financier nécessite que l'entreprise puisse mobiliser les ressources nécessaires au financement de l'accroissement de l'actif. Si on pose l'hypothèse d'un maintien de la structure financière, cette contrainte implique que le taux de croissance des capitaux propres soit au moins égal à celui de l'actif, lui-même égal au taux de croissance de l'activité en l'absence de modification de l'intensité capitalistique.

La relation précédente conduit à comparer la rentabilité financière ( $R_f = \text{Bénéfice} / \text{Capitaux Propres}$ ) qui traduit le potentiel de croissance organique des capitaux propres avec le taux de croissance du chiffre d'affaires ( $g$ ). On doit avoir  $g \leq R_f \alpha$  (avec  $\alpha =$  le taux de réinvestissement des bénéfices).

La relation précédente définit le taux de croissance soutenable. La comparaison sur plusieurs années des taux de rentabilité financière corrigés des distributions de bénéfice et des taux de croissance de l'activité, éclaire sur le sens de l'évolution de la structure financière, en l'absence de toute levée de capitaux propres.

Comme la rentabilité financière, dont dérive le taux de croissance soutenable, est dépendante notamment de la politique d'endettement à travers la relation de levier financier, il convient d'élargir le champ d'analyse à la rentabilité économique.

$$R_f = \left[ \frac{DF}{CP} + (R_e - i) \frac{DF}{CP} \right] (1 - t)$$

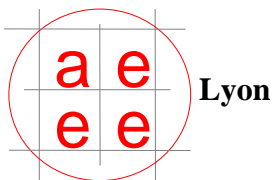
avec  $R_e = \text{rentabilité économique} = \frac{REX}{A}$

$$i = \text{coût de la dette} = \frac{FF}{DF}$$

DF = dette financière

CP = capitaux propres

A = actif économique



Pour analyser l'influence dynamique des orientations stratégiques, il convient alors d'exprimer la rentabilité économique comme le résultat d'un produit entre une marge et une rotation des capitaux investis.

$$Re = \frac{REX}{CA} \times \frac{CA}{A}$$

A structure financière constante, l'investissement dépendra du pourcentage des bénéfices réinvestis ( $\alpha$  = taux de réinvestissement) et de la croissance de la rentabilité des bénéfices réinvestis. Cette dernière qui correspond à la rentabilité marginale des capitaux propres ( $\Delta B/\Delta CP$ ) conditionne le taux de croissance des bénéfices ( $\Delta B/B$ ).

$$\frac{\Delta B}{B} = \frac{\Delta B}{\Delta CP} \times \frac{\Delta CP}{B}$$

En l'absence de levée de capitaux propres, la variation des capitaux propres ( $\Delta CP$ ) est égale aux bénéfices mis en réserve (BMR). On peut donc écrire :

$$\frac{\Delta B}{B} = \frac{\Delta B}{\Delta CP} \times \frac{BMR}{B}$$

### 3- Indicateurs comptables associés à la création de valeur

Le tableau suivant synthétise les indicateurs comptables associés à deux mécanismes de création de valeur : la croissance profitable du chiffre d'affaires et la recherche de rentabilité conjuguée à la maîtrise du risque.

Nous avons testé ces indicateurs pour évaluer l'impact sur la valeur de deux logiques concurrentes pouvant cependant se succéder dans le temps : la croissance profitable du chiffre d'affaires (développement des ventes sans dégradation des marges) et la recherche de rentabilité conjuguée à la maîtrise du risque (atteinte d'un haut niveau de rentabilité sans recours excessif à l'endettement).

La première logique est illustrée par les stratégies développées par les entreprises qui recherchent dans les gains de parts de marché l'atteinte d'une taille critique leur permettant de réaliser des économies d'échelle et de dégager des synergies.

La deuxième logique correspond notamment aux stratégies développées par les entreprises qui procèdent à des réallocations d'actifs par voie de cession en vue d'éliminer les inefficiences dans l'utilisation des ressources et de réduire l'endettement.

**Tableau 1 : mécanismes de création de valeur et indicateurs comptables associés**

Mécanismes de création de valeur	Indicateurs comptables		Relations d'interdépendance entre indicateurs
1/ la croissance profitable	Croissance	$g_{CA}$ $g_A$	$R_e = \frac{REX}{CA} \times \frac{CA}{A}$
	Marge	$\frac{REX}{CA}$	$R_f = R_e + (R_e - i) \times \frac{DF}{CP}$
	Rotation	$\frac{CA}{A}$	$\alpha = \frac{BMR}{B}$
2/ la maîtrise du couple risque / rentabilité	Croissance	$g_{CA}$ $g_A$ $\alpha =$ taux de réinvestissement	$g_S = R_f \times \alpha$
	Rentabilité	$R_e$ $R_{em}$ $R_f$ $R_{fm}$	$g_B = R_{fm} \times \alpha$
	Risque	$\frac{DF}{CP}$ $\frac{DF}{CP+DF}$ $\sigma (RC/CA)$	

(Source : Faverjon c, Marion A (27))

Légende

- Rf = rentabilité financière
- RC = résultat courant
- REX = résultat d'exploitation
- BMR = bénéfice mis en réserve
- DF = dette financière
- CA = chiffre d'affaires
- Rem = rentabilité économique marginale
- CP = capitaux propres
- A = actif économique
- Re = rentabilité économique
- Rfm = rentabilité financière marginale
- gS = taux de croissance soutenable
- gB = taux de croissance du bénéfice

Au demeurant la présence, dans la liste des variables explicatives, des rentabilités marginales et des taux de croissance des rentabilités, met en évidence la contribution de l'évolution des rentabilités dans le mécanisme de création de valeur actionnariale.

Ce constat justifie l'importance accordée à la notion de croissance soutenable par l'analyse fondamentale. Mais, alors que cette notion est traditionnellement appréhendée à partir de la seule rentabilité financière corrigée du taux de distribution, les résultats précédents montrent la nécessité de prendre aussi en compte la rentabilité économique. Est ainsi validée une approche complémentaire de la croissance soutenable reposant sur le taux de croissance du résultat d'exploitation dont on démontre qu'il est égal au produit de la rentabilité économique et du taux d'investissement défini comme la part du résultat d'exploitation affecté à l'accroissement de l'actif économique.

Par ailleurs, l'exigence d'efficience du emploi des capitaux est rappelée par la présence des rentabilités marginales au sein des variables explicatives. Sur ce point, il convient de souligner le peu de cas fait par les praticiens à la mesure de la rentabilité marginale alors que le maintien de la rentabilité au niveau au moins égal à la rentabilité actuelle de l'entreprise est le gage d'une création de valeur. Dans cette perspective, les rentabilités marginales nous paraissent mériter le statut d'indicateurs susceptibles de révéler en avance les améliorations de résultats.

#### 4- La courbe de valeur

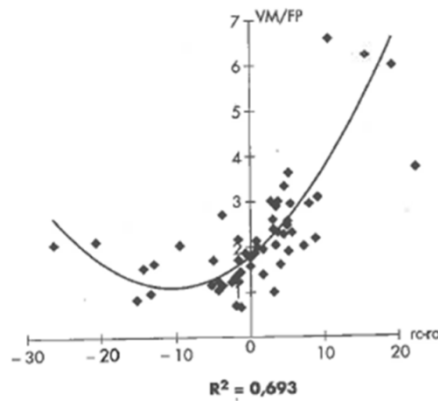
Nous avons vu que la création de valeur nécessitait que la rentabilité soit supérieure au coût du capital ( $R > k$ ).

La mise en relation du ratio  $R / k$  et du ratio  $VM / VC$  permet de définir une courbe de valeur qui constitue le fondement de nombreux modèles d'évaluation financière des stratégies d'entreprise.

La relation entre les deux variables précédentes a été formalisée par Hax et Majluf en 1984 :

$$\frac{VM}{VC} = \frac{rf - g}{kCP - g}$$

Une recherche a testé en France l'hypothèse d'une courbe de valeur à partir des données de plus d'une centaine de sociétés cotées sur la place de Paris (voir graphique ci-dessous).



Hoarau 1999

A partir de la courbe de valeur, plusieurs modèles de diagnostic des entreprises exerçant différentes activités ont été mis au point qui présentent un intérêt évident dans une perspective d'évaluation.

Ces modèles nécessitent de caractériser les différentes activités en fonction de la rentabilité qu'elles dégagent, de leur perspective de croissance et du risque associé.

La caractérisation d'une activité à l'aide des trois paramètres précédents (rentabilité, croissance, risque) permet d'avoir une vision pertinente du positionnement du portefeuille d'activités en termes de création de valeur. Ainsi un portefeuille d'activités peut être équilibré en terme de flux (les cash-flows dégagés couvrent les besoins dégagés) mais être destructeur de valeur. Cette situation correspond à un portefeuille composé d'activités en croissance dont les besoins sont couverts par des activités en maturité. Au demeurant, la faiblesse de la rentabilité des activités au regard du coût du capital permet d'affirmer que les investissements sont destructeurs de valeur.

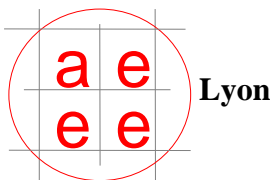
Inversement, un portefeuille d'activités peut être déséquilibré en terme de flux (les cash-flows dégagés ne permettent pas d'assurer le financement des besoins) mais créateur de valeur. La situation correspond à un portefeuille regroupant une majorité d'activités en croissance bénéficiant d'un avantage concurrentiel se traduisant par des rentabilités supérieures au coût du capital.

Pour conclure nous tirerons des enseignements pour la pratique de l'évaluation des entreprises.

En se limitant à l'analyse financière de la performance, les développements précédents montrent la place qui doit être réservée à l'analyse de la rentabilité financière en raison de l'éclairage que cette dernière apporte pour la mesure et l'appréciation de l'aptitude d'une entreprise à financer sa croissance. Par ailleurs, il est nécessaire d'approfondir l'analyse de la rentabilité financière en s'attachant aux indicateurs explicatifs de son évolution (la rentabilité marginale) et en analysant les variables explicatives de la rentabilité économique qui constitue le socle de la rentabilité financière. Enfin, il est bon de rappeler que la croissance impacte positivement la valeur de l'entreprise pour autant que la condition de base nécessaire à la création de valeur soit satisfaite.

**Alain MARION**





## **Stratégie et valeur : quelques réflexions sur la valorisation de la démarche stratégique**

---

**Eddy BLOY, Vice-Président A3E.**

Le propos de ce bref article s'inscrit dans le prolongement d'une présentation sur l'intégration de la démarche stratégique dans la valeur d'entreprise qui nous a été faite par trois professeurs de gestion de l'Université Lyon 2, Martine Séville, Nathalie Claveau et Céline Bérard. Cette présentation a eu lieu lors de la dernière de nos réunions annuelles, le 18 novembre 2014. Les réflexions présentées par les trois intervenantes étaient extrêmement pertinentes et doivent nous solliciter à approfondir l'intégration des raisonnements stratégiques dans notre démarche professionnelle.

Nous rappellerons d'abord les points qui nous ont semblé importants dans cette présentation, avant de mettre l'accent sur les paramètres fondamentaux qui permettent d'intégrer la valeur stratégique dans l'évaluation, puis de conclure sur les apports qu'une intégration du point de vue stratégique peut apporter à notre pratique.

### **1. Quelques points importants sur les rapports entre analyse stratégique et valorisation d'entreprises**

Il convient de préciser la notion de stratégie avant d'aller plus en avant dans les développements. Bien évidemment, on trouvera dans la littérature académique une multiplicité de définitions.

Nous présenterons la stratégie comme un ensemble des décisions coordonnées dans l'espace de l'entreprise, s'inscrivant dans un horizon moyen et long terme, visant à aménager les ressources de l'entreprise dans la perspective de lui conférer une position concurrentielle avantageuse qui, *in fine*, lui permettra d'atteindre des objectifs de rentabilité conformes aux attentes de ces actionnaires de manière durable et stable.

Une telle définition met explicitement l'accent sur les conséquences financières bénéfiques qui sont attendues de la mise en place d'une démarche stratégique. Dans la mesure où la valeur d'entreprise est elle-même dépendante de la performance financière, le lien entre stratégie et valeur s'établit de lui-même.

Les auteurs de la présentation ont apporté deux arguments factuels illustrant les liens entre stratégie et finance et donc valeur en montrant implicitement que ces liens ont une orientation bi-polaire : finance vers stratégie, stratégie vers finance.

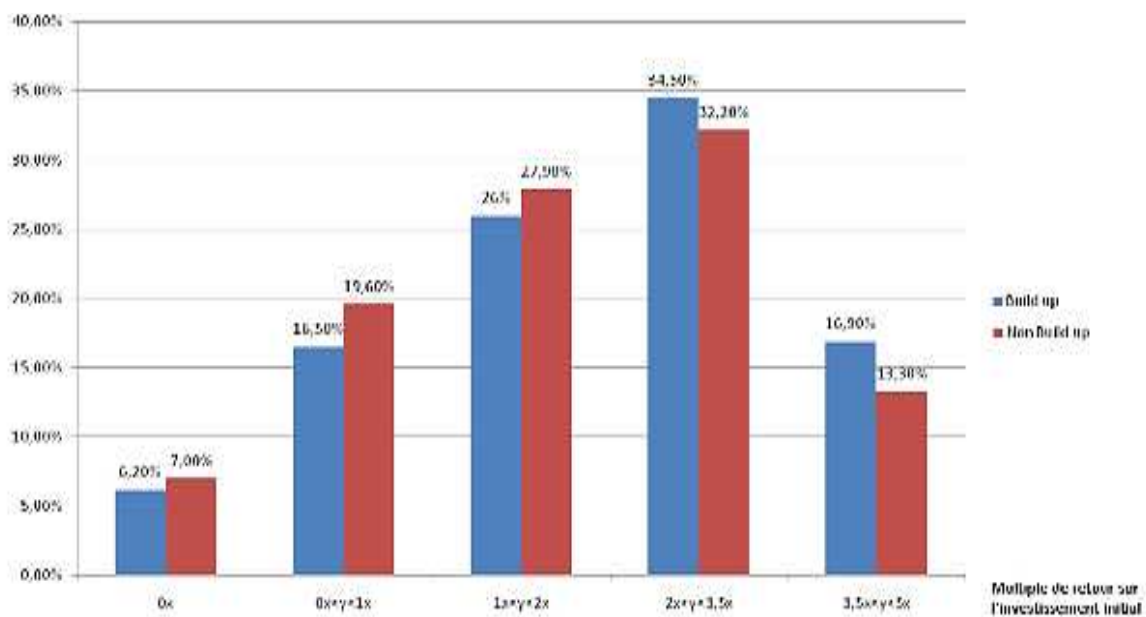
Le premier fait est illustré par le tableau suivant, provenant de l'observatoire Rhône-Alpes des PME tiré de la présentation :

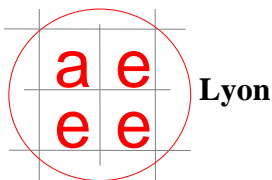
FINANCE				
	Agiles	Prooc tives	Défen sives	Total
Indép.	24,8%	15,1%	48,0%	27,9%
Tens. fin.	16,5%	20,3%	11,9%	16,4%
Banc.	34,2%	33,2%	25,6%	31,9%
Financ.	24,4%	31,4% <sup>(1)</sup>	14,5%	23,8%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	

(1) Lecture : 31,4% des PME "Proactives" sont financiarisées. C'est plus que dans l'échantillon total dans lequel 23,8% des PME sont financiarisées.

On voit clairement que les entreprises dites indépendantes, c'est à dire les entreprises dont le financement est majoritairement de type familial et autonome ont un comportement économique plutôt défensif alors que les PME dites financières qui incluent dans leurs actionnaires des investisseurs extérieurs ont un comportement plutôt pro-actif. Bien évidemment, ces comportements ne sont pas neutres sur la création de valeur.

Par ailleurs, le graphique suivant, présentant l'impact des stratégies de build-up sur la valeur en termes de multiples de retour sur investissement illustre une action en sens inverse :





Il apparaît clairement que les entreprises qui sont prises en charge dans une stratégie inhérente aux opérations de build-up ont des multiples de retour sur investissement plus élevés que les autres.

Cependant, la présentation qui a été faite approfondit la réflexion sur deux aspects importants :

**1° L'existence d'une démarche stratégique n'est pas automatiquement le gage d'une meilleure valorisation de l'entreprise car elle ne procure pas systématiquement un avantage concurrentiel même si c'est son objectif.** En effet, la relation stratégie-variables financières est « intermédiée » par l'organisation, les relations avec les diverses parties prenantes, la gouvernance.

La démarche stratégique ne produira ses effets que s'il y a congruence entre ces éléments et la nature de la stratégie mise en œuvre.

On peut préciser les conditions qui doivent être remplies si l'on veut que la stratégie déroule ses effets dans un sens positif.

Ces conditions sont au nombre de trois :

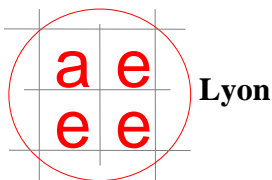
- ❖ **La stratégie doit être pertinente.** Cela signifie qu'elle doit être en cohérence avec l'environnement de l'entreprise en utilisant les opportunités qu'il procure tout en se protégeant des risques qui lui sont propres.
- ❖ **La stratégie doit être acceptable par l'ensemble des parties prenantes.** Elle doit être comprise par les collaborateurs, comme par les clients ou les partenaires, notamment financiers.
- ❖ **Enfin, elle doit être faisable,** c'est à dire, correspondre aux ressources et aux compétences qui sont disponibles.

**2° L'autre point important touche au rapport existant entre stratégie et business model.**

Le business model constitue en quelque sorte l'ADN d'une entreprise. Il est l'architecture logique qui unit les éléments fondamentaux de l'exploitation (ressources, produits, technologie, marché) aux fins de générer un flux de revenu durable et éventuellement créateur de valeur. La possibilité de créer durablement de la valeur repose clairement sur l'aptitude entrepreneuriale à faire évoluer le business model sur une trajectoire de croissance soutenable et raisonnée donc sur l'aptitude à mettre en œuvre une stratégie pertinente au sens où nous l'avons définie précédemment<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir à ce propos : NATHALIE CLAVEAU, MARTINE SÉVILLE, ISABELLE PRIM-ALLAZ, LAURE AMBROISE Université Lumière Lyon 2, Laboratoire CoActiS « Les logiques de développement des entreprises de taille intermédiaire. Une approche par leurs Business Models » RFG N° 244, 2014.



## 2. Comment la stratégie se trouve-t-elle prise en compte dans la pratique de l'évaluation ?

---

Pour répondre à cette question et rester dans le cadre synthétique de cette note, nous nous référerons à 3 méthodes :

- ❖ les multiples,
- ❖ les DCF,
- ❖ la valeur patrimoniale corrigée du goodwill.

Dans le premier cas, la pertinence d'une stratégie sera portée à la fois par le niveau du multiple et par la rentabilité elle-même c'est à dire par l'assiette à laquelle sera appliquée le calcul (EBIT, EBITDA, RNC etc..).

Notons au passage qu'une même valeur peut bien entendu résulter d'une combinaison résultat-multiple diamétralement opposée.

Ainsi une entreprise très rentable mais dont la stratégie conduit à des risques élevés sera affectée d'un multiple plutôt faible pour tenir compte de la prégnance du risque. Inversement, une entreprise dotée d'une rentabilité plus faible mais ayant optée pour une stratégie rendant les résultats peu volatils sera valorisée sur la base d'un multiple élevé. Il se peut qu'en fin de compte ces deux entreprises externalisent une valeur identique. Le choix entre l'une et l'autre sera fonction du « tempérament plus ou moins sanguin de l'entrepreneur » pour reprendre l'heureuse expression de Keynes.

Dans le cas des DCF, on retrouvera indirectement la même dichotomie. Le business plan traduira le caractère plus ou moins rentable du business plan et de la stratégie qui le portent, alors que le taux d'actualisation traduira bien évidemment le niveau du risque encouru. Notons que la valeur terminale qui a un poids déterminant dans la détermination de la valeur doit faire l'objet d'une attention toute particulière dans le cadre d'une valorisation menée à l'aune de l'analyse stratégique. Nous reviendrons sur ce point dans le paragraphe suivant.

Dans le cadre de la méthode patrimoniale corrigée du goodwill, la valeur stratégique se retrouve dans la valeur bilancielle comme dans la valeur du goodwill.

Elle se trouve dans la valeur nette du bilan réévalué dans la mesure où un certain nombre d'actifs réévalués peuvent être le produit d'une démarche stratégique.

C'est le cas, en particulier, d'actifs spécifiques d'un développement organisé selon un axe stratégique précis.

Ces actifs peuvent être de nature incorporelle. Dans cette perspective, on peut penser à des biens tels que brevets, marques, droits au bail (politique d'implantation qui obéit à une ligne stratégique).

Ils peuvent être également de nature corporelle (développement des moyens de production en rapport avec des objectifs de marchés ou consécutifs à des innovations technologiques). Les valeurs stratégiques sont également externalisées par le goodwill dans la mesure où ce dernier a vocation à produire une estimation des avantages concurrentiels (ou de l'incapacité d'une stratégie à en créer en cas de badwill).

La rente de goodwill qui constitue l'assiette d'évaluation du goodwill dépend de trois paramètres :

- ❖ la rentabilité de l'entreprise via le résultat d'exploitation après impôt,
- ❖ le risque via le taux de rémunération des capitaux investis,
- ❖ le montant des capitaux investis.

On voit clairement que toutes ces variables sont liées à une dimension stratégique :

- ❖ la rentabilité dans la mesure où elle externalise l'aptitude à maîtriser un business model dans la perspective de générer un flux de revenu régulier,
- ❖ la rémunération des capitaux investis dans la mesure où son niveau va être fonction de la maîtrise des risques.
- ❖ les capitaux investis dont la nature et le niveau témoignent aussi bien de l'orientation stratégique que de l'aptitude à gérer efficacement les moyens en capital, qu'il s'agisse des équipements ou du besoin en fonds de roulement.

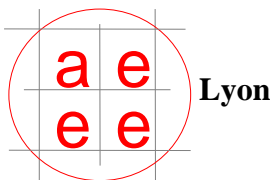
### **3. Qu'attendre de l'analyse stratégique pour améliorer la pertinence des estimations de la valeur ?**

Dans l'immédiat, nous ne pensons pas qu'il soit raisonnable d'attendre des grilles de l'analyse stratégique un moyen de modifier la logique de nos modèles en nous permettant, notamment, de quantifier des éléments qui relèvent de l'analyse qualitative.

En revanche, nous pensons qu'il est de moins en moins possible de se réfugier derrière l'argument d'autorité pour justifier les paramètres qui président à nos évaluations.

Nous avons et nous aurons affaire de plus en plus à des clients, à des partenaires (ou à des adversaires) qui exigeront d'être rassurés sur la rationalité de nos choix méthodologiques.

Nous pensons que l'intervention de l'analyse stratégique doit se situer en amont de ce choix méthodologique de façon à leur conférer un fondement éclairé. Certes, on peut considérer que notre pratique emprunte déjà beaucoup à cette philosophie dans la mesure où nous nous attachons, dans nos rapports, à produire une analyse économique de l'entreprise. Mais l'on constate souvent que cette analyse ressemble fort à une « check-list » où l'important côtoie le secondaire sans qu'une impression de synthèse puisse être véritablement dégagée.



L'analyse stratégique couplée à celle du business model nous fournit une grille de lecture qui conduit à la sélection des paramètres essentiels et la mise en évidence des logiques et des cohérences qui les articulent les unes aux autres. Cette vision est particulièrement importante dans le cadre d'une évaluation par les DCF.

Ainsi, pour être plus précis, un business model qui repose sur un produit fortement différencié par rapport à la concurrence s'adressant à une clientèle très ciblée et en expansion à forte marge sera robuste s'il est mis en cohérence avec un appareil de production permettant d'atteindre les standards de qualités requis.

L'analyse de cet ensemble permet de caractériser la pérennité de la rentabilité et donc de se fixer un horizon assez long dans le cadre d'un DCF.

L'analyse de la stratégie qui indiquera comment faire évoluer ce business model pour l'adapter à l'évolution de l'environnement (concurrence, marché...) permet de juger des inflexions éventuelles de la rentabilité et des risques susceptibles d'être générés.

Nous constatons que ces analyses revêtent une importance toute particulière dans le cadre de la détermination de la valeur terminale car celle-ci dépend :

- ❖ du niveau de rentabilité dans l'horizon moyen et long terme,
- ❖ de la croissance à long terme
- ❖ des niveaux de risques qui pèsent à ces horizons temporels.

Autant d'éléments qui peuvent être raisonnés par les grilles de lectures que nous avons évoquées.

Nous dirons, pour conclure que la logique des outils que nous utilisons pour produire nos valeurs est globalement satisfaisante, et a le mérite de faire consensus chez les professionnels de l'évaluation. Il nous paraît qu'il n'y a pas de raison, pour l'instant de remettre en cause l'utilité et la pertinence de cette boîte à outils.

En revanche, sa mise en œuvre laisse toujours une place à l'équation personnelle de l'évaluateur. C'est le propre de l'expertise qui est avant tout une pratique et non une science. L'apport des analyses que nous avons présentées succinctement est de nous permettre de limiter cette subjectivité en l'appuyant sur une observation raisonnée des faits.

**Eddy BLOY**

## Comment peut-on raisonnablement lever des fonds sans proposer une évaluation intégrant toute la stratégie du projet « post money » ?

---

**Julien Herenberg, Expert-comptable, commissaire aux comptes, cabinet Opsione, Audit Expertise et Conseil, membre d'A3E et de la Commission Evaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes.**

Selon le contexte, il est parfois reproché aux évaluateurs indépendants de ne pas véritablement intégrer la stratégie de l'entreprise dans l'évaluation d'actifs ou de titres de participations.

L'exemple type du test de dépréciation d'actifs est particulièrement visé : l'expert n'est pas supposé prendre en compte à la date d'évaluation toute décision stratégique non engagée telle que des restructurations ou des investissements de croissance.

Si l'on sort de ce contexte très restrictif issu de normes comptables, intégrer la stratégie de l'entreprise pour sa valorisation est non seulement nécessaire mais devient surtout indispensable dans un contexte de financements externes et de levée de fonds. L'exemple du financement des start-ups est particulièrement illustratif.

A la naissance d'une start-up, le financement est souvent très faible. Le projet, l'idée, les fondateurs portent la valeur pour autant, le travail et la seule volonté des fondateurs ne sont malheureusement pas suffisants pour extérioriser une valeur.

Interviennent alors les premiers financeurs, les fameux business angels, qui financent pour des montants souvent peu significatifs individuellement par rapport à l'ambition de l'entreprise. Ils permettent cependant de payer les dépenses incontournables pour faire avancer la recherche, les tests, le développement, les conseils etc..., sur les premières années (les levées de fonds initiales correspondent généralement à des prévisions de dépenses de 1 à 3 ans).

Ce n'est fondamentalement pas à ce stade de financement que la question d'une évaluation de l'entreprise étayée par une stratégie S.M.A.R.T.E.R.<sup>2</sup> et un business plan étayé, est la plus utile. Et pour cause, les business angels qui entrent portent bien leur nom. Une quote part de capital est attribuée à ces « anges » par convention entre les parties de telle sorte que la

---

<sup>2</sup> Acronyme en management de projet par Peter Drucker : Spécifique (anglais : *Specific*) : La spécification de l'action doit être clairement établie. On utilise parfois le terme « Simple » ; Mesurable (anglais : *Measurable*) : Il doit être mesurable, les indicateurs chiffrés devant être incontestables et reconnus comme tels par le collaborateur ; Accepté (anglais : *Agreed*) : Il doit être accepté afin d'espérer obtenir un résultat ; Réaliste ou Réalisable (anglais : *Realistic*) : Il doit être réalisable et ne reposer que sur la motivation du collaborateur ou être réajusté si le contexte change ; Temporellement défini (anglais : *Time-bound*) : Il doit être inscrit dans le temps, avec une date de fin et éventuellement des points intermédiaires ; Evaluable (anglais *Evaluate*) ; Réévaluable



majorité absolue reste entre les mains des fondateurs. L'affect est souvent présent et l'investissement relève d'un « coup de pouce » et d'un véritable pari. Le prix d'émission de ces premières levées repose sur une logique de droit d'entrée payé par l'investisseur pour participer au projet, et non pas une logique de valeur, dans un contexte de risque généralement très significatif, les start-ups n'ayant pas accès aux financements classiques. A ce stade, toute prévision relève davantage d'un prévisionnel de dépenses que d'un prévisionnel de cash-flows nets.

En revanche, de ces premiers financements va éclore une valeur dite implicite à la fois incontestable par pure mécanique et pourtant si trompeuse. En effet une question n'a pas été forcément approfondie de la meilleure des façons à ce stade : le taux de rendement des investisseurs.

En effet, si les business angels sont entrés par convention à hauteur de 10% pour un apport de 100, la valeur implicite ressort par règle de trois à 1 000. Mais dire à ce stade que la société vaut au moins 1 000 est un très grand raccourci.

Rappelons-nous un point essentiel de finance : plus le risque est élevé plus la rémunération minimum exigée par les apporteurs de capitaux est grande. Ceci rejoint la question du taux de rendement interne de l'investissement qui deviendra centrale lorsqu'un second type de financement bien plus significatif auprès d'industriels ou de fonds d'investissements se négociera. Plus le taux de rendement interne est supérieur au taux d'actualisation (rendement minimum exigé), plus l'investissement est rentable. Cependant, ce taux d'actualisation est d'autant plus élevé et difficile à rationaliser que le projet n'est pas mature.

Les seconds investisseurs seront sollicités pour des montants bien plus significatifs par exemple 1 000 pour poursuivre notre exemple précédent. Ils s'interrogeront, tout comme les fondateurs, sur le pourcentage de capital à leur attribuer.

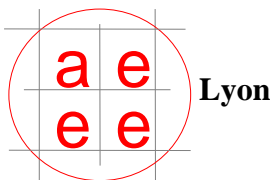
Sur la seule base de l'entrée des business angels, le second investisseur prêt à injecter 1 000 devrait obtenir la majorité absolue si l'investissement se réalisait totalement en capital (1 000 de financement pour 1 000 de valeur implicite au premier tour).

Dans bien des cas, le fonds d'investissement qui investira 1 000 n'empêchera pas pour autant les fondateurs de rester majoritaires. Dans de nombreux cas les fonds d'investissements investissent de façon minoritaire.

Pour laisser le fondateur majoritaire, deux leviers sont alors à étudier : la répartition dette/fonds propres d'une part, et la stratégie de développement d'autre part.

La répartition dettes/fonds propres relevant d'une mécanique objective n'est pas notre sujet, celui de la stratégie est en revanche plus intéressant d'autant qu'il est très subjectif.





En reprenant l'illustration précédente et sans se soucier des coulisses des négociations entre les fondateurs et le fonds d'investissement, prenons comme donnée la répartition suivante : fonds d'investissements 40%, business angel 10% et 50% pour le fondateur. 600 sont investis en capital et 400 en dettes actionnaires. La nouvelle valeur implicite est donc de 1 500 (600/40%) contre 1 000 lors du premier tour.

Entre temps, le fonds d'investissement s'est posé la question du taux de rendement interne susceptible d'être réalisé et pour cela il aura intégré toute sa perception de la stratégie et la capacité à la mettre en œuvre. Néanmoins, son prix d'entrée n'est certainement pas la valeur qu'il attribue à la stratégie de l'entreprise. S'il s'en contentait, comment pourrait-il envisager un taux de rendement interne supérieur à l'exigence minimum de rémunération de l'investissement (i.e. le taux d'actualisation) condition de base pour décider d'investir ?

La stratégie de développement et la capacité à la mener sont fondamentales dans la décision d'investissement. Le seul moyen d'espérer revendre sa participation plus chère que son investissement initial est avant tout de s'assurer que la stratégie de développement initiale pourra bien être mise en œuvre grâce au financement injecté i.e. post money, c'est-à-dire s'interroger sur l'utilisation des fonds investis, la croissance et la rentabilité de l'entreprise qui en découlera, étant entendu que la rentabilité atteinte devrait être telle que la valeur dite post money sera bien supérieure à la valeur dite pré-money (avant financement par le fonds d'investissement).

Grâce aux nouveaux fonds levés, cette entreprise peut mettre en œuvre des capacités de croissance endogènes, organiser les développements commerciaux et marketing, l'innovation, rationaliser les coûts, organiser de la croissance externe, apporter à la société la structuration nécessaire à son développement... en bref développer toute une stratégie dont la connaissance est essentielle et créera de la valeur.

L'investisseur qui restera minoritaire au départ, aura pour objectif de s'assurer que l'entreprise fait croître à la fois son volume d'activité et son niveau de rentabilité grâce aux fonds injectés.

En conclusion et pour reprendre le titre de cet article, comment pourrait-on sérieusement envisager de soumettre une demande de financement significative à un investisseur qualifié sans envisager une évaluation scénarisant la sortie du financeur après intégration d'une analyse approfondie de la stratégie de l'entreprise dans tous ses aspects ?

**Julien Herenberg**

## **« Peut-on éclairer la stratégie par le parcours de création de valeur pour l'ensemble des parties-prenantes ? ».**

---

**Philippe BAU, Associé TEOREM.**

La stratégie est-elle dédiée à la création de valeur pour l'actionnaire ? Autrement dit, dans la question centrale de l'économie qui se préoccupe de la manière dont se crée la valeur (et quel type de valeur) et la manière dont elle se répartit entre les acteurs, les entreprises auraient-elles comme seul rôle de maximiser le rendement des investissements financiers<sup>3</sup> ?

Une des premières approches historiques de la création de valeur concernait en effet presque uniquement l'actionnaire (à part le concept d'EVA (Economic Value Added) qui concerne également le créancier). Il semble aujourd'hui que les auteurs et les praticiens se préoccupent de plus en plus de création de valeur pour l'ensemble des parties-prenantes.

En effet, la vraie question économique n'est pas seulement la manière dont l'entreprise crée de la valeur mais aussi comment elle la répartit (les deux étant intimement liées) ou plus exactement comment elle fait face aux contraintes (négociation, réglementation, fiscalité, environnement, politiques publiques) pour répartir cette valeur créée.

La création de la valeur et sa répartition sont des négociations et des arbitrages incessants de la part de la gouvernance. La masse de valeur créée ne correspond pas à l'EVA ni même à la MVA (Market Value Added). Les comptes de surplus de productivité globale des facteurs<sup>4</sup> ont apporté il y a quelques décennies des éléments de réponse à cette question et semblent retrouver un certain intérêt<sup>5</sup>.

Les comptes de surplus identifient le surplus économique créé par l'entreprise grâce à ses efforts de productivité (ou d'allocation de ressources) et la manière dont ce surplus a été distribué entre les parties prenantes compte tenu de leur pouvoir sur l'entreprise.

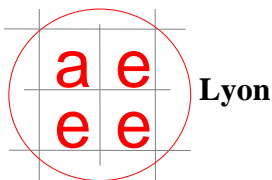
C'est alors qu'on parle de création de valeur pour le client, de création de valeur pour les fournisseurs, pour les salariés, pour le territoire...

---

<sup>3</sup> Il n'y en a guère, la plupart des articles dédiés à la création de valeur ne parlaient implicitement que des modèles financiers (MEDAF et autres) ; cependant le modèle des Forces de Porter permet de comprendre et décrire ce phénomène, bien que Michaël Porter ne l'ai pas abordé sous l'angle de la création de valeur

<sup>4</sup> Philippe Bau « Les comptes de surplus et de répartition », mémoire d'expertise-comptable, 1983

<sup>5</sup> Yvon Pesqueux (2010) « La méthode des surplus de productivité et l'approche des performances », in HAL ; <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00509667/document>



La société TOTAL<sup>6</sup> chiffre ainsi son apport économique auprès de l'ensemble des parties-prenantes :

- 7,1 milliards d'euros consacrés aux **salaires** (charges sociales comprises) ;
- 5,4 milliards d'euros reversés sous forme de **dividendes aux actionnaires** (2,38 € par action) ;
- 31,3 milliards d'euros d'achats réalisés auprès des **fournisseurs** ;
- 17 milliards d'euros d'**impôts et de taxes** à la production payés aux Etats et aux collectivités ;
- 357 millions d'euros en faveur de la **société civile**.

Autrement dit, les ventes que la société a réalisées grâce à ses clients ont permis de redistribuer, par ordre d'importance, à ses 150 000 fournisseurs (dont 48 600 en France), aux organismes de prélèvements sociaux et fiscaux, aux 98 799 salariés puis aux actionnaires et enfin à la société civile.

En revanche, l'impact environnemental des activités de TOTAL n'est pas mesuré ; tout au moins, aucune communication n'est faite sur ce sujet.

La communication de TOTAL est clairement adressée à ses investisseurs pour leur permettre de mesurer leur impact indirect lorsqu'ils investissent dans le capital de la société et pas seulement sur le seul rendement financier de leur investissement.

Cela signifie qu'à partir d'une création de valeur qui s'intéressait à l'origine uniquement à l'actionnaire, il semble que l'ensemble des parties-prenantes souhaite aujourd'hui connaître les impacts sociaux et sociétaux des activités économiques dont les entreprises sont le bras de levier.

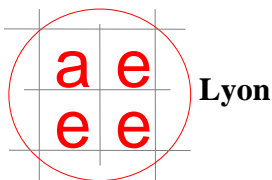
Cela signifie-t-il que la stratégie financière embrasse dorénavant l'ensemble des problématiques de la création de valeur et pas seulement pour l'actionnaire ? Michel Albouy se demande<sup>7</sup> « Comment créer de la valeur pour les actionnaires sans employés motivés et performants ? Comment créer de la valeur sans fournisseurs de qualité ? Enfin, comment créer de la valeur sans clients satisfaits ? Tous sont indispensables et leurs intérêts doivent être pris en compte par les représentants des actionnaires dans leur propre intérêt bien compris. »

Cela signifie-t-il que l'évaluation financière ne puisse plus désormais ignorer l'ensemble des forces vives qui participent à la création de valeur ?

Autrement dit cela ne veut-il pas dire que toute analyse d'un comportement financier d'une entreprise ne soit qu'un prétexte pour embrasser et comprendre l'ensemble de la stratégie de l'entreprise.

<sup>6</sup> Voir ainsi <http://analystes-csr.total.com/processus-de-reporting/parties-prenantes/creation-de-valeur?%FFbw=kludge1%FF>

<sup>7</sup> Michel Albouy (2 Février 2015), « J'aime l'entreprise mais je n'aime pas les actionnaires », in Contrepoints, <http://www.contrepoints.org/2015/02/02/196505-jaime-lentreprise-mais-pas-ses-actionnaires>



C'est ce que nous pensons en effet. C'est pourquoi nous avons il y a quelque temps parlé du « parcours de création de valeur »<sup>8</sup> en tant qu'il permet de comprendre par quel chemin et par quels actifs l'entreprise progresse depuis le début de son activité sur le chemin difficile de la création de valeur globale.

Récemment le Reporting intégré<sup>9</sup> parle du processus de création de valeur et postule que « le concept de Gestion Intégrée consiste, pour une organisation, à avoir une vision holistique des relations et interdépendances entre ses diverses unités d'exploitation et fonctions, mais aussi des capitaux qu'elle utilise ».

Il nous semble que le Cadre de référence proposé par l'IIRC (page 16) sur la mesure des interactions entre les diverses unités n'ait pas encore fait l'objet d'un aboutissement suffisant, même si la typologie proposée n'est qu'indicative.

D'autres auteurs (L'Observatoire de l'immatériel) partent de la notion de capitaux (capital humain, capital innovation...) pour mesurer une valeur financière.

On débattera de la pertinence de la notion de capitaux, ou de ressources, ou d'actifs pour décrire le parcours de création de valeur.

Le parcours de création de valeur nous semble indispensable pour comprendre sur quels actifs se base la valeur de l'entreprise, et surtout, quelle est la promesse de création de valeur du fait de la maturité de ces actifs et de la capacité du management à valoriser ces actifs.

Il faudrait s'attacher à décrire un modèle permettant de mesurer le rôle de chacun des actifs et leurs interactions, dans le processus de création de valeur pour les parties-prenantes.

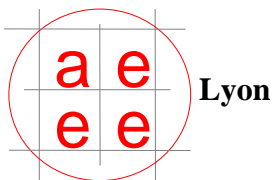
Ce sera certainement une avancée pour comprendre ces phénomènes et, partant, donner une valeur financière soutenable à un actif financier ou extra-financier.

**Philippe BAU**

---

<sup>8</sup> Philippe Bau ; « le parcours de création de valeur dans les entreprises innovantes », in Le Cercle les Echos, janvier 2013 (<http://lecercle.lesechos.fr/entrepreneur/tendances-innovation/221163066/processus-creation-valeur-entreprise-innovante>)

<sup>9</sup> Cadre de référence international portant sur le reporting intégré, IIRC, Décembre 2013 ([www.theiirc.org](http://www.theiirc.org))



## L'évaluation des entreprises ne se limite pas à des formules mathématiques

---

**Christophe VELUT, Président A3E, Directeur général ORFIS BAKER TILLY.**

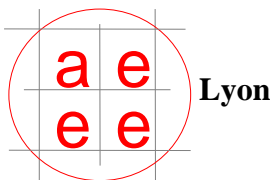
A l'occasion de Financium, Baker Tilly France organisait une conférence conjointe avec la DFCG sur l'évolution des pratiques en matière d'évaluation d'entreprises. Christophe Velut, Président A3E, associé Baker Tilly France, Eric Lovisol, président du comité scientifique de la DFCG et Directeur Financier du Groupe Printemps, et Laurence Branthomme, directeur finance et gestion de patrimoine de JC Decaux France sont intervenus au cours de cet atelier, animés par Pascal Ferron, vice-président de Baker Tilly France. Tous ont insisté fortement sur l'importance grandissante de nouveaux critères d'évaluation, au-delà de l'application de formules. Le présent article reprend certains des thèmes abordés.

- **Une généralisation du recours à des valorisations par les entreprises,..., perturbée par des contextes d'évaluation et des principes sous-jacents très différents:**

L'évaluation est pratiquée par les entreprises dans de nombreux domaines : arrêté des comptes, élaboration de business plan, mesure de rentabilité, valorisation d'actifs ou de dettes, management packages, M&A, offres publiques ou privées en vue du rachat de titres auprès d'actionnaires, résolution de litiges à caractère financier, etc.

Les évaluations sont réalisées par rapport à des contextes qui peuvent reposer sur des principes très différents :

- **Evaluations effectuées selon les normes internationales** (tests de dépréciation, affectation du prix d'acquisition,...), qui reposent sur des principes très directifs définis dans un contexte d'arrêté des comptes. Certains principes sont contraires à ceux retenus par la pratique des évaluateurs. Exemples :
  - évaluation possible selon une approche monocritère : en pratique, les tests de dépréciation sont réalisés en mettant en œuvre la méthode des DCF en tant que valeur de continuité dans 95% des cas (dont 78% en tant que seule méthode utilisée),
  - non prise en compte des investissements de croissance et des restructurations non engagées,
  - les tests de dépréciation sont réalisés généralement sans formalisation d'un diagnostic détaillé, ce qui rend plus complexe l'analyse externe,
  - absence de mise en œuvre d'une approche multicritères.
- **Evaluations effectuées dans un contexte fiscal.** Dans un contexte de guide d'évaluation établi par l'administration fiscale en 2006 (avant la crise), qui prédéfinit de manière très directive les méthodes d'évaluation, les formules, et la combinaison des méthodes, selon les contextes,



- **Evaluations effectuées dans le contexte de transactions d'achats et de ventes**, au cours desquelles l'intermédiaire ne réalise généralement pas une évaluation complète, mais une approche de la valeur devant servir de base aux négociations.
- **Evaluations réalisées dans le cadre d'opérations de fusions et assimilées**, conformément à la méthodologie définie par les textes en vigueur (caractère équitable de la rémunération, absence de surévaluation des valeurs d'apports,...).

➤ **Des évolutions contre-intuitives liées à la crise économique :**

Depuis la crise économique, de nombreuses études ont mis en évidence des constats contre-intuitifs (cf. notamment enquête A3E sur prix et valeur, étude A3E sur les modalités de mise en œuvre des tests de dépréciation des sociétés du SBF 120, indice Argos publié par Epsilon Finance,...):

- Diminution des taux sans risques, et diminution des wacc sur les sociétés cotées,..., alors que le risque est plus élevé,
- Stabilité des taux de croissance à l'infini depuis le début de la crise de 2007, alors que l'horizon est plus incertain,
- Réduction des écarts entre prix et valeurs (dernière enquête prix-valeur : pas d'écarts significatifs dans 70% des cas, contre 30% il y a 10 ans),
- Augmentation des multiples de transactions et des comparables boursiers depuis un peu plus d'un an : les multiples moyens sur la zone euro des transactions portant sur des moyennes entreprises s'élèvent à 8,1x l'EBITDA fin 2014, contre 6,3X début 2012 (source : indice Argos MidMarket 2004-2014).

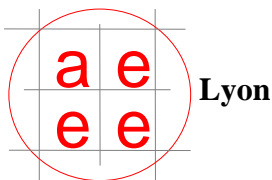
➤ **La nécessité d'avoir recours à des formules en évaluation...**

Le recours aux formules est indispensable selon Christophe VELUT, n'en déplaise aux détracteurs, et ceci pour de très nombreuses raisons, parmi lesquelles :

- nous avons besoin de consensus en matière d'évaluation,
- la valeur doit dans le temps être liée à la création de valeur générée,
- l'évaluation doit conduire à une valeur, qui nécessite la réalisation de calculs arithmétiques, en application de formules.

Il est intéressant de noter une évolution très sensible des méthodes de valorisation. Ainsi :

- les méthodes patrimoniales (méthodes additives) ont progressivement laissé la place depuis une quinzaine d'années aux méthodes globales de valorisation (méthode des DCF, méthode des multiples,...) : la dernière enquête prix-valeur réalisée par A3E met en évidence que les méthodes patrimoniales sont utilisées dans moins de 15% des évaluations, contre plus de 55% il y a 10 ans, alors que les méthodes des multiples sont majoritairement utilisées dans le cadre de transactions,
- les méthodes les plus utilisées en évaluation sont des méthodes faisant référence à un contexte de prix (transactions comparables, comparables boursiers,...) plus que de valeur intrinsèque,



- la méthode la plus utilisée dans le contexte comptable, et notamment des IFRS, est de loin la méthode des DCF. Cf. supra,
- les méthodes dites complexes, qui ont pu être développées dans le passé, notamment pour certaines à l'époque de la « bulle Internet » (ex : méthode de Bates, méthodes optionnelles,...) restent marginales.

➤ **L'utilisation des formules est nécessaire, mais pas suffisante :**

Les différentes études réalisées ont mis en évidence un risque d'erreur élevé, lorsque la formule est appliquée par quelqu'un qui n'a pas une expérience suffisante en évaluation (risque d'erreur dans la formule, copié-collé, mauvaise utilisation des bases de données – échantillon non pertinent,...).

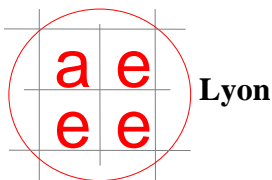
Ainsi, il n'existe pas une « dictature » de formules comme cela a été déjà mentionné. Ce sont généralement plus les conditions de mise en œuvre des formules qui sont critiquables : il n'y a pas de mauvaises formules, mais plutôt de mauvaises évaluations. L'évaluateur doit respecter des pratiques (bonnes pratiques) qui limitent les risques d'erreur : diagnostic adapté, approche multicritère, cohérence des paramètres utilisés dans leur ensemble, prise de recul sur la valeur déterminée,... Sans vouloir tomber dans le dilemme bons ou mauvais évaluateurs, il est un fait que dans le contexte compliqué depuis 2007 dans lequel nous nous trouvons, l'expérience est une qualité indispensable pour un évaluateur.

Au-delà de ces erreurs, liées à une mauvaise utilisation des formules, pourtant fréquentes, l'utilisation de méthodes globales de valorisation (multiples, DCF,...), au détriment des méthodes dites additives amène de plus en plus les experts et les sociétés à se poser la question suivante :

**« Les critères qui caractérisent la valeur intrinsèque des actifs des entreprises, et notamment celle des actifs immatériels (management, capacité d'innovation, qualité du système d'information, combinaison des risques, RSE, éthique, résilience, etc ...) sont-ils dans ce contexte suffisamment appréhendables, appréhendés et appréciés ? »**

Il semble en effet difficile d'évaluer ce qui ne rentre pas dans les formules mathématiques et qui fait, pourtant, une part importante de la valeur d'une entreprise : ses actifs immatériels.

Une entreprise peut-elle valoir plus ou moins que la création de valeur financière qu'elle génère actuellement, ou qu'elle est capable de générer, en situation « stand alone », même si elle n'est pas une start-up ?



➤ **La démarche de prise en compte dans l'évaluation des critères non financiers nécessite de mettre en œuvre 3 étapes :**

• **réaliser un diagnostic pertinent et approfondi, non limité à l'analyse financière:**

Comme indiqué ci-dessus, de nombreuses évaluations sont réalisées dans des contextes (IFRS, évaluation fiscale, évaluation « sur un coin de table », évaluation au rabais,...), qui en pratique ne conduisent pas à mettre en œuvre un diagnostic approfondi et formalisé. Le risque de ne pas appréhender correctement la juste valeur de la société est dans ce cas important,..., mais ce ne sont pas les formules qui sont en cause.

Il est important de rappeler que dans une évaluation réalisée selon les bonnes pratiques des évaluateurs, le diagnostic représente plus de 60% du temps passé.

Le diagnostic reste l'étape incontournable de toute évaluation. Il ne se limite pas à la simple analyse financière de la société, il doit nécessairement intégrer une dimension stratégique.

• **définir les critères non financiers pertinents à intégrer dans la démarche d'évaluation :**

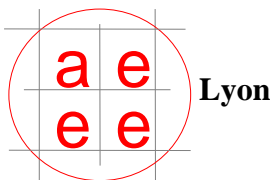
Eric Lovisolo, et Laurence Branthomme ont confirmé la nécessité d'intégrer dans toute démarche d'évaluation des critères non financiers, permettant d'identifier les facteurs inducteurs de création de valeur.

Les critères non financiers peuvent être :

- **des critères classiques** : dirigeants, parts de marchés, impact de la marque, risques, probabilité de renouvellement de contrats, etc...
- **des critères de plus en plus importants comme** : la RSE, les risques sociaux professionnels, le contrôle interne, les RH, le management, les réseaux sociaux, le CRM, les contraintes fiscales,
- **d'autres critères** comme la capacité d'évolution /de réactivité, la capacité de générer de la confiance par rapport aux tiers, la capacité de construire une stratégie, bâtir des scénarii, d'avoir une vision intégrant à la fois le court et le long terme, de faire adhérer les hommes clés / les tiers, la culture d'entreprise, l'implication du management et de l'actionnariat, la capacité de l'acquéreur à perdre de l'argent,...

La notion de pondération est importante dans la prise en compte des critères non financiers. Par ailleurs, les critères pris en compte seront généralement différents selon le contexte de l'évaluation (évaluation interne, évaluation par un acquéreur industriel,...). Il serait donc erroné de vouloir construire un modèle universel applicable à toutes les entreprises et tous les secteurs d'activité. Cette analyse qualitative est mise en œuvre au cas par cas.





La prise en compte de critères non financiers n'a de sens que dans la mesure où il est possible de faire / démontrer son lien avec la performance / création de valeur (exemples d'opérations réalisées, pratiques sectorielles,...).

- **intégrer ces critères non financiers dans les formules :**

La difficulté est à ce jour plus de définir les modalités d'intégration de ces critères non financiers dans les formules, plutôt que le choix des critères eux-mêmes.

Le risque est en effet élevé, sans la définition de « garde-fous », que la valorisation spécifique des actifs immatériels et / ou l'intégration des critères non financiers dans les formules ne conduise à une surévaluation de la valeur de l'entreprise.

Nous avons tous en tête l'exemple significatif de la bulle internet : valorisation en fonction de critères non financiers (nombre d'internautes,...), qui a conduit à valoriser l'entreprise sur la base de multiples de CA, en faisant abstraction complète de la rentabilité de la société.

Il n'existe pas à ce jour de « bonnes pratiques » généralisées, mais plutôt des pratiques, différentes selon le point de vue selon lequel on se place.

*Du point de vue des entreprises*, l'analyse des critères non financiers peut se traduire par l'acceptation d'un prix plus élevé, dans le contexte où l'acquéreur peut valoriser ou réaliser une approche de valorisation de ces critères (synergies, contribution de l'équipe dirigeante au groupe,...), au regard de business model qu'il connaît.

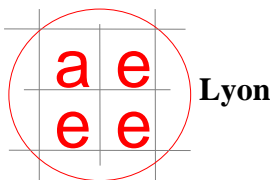
*Du point de vue des investisseurs et des intermédiaires*, l'existence d'éléments tels que la qualité de l'équipe dirigeante, de la clientèle, un savoir-faire particulier, et des perspectives de développement sont des critères de sélection de dossier. Il n'existe généralement pas de traduction spécifique dans les méthodes de valorisation qui restent classiques, au-delà de l'acceptation d'un prix d'acquisition plus élevé.

*Du point de vue des évaluateurs*, la prise en compte de ces critères non financiers est réalisée de manière généralement :

- **directe**, dans le cas des actifs immatériels spécifiques pour lesquels une méthodologie spécifique de valorisation existe (valorisation des marques, des brevets, des droits au bail,...),
- **indirecte** pour les autres actifs immatériels dits généraux (via les paramètres actuariels (ex : fourchette haute des multiples, taux d'actualisation,... ; et/ou via les prévisions).

L'approche de l'évaluateur sera nécessairement différente de celle d'un intermédiaire, d'un investisseur, et d'un acquéreur industriel. Il ne peut notamment pas intégrer des synergies susceptibles d'être prises en compte par un acquéreur potentiel.

Certains modèles sont en cours d'élaboration, développés par des cabinets, et /ou des organisations comme l'Observatoire de l'Immatériel.



Il existe un risque non négligeable à vouloir faire rentrer l'évaluation de tous les immatériels sans exceptions dans une démarche systématique de type questionnaire (réponse à des questions très détaillées, généralement qualitatives, sur une liste d'actifs immatériels pré-identifiés), et ensuite de vouloir les intégrer dans des formules :

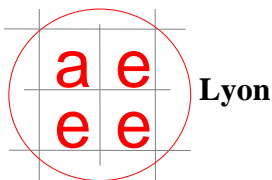
- **d'une part**, le risque est élevé de rendre l'évaluateur prisonnier de questionnaires et de formules, ce qui est paradoxal au regard de la question posée initialement,
- **d'autre part**, il faut garder l'objectif essentiel en tête :
  - o il ne faut valoriser distinctement un actif immatériel « général » que lorsque les méthodes de valorisation mises en œuvre ne permettent pas d'intégrer cette valeur. Il est important de noter que dans de nombreux cas, les marques ou les brevets, notamment dans le cas de PME industrielles classiques, n'ont pas de valeurs spécifiques propres.
  - o Il ne faut prendre en compte spécifiquement dans les « formules » un ou plusieurs indicateurs financiers non pas pour se faire plaisir et indiquer que l'on a évalué les actifs immatériels, parce que c'est dans l'air du temps, mais parce que l'on a pu démontrer le lien entre cet indicateur et la performance (facteur créateur de valeur). Ce lien est en général plus facile à établir pour un acquéreur industriel que pour un évaluateur indépendant.

**Ainsi, A3E a décidé que ce thème serait le fil conducteur de sa réflexion pour 2015. Sans préjuger des conclusions du groupe de travail, l'association souhaite attirer l'attention sur l'importance d'intégrer la stratégie dans l'approche de valorisation.**

Plus que de lister les actifs immatériels, il nous paraît important de souligner le fait que la performance d'une entreprise dépend de plusieurs facteurs, et notamment la direction et la stratégie mise en œuvre.

Ainsi, il nous paraît important que les différentes étapes d'une évaluation soient appréhendées en faisant un lien permanent avec la stratégie de l'entreprise, au-delà de l'analyse financière : la prise en compte de la stratégie dans l'évaluation se fait de manière évidente à de nombreux niveaux. Citons plusieurs exemples :

- o le business plan est l'**expression d'une stratégie**, encore faut-il qu'il y ait une stratégie. Pour nous, et sauf cas très particuliers, le fait de ne pas établir de business plan du fait d'une visibilité insuffisante est un mauvais prétexte, qui est un facteur négatif (absence de perspectives, d'outils de pilotage, réactivité réduite,...),
- o **la valeur de l'entreprise dépend de la stratégie** future, dans laquelle elle est engagée (défensive, offensive,...). On achète un futur, pas un passé ; pour autant, on ne peut faire abstraction complète du passé, et notamment de la capacité de la société à définir et mener à bien une stratégie,



- **la stratégie doit être analysée par l'évaluateur sous 3 angles**: est-elle pertinente, est-elle acceptée, est-elle atteignable ?
- l'évaluateur doit comprendre **le modèle économique** dans toute évaluation : quels sont les facteurs créateurs de valeur, mais aussi quels sont les facteurs destructeurs de valeur. Comment l'entreprise partage cette création de valeur (actionnaires, salariés,...) ?
- il faut qu'il y ait **une cohérence entre la stratégie, le modèle économique et les performances financières**, telles qu'elles ressortent des comptes,
- il faut qu'il y ait **une cohérence** entre le business plan et les paramètres actuariels,
- la question de la valeur terminale doit être posée, au-delà de la formule de calcul sous un angle économique : quelle est la capacité de la société de maintenir à l'infini un niveau de rentabilité normatif sur une durée très longue, compte tenu de ses ressources actuelles. La question : doit-on prendre en compte ou non une valeur terminale est un faux problème, au-delà de certaines situations particulières (concessions, brevets,...). Il est important de noter que la méthode des multiples sous-entend la capacité de générer un résultat à l'infini : de manière simpliste, un multiple de 10 correspond à la capitalisation à l'infini d'un flux à un taux de 10%.

Cette réflexion fait appel à une notion qui est très éloignée des formules : l'expérience et la pratique de l'évaluateur, comme déjà évoqué ci-dessus...

**Christophe VELUT**