

Lettre trimestrielle n°20 – 3ème trimestre 2017

Sommaire :

- Edito du Président  
*Page 1*
- La valeur des  
Moyennes Entreprises  
en France  
*Page 2*
- Actualités sur les  
réflexions entre le  
diagnostic stratégique et  
l'évaluation  
*Page 7*
- Prime d'acquisition :  
existe-t-il une logique ou  
des logiques ?  
*Page 14*
- Quelles évolutions  
attendues des modalités  
de réalisation des tests  
de dépréciations en  
normes IFRS ?  
*Page 23*

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.*

Apple vient de dépasser le seuil mythique de capitalisation boursière de 900 Mds \$, les GAFA (Google, Amazon, Facebook, Apple) ont dépassé une capitalisation boursière cumulé de 2 683 Mds \$, soit 0,14 fois le PIB des Etats-Unis, et 1,08 fois celui de la France.

La 4ème révolution industrielle arrive de manière imminente à l'échelle mondiale, et va nous « submerger » de l'avis des économistes.

Les marchés survalorisent différents éléments dans ce contexte : l'innovation permanente, la rupture technologique, la position de leader (en termes de taille et surtout de timing), mais également et de manière récente, les datas. Les mathématiques ont pris dans ce nouvel environnement une place essentielle dans le développement de l'intelligence artificielle : au même titre que dans le domaine de la santé (recherche de LA molécule), l'enjeu est de déterminer L'algorithme qui permettra de « générer l'intelligence artificielle recherchée ».

Il est important de noter que l'innovation n'est plus l'apanage des start-ups : l'ensemble des secteurs traditionnels, du service à l'industrie, en passant par la distribution, sont confrontés à des choix stratégiques en matière d'innovation (digitalisation, numérisation, ...), à des stades plus ou moins avancés, qui vont générer des ruptures fortes.

Dans ce contexte, les choix stratégiques vont devenir encore plus déterminants et structurants, afin de permettre aux entreprises de « rester dans la course ».

Ce sont ces enjeux stratégiques, plus que les performances financières des entreprises, qui sont reflétés dans ces valorisations, dans un contexte où les espérances de gains du marché sont de plus en plus importantes. Il ne faut pas oublier cependant que plus les espérances de gains sont élevées, plus les risques de pertes sont importants, et que comme dans toute révolution industrielle, il n'y aura pas que des gagnants...

*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 DES MOYENNES ENTREPRISES EN FRANCE

---

*Olivier ARTHAUD, Vice-Président de la Commission Evaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes*

Les résultats de l'observatoire sur la valeur des Moyennes Entreprises ont été publiés par la Commission Evaluation de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Ils portent sur le 1er semestre 2017. Cet observatoire traite de l'évolution des multiples des Moyennes Entreprises en France et zone Euro, de l'évolution de l'activité M&A / LBO, ainsi que de l'évolution des marchés financiers.

L'évolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises (entre 15 M€ et 50 M€ de valeur de fonds propres) est mesurée par le ratio VE / EBITDA historique médian. L'observatoire porte sur l'analyse d'une soixantaine de deals sur le semestre.

Il convient de rappeler que tous les deals retenus dans l'échantillon sont des deals majoritaires.

Nous sommes généralement sur des grosses PME ou ETI avec de belles valorisations et donc difficilement comparables avec des petites PME. Il vous faut donc faire attention à ne pas retenir ces multiples pour évaluer une petite PME.

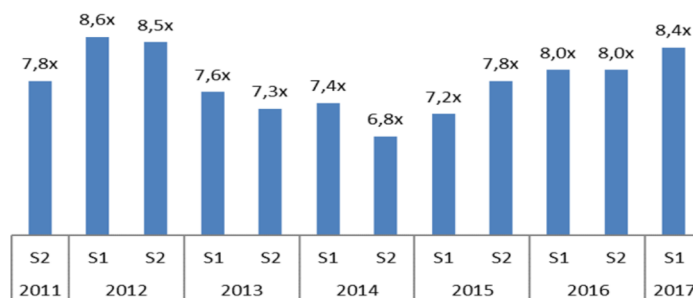
Par ailleurs, si on compare avec des multiples de sociétés cotées, les capitalisations boursières évaluent des minorités. Or ici, on évalue des deals majoritaires qui incluent donc nécessairement des primes de contrôle. Les deux choses ne sont donc pas directement comparables. Les multiples de l'observatoire peuvent donc paraître élevés par rapport à des sociétés cotées. Attention : en sens inverse, il faut tenir compte d'une décote de liquidité pour passer d'un multiple coté à un multiple non coté.

## 1 Evolution des multiples des Moyennes Entreprises en France

---

### 1.1 Evolution du prix d'achat des Moyennes Entreprises françaises

**Grphe 1 - Evolution du prix d'achat des M.E. françaises**  
Médiane, VE/EBITDA historique, 12m glissants



Source: Epsilon Research / EMAT

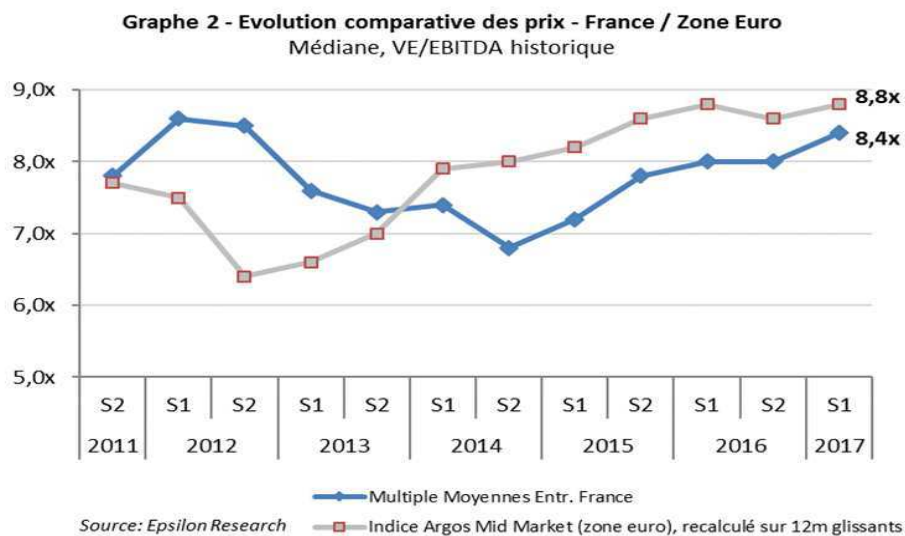
Les prix des Moyennes Entreprises françaises sont en hausse de 5 % au 1er semestre 2017 à 8,4x EBITDA. C'est une hausse quasi constante depuis le 2ème semestre 2014.

On peut noter que l'échantillon d'une soixantaine de deals est composé d'acheteurs financiers dans environ 1 cas sur 2. Cette forte proportion (normalement de 30 %) s'explique notamment par le fait que l'information financière des deals est plus facile à obtenir sur des LBO. C'est également le cas lorsque l'acquéreur est côté.

Les fonds ne devraient en théorie pas payer plus cher que des industriels car ils ne peuvent pas anticiper de synergies. Pour autant, ils possèdent tellement de liquidité et les belles cibles restent rares, ce qui entraîne une concurrence importante entre fonds et industriels et a pour effet une hausse des multiples.

L'échantillon est composé d'entreprises de tous secteurs d'activité : santé Pharma, Soft, industrie à l'exception du secteur internet et des multiples très élevés qui ont été exclus.

## 1.2 Evolution comparative des prix – France / Zone Euro



Une progression plus rapide que celle des prix de la zone euro (+2,3 %). L'écart, de 0,4x d'EBITDA, continue de se réduire.

Ce graphique met en évidence 3 phases :

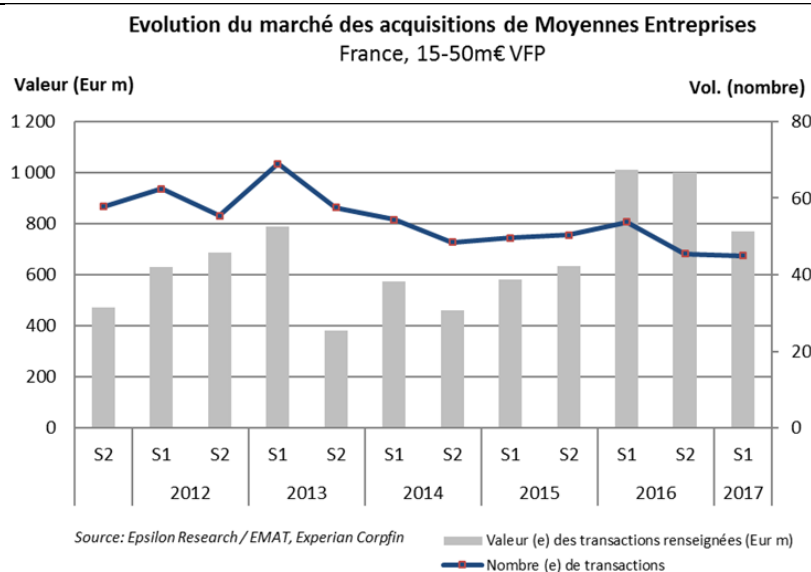
- la crise de l'euro de 2011 à 2012 et un indice Argos Mid Market en forte chute alors que les valeurs françaises résistent bien,
- La crise de confiance en France, du 2ème semestre 2012 et fin 2014 avec une forte baisse des valeurs françaises, alors que dans le même temps l'indice Argos zone euro se redresse,

- Une normalisation des tendances entre la zone Euro et la France depuis le 1er semestre 2015 avec néanmoins un écart, mais qui se réduit. Les entreprises européennes se valorisent mieux que les entreprises françaises. Attention pourtant, cette différence n'est pas tant liée à un problème de nationalité mais plutôt à une décote de taille car nous ne sommes pas sur les mêmes niveaux de valorisation (on monte à 150 M€ sur l'indice Argos Mid Market contre seulement 50 M€ pour l'observatoire).

La valorisation des Moyennes Entreprises françaises bénéficie d'un contexte particulièrement favorable, lié à :

- l'amélioration des perspectives de croissance,
- la poursuite de la politique monétaire ultra accommodante de la BCE,
- la hausse continue des marchés actions,
- l'engagement du programme réformiste du nouveau Président.

## 2 Evolution de l'activité M&A / LBO



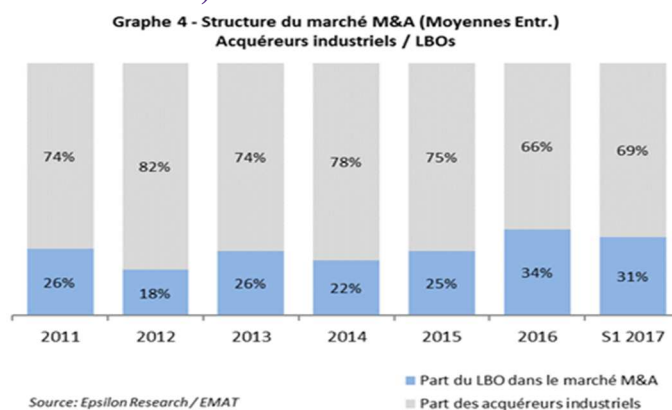
L'activité M&A des Moyennes Entreprises françaises est stable en volume au 1er semestre 2017, en baisse de 23 % en valeur (bien que le niveau reste élevé).

Cette situation contraste avec la croissance du marché M&A français global ce semestre, en hausse de 17 % en valeur, portée par la confiance retrouvée des investisseurs après une période d'incertitude politique. On peut penser qu'il y a un effet retard car plus les deals sont importants plus ils sont perméables au marché.

On peut également noter que sur le marché M&A des PME et TPE, il est probable que les mesures du PLF 2018 aient un effet accélérateur des cessions, compte tenu du fait que le régime de faveur applicable en cas de départ en retraite du dirigeant, avec l'abattement fixe et proportionnel renforcé, ne sera optionnel (vs Flat Tax) que jusqu'en 2022.

### 3 Structure du marché et typologie des acquéreurs

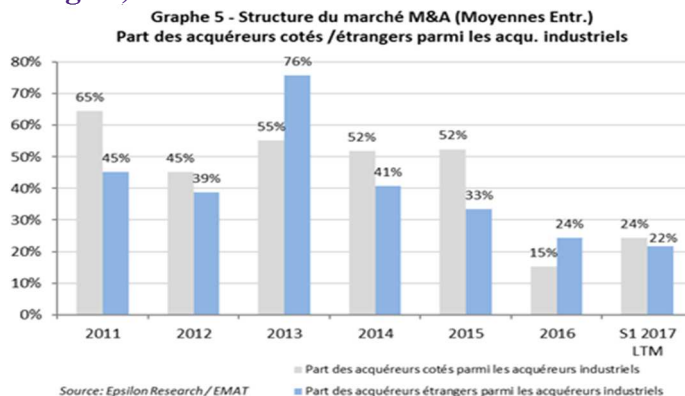
#### 3.1 Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (industriels vs financiers)



L'activité du capital-transmission des Moyennes Entreprises françaises a représenté 31 % de l'activité M&A ce semestre, un niveau très élevé bien qu'en léger repli par rapport à 2016. Elle est restée stable en volume comme en valeur par rapport au 2ème semestre 2016, toujours portée par le niveau record des levées de fonds et des capitaux restant à investir.

Ceci s'explique peut-être par l'effet des LBO secondaires, tertiaires qui sont la résultante de cession des entreprises de fonds en fonds.

#### 3.2 Evolution de la répartition des acquéreurs de Moyennes Entreprises françaises par type (côtés vs étrangers)



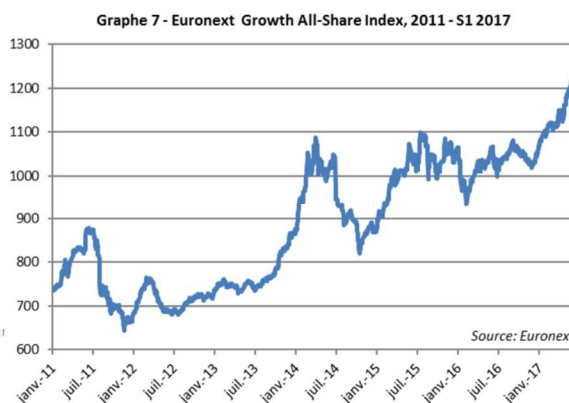
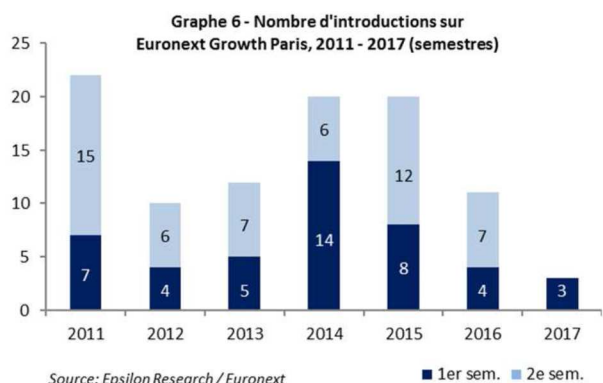
L'activité M&A des acquéreurs industriels est restée stable en volume mais a baissé d'un tiers en valeur. Comme en 2016, les acquéreurs français non cotés (qui représentent sur les 12 derniers mois plus de 75 % des opérations) ont été beaucoup plus dynamiques que les acquéreurs étrangers et que les grandes entreprises cotées.

- Les industriels cotés représentent parmi les industriels 24 %,
- Les étrangers parmi les industriels représentent 22 %,
- Enfin, 75% des acquéreurs français sont non cotés.

Cela signifie probablement que les groupes cotés français font de la croissance externe à l'étranger plus qu'en France. Il n'y a donc pas que l'effet Alstom, mais bien souvent l'inverse.

On peut enfin noter qu'une particularité française est le faible taux de transmission interne par rapport à d'autres pays, d'où le rôle important du capital transmission qui facilite les transmissions d'entreprises.

#### 4 Impact des marchés sur les actions PME-ETI



Seules trois introductions ont été réalisées sur Euronext Growth Paris au 1er semestre, malgré la forte hausse de l'indice All-Share (+16,4 %).

Le second semestre semble plus actif avec déjà 7 introductions.

On note que l'indice Euronext est en hausse de 13 % sur le 1<sup>er</sup> semestre alors que les multiples non cotés augmentent sur la même période de 5 %.

---

## Actualités sur les réflexions entre le diagnostic stratégique et l'évaluation

---

*Christophe VELUT, Président A3E, Directeur Général ORFIS Baker Tilly*

Comme indiqué dans l'édito de la présente lettre, les choix stratégiques prennent une place essentielle dans le contexte d'une 4<sup>ème</sup> révolution industrielle qui intervient de manière très rapprochée par rapport à la précédente, alors qu'il existait presque 100 ans entre les 3 premières (fin 18<sup>e</sup>, fin 19<sup>e</sup>, 1960-1990). Le terme de révolution virtuelle serait plus adapté, car cette révolution n'est pas générée par un nouveau mode d'énergie, contrairement aux précédentes (charbon, électricité, nucléaire ...).

### **Les réflexions suivantes permettent d'illustrer l'importance des choix stratégiques, et le poids de l'innovation dans la stratégie :**

- les enjeux d'innovation ont été accélérés par la « bulle internet » et par la crise financière mondiale de 2008,
- le retour à la croissance qui semble se dessiner, est généré par une croissance essentiellement portée par l'innovation / la rupture technologique. On ne parle plus de sortie de crise, compte tenu de l'environnement économique et politique, qui est durablement risqué, mais on pourrait parler de « croissance à risques »,
- les parcours de développement de certaines start-ups n'ont jamais été aussi rapides. A titre d'exemple, Google a été créé en 1998, Amazone en 1994, Facebook a été créé en 2004, et Apple en 1976 ..., mais cela ne doit pas cacher le fait que les perspectives de dépôts de bilan n'ont jamais été aussi importantes pour certaines start-ups,
- les besoins de financement des entreprises sont de plus en plus élevés, dans un contexte de liquidités importantes, de placements « sans risques » qui ne sont plus attractifs, voire qui ont des rendements négatifs, de risques réels souvent peu rémunérés,
- comme dans toute révolution industrielle (cf exemples des sociétés de chemins de fer, des sociétés qui exploitaient le charbon ...), les cartes des leaders économiques seront bouleversées, avec des disparitions de sociétés qui n'auront pas su / pu prendre le virage technologique,

- l'innovation et la rupture technologique ne sont plus l'apanage des start-ups, mais concernent l'ensemble des entreprises, quel que soit le secteur d'activité (production, distribution ou service). A titre d'exemples :
  - les libraires sont confrontés aux enjeux du livre numérique, des ventes sur internet ...
  - les consultants doivent évoluer vers la gestion des données,
  - les cabinets d'audit doivent évoluer vers une modification profonde des pratiques d'audit (bases de données virtuelles, digitalisation de l'approche d'audit ...),
  - les banques doivent développer des blockchains,
  - les fabricants automobiles doivent repenser le mode d'énergie (thermique, électrique ...), envisager de nouveaux modes de conduite (autonome ...), de nouveaux modes de distribution, axer la stratégie sur le service plutôt que sur le produit (cf exemple de TESLA dans le précédent numéro A3E),
  - les régies publicitaires sont obligées d'évoluer de la régie « papier » vers la régie « internet »,
  - même l'administration fiscale vient d'annoncer que les contrôles fiscaux seront effectués à partir de data room que les sociétés contrôlées devront alimenter.

*C'est le monde des « techs », des bases de données virtuelles, et de l'intelligence artificielle.*

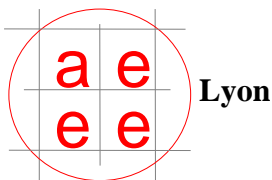
- Le poids des actifs immatériels dans le bilan des sociétés cotées est devenu très significatif :
  - les goodwills représentent 35 % des capitaux propres parts du groupe des sociétés du CAC 40, et 25% de la valeur boursière au 31 décembre 2016,
  - si l'on intègre les actifs incorporels, ces % deviennent respectivement 58% et 40%,
  - la somme des goodwills, des actifs incorporels, et des actifs non identifiés dans les comptes, représente 71% de la valeur boursière.

La meilleure illustration correspond à la valorisation des GAFA et des sociétés « techs » au regard des entreprises traditionnelles. Cf. à cet égard illustration avec l'article sur TESLA dans la précédente lettre trimestrielle.

**Ces enjeux d'innovation vont se traduire à tous les niveaux de la vie de l'entreprise :**

- au niveau du recrutement, les générations Z (ou génération C : communication, collaboration et créativité) étant devenues très sensibles à ces innovations,
- au niveau du mode de management, certaines tranches d'âge étant réfractaires à l'innovation,
- au niveau de la cohabitation dans une même entité d'une activité traditionnelle et d'une activité innovante, nécessitant des modes de gestion très différents,





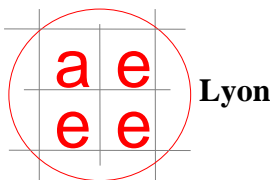
- au niveau du financement, les banques étant à ce jour toujours très réticentes pour financer par emprunts à des conditions raisonnables des projets d'innovation comportant une rupture technologique. Cette situation constitue une véritable faiblesse de la France par rapport aux Etats-Unis actuellement,
  - au niveau du risque général de l'entreprise, l'innovation étant une nécessité, mais se traduisant par un risque plus élevé pour une entreprise ayant une activité existante dite mature,
- ⇒ des perturbations dans le mode de valorisation : nous avons tous à l'esprit l'exemple d'entreprises du secteur traditionnel « pénalisées » fortement en termes de valorisation, dans la phase critique de transition d'une activité traditionnelle à une activité intégrant une activité innovante de rupture technologique. La composante « innovation » n'est pas valorisée à sa juste valeur, et les pertes générées par le développement d'une activité innovante génèrent souvent une dévalorisation, alors que la valorisation des start-ups en situations de pertes structurelles sont valorisées en intégrant une « prime stratégique », qui ne tient pas compte des pertes dégagées depuis la création.

**Nous constatons que le marché valorise plus que jamais les « primes stratégiques liées à l'innovation », en accordant moins d'importance aux performances purement financières.**

Ce constat a amené l'association A3E à fixer depuis 2 ans dans ses axes de réflexion prioritaires la prise en compte de la stratégie dans la démarche d'évaluation.

**La réflexion est toujours en cours, bien que nous ayons créé un groupe de travail, car nous butons sur de nombreux obstacles :**

- absence de données / statistiques sur des comportements stratégiques,
- absence de données pluriannuelles sur l'évolution de la valeur des entreprises au regard de l'évolution de leurs stratégies,
- absence de modèles unanimes permettant d'intégrer dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation les conclusions du diagnostic stratégique, de manière « construite et arithmétique ». Les tentatives de modèles construits par certains experts / organismes / universitaires, constituent plus des « boîtes noires » dont les paramètres n'ont pas été validés sur la base d'un échantillon représentatif. Des modèles récents de notation extra financière des actifs immatériels qui s'apparentent indirectement à faire un diagnostic stratégique (WICI Thesaurus volet 1 et 2, etc.) existent et vont parfois finement, cependant ils ne font pas référence à ce stade.
- difficulté de déterminer des typologies d'entreprises en fonction de leur stratégie. Constat que certaines entreprises sans stratégie formalisée réussissent mieux (en tout cas à court terme) que d'autres entreprises ayant construit une stratégie.



Nous rentrerons plus en détail sur le diagnostic stratégique dans notre prochaine lettre trimestrielle.

**Nous pouvons cependant dégager les premiers constats issus de nos réflexions en cours, qui concernent les entreprises hors TPE et fonds de commerce :**

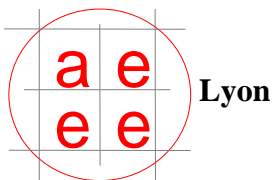
- le diagnostic stratégique est essentiel dans toute démarche d'évaluation. Plus l'entreprise a développé (ou va développer) une composante innovation élevée, plus ce diagnostic est essentiel,
- le business plan est l'expression de cette stratégie,
- la méthode des DCF est celle qui prend le plus en compte les conclusions du diagnostic stratégique, et la méthode des multiples celle qui la traduit le moins. Cette situation est logique : en effet, le diagnostic stratégique fait référence aux fondamentaux de la société, et donc à sa valeur intrinsèque, alors que la méthode des multiples fait référence à la notion de prix de marché, et donc intègre des facteurs autres que les fondamentaux (ex : attractivité ...),
- La synthèse du diagnostic doit être traduite dans un 1<sup>er</sup> temps dans le business plan et doit conduire à établir des scénarii alternatifs. Il existe en effet fréquemment des confusions qui conduisent à des erreurs méthodologiques :
  - o absence de réelle réflexion sur la probabilité de réalisation des scénarii. Sans tomber dans la mise en œuvre d'une méthode optionnelle, il est en effet important de s'assurer de la probabilité du scénario central est élevée (au moins 60%). Dans le cas contraire, il sera nécessaire de définir les autres scénarii qui seront considérés comme les plus probables à la date de l'évaluation. Cette réflexion conduira fréquemment à déterminer un ou deux scénarii alternatifs,
  - o tendance naturelle par simplification à traduire le risque dans les paramètres actuariels (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini), et non dans le business plan. Il est important de rappeler que les risques macro-économiques ne sont pas (plus) traduits dans les wacc et tci de marché (wacc : coût moyen pondéré du capital ; tci : taux de croissance à l'infini) utilisés par les sociétés du SBF 120 dans leurs tests de dépréciation depuis 2007 (cf étude A3E sur le SBF 120) : le tci est stable, et les wacc ont baissé ..., alors que les risques augmentent. Le risque n'est donc plus véritablement rémunéré par le marché,
  - o tendance naturelle par simplification à réaliser des tests de sensibilité uniquement sur les paramètres actuariels (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini), et non sur les hypothèses clés opérationnelles identifiées dans le cadre du diagnostic. *Il est surprenant de faire des tests de sensibilité sur des paramètres de marché identifiés comme n'étant pas sensibles, et non sur ceux qui sont réellement sensibles !!!*

- autres biais introduits dans la mise en œuvre de la méthode des DCF du fait de l'utilisation de données de marché non retraitées. Ex : calcul de la valeur terminale par rapport à un multiple du dernier flux et non de la valeur actualisée du flux normatif, calcul du tci par rapport aux tci retenus par les sociétés cotées du secteur (cf développements infra).

Ces erreurs ont un impact encore plus élevé dans le cas de valorisation de sociétés non cotées, lorsque les références utilisées sont des références de marché (multiples boursiers ...), et se traduisent par un risque de surévaluation qui peut être élevé dans certains cas. Il est à noter que l'indice Argos (cf article supra) atteint des sommets, mais comme il atteint des sommets tous les 5 ans depuis un certain temps, si nous adoptons un point de vue purement arithmétique (comportement de « data »), nous en concluons que nous nous dirigeons vers un cycle baissier de multiples (!!!).

**Au-delà des commentaires ci-dessus, et même si nous n'avons pas identifié de modèles acceptables pour passer du diagnostic stratégique à l'évaluation, il n'en reste pas moins que nous avons identifié 4 axes de réflexions :**

- *prise en compte de la synthèse du diagnostic stratégique dans le choix de la valeur terminale*, qui représente, rappelons – le, généralement plus de 70% de la valeur d'une entreprise, à la fois au niveau du flux normatif et des paramètres actuariels. Force est de constater que le taux de croissance à l'infini (TCI) ne repose dans sa construction sur aucun modèle de calcul consensuel, contrairement au coût moyen pondéré des capitaux (wacc), et que le wacc utilisé pour actualiser le flux normatif est généralement le même que celui utilisé pour actualiser les flux de l'horizon explicite, quand bien même le diagnostic a mis en évidence des risques significatifs. Nous rappelons que le TCI correspond au taux de croissance des flux nets et non du CA, et que le flux net normatif doit correspondre au flux net que la société est capable de soutenir sur une très longue durée. Ces 2 éléments doivent être déduits du diagnostic stratégique (positionnement concurrentiel, ...), alors qu'en pratique, le lien est insuffisamment documenté, et repose par erreur sur des hypothèses de marché : le TCI est généralement comparé aux acteurs cotés du secteur, ..., qui font eux-mêmes la comparaison, alors qu'ils devraient reposer sur une analyse propre à la société (ex : historique moyenne de progression des flux organiques –hors opérations de croissance externe-). Cette réflexion pourra conduire à appliquer des méthodes telles que « les cash-flows fade », qui traduit une décroissance progressive de la rente.
- *réflexion sur la prime de risques spécifiques à l'entreprise*. A ce jour, il n'existe pas de modèles adaptables au marché européen, et les modèles existants aux Etats-Unis privilégient les données de marché en se focalisant sur la prime de taille. En réalité, la prime de risque spécifique devrait être établie en analysant les différents risques identifiés dans le cadre du diagnostic stratégique dans une matrice d'analyse. Ex : risque réglementaire, risque juridique, risque politique, risque technologique ...




Cette analyse doit être réalisée en 3 étapes :

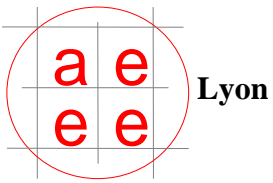
- risque en valeur absolue,
- risque en valeur relative, au regard du secteur d'activité : si le risque est le même que pour tous les acteurs du secteur, il est censé être intégré dans le coefficient pris en compte pour le calcul du wacc (coefficient permettant d'ajuster un risque marché sur un risque sectoriel),
- quantification du risque en termes de primes de risques.

La mise en œuvre de cette méthodologie suppose de définir :

- une fourchette de taux (risque bas, risque élevé),
  - la prime de risques spécifique à appliquer pour l'évaluation de la société, compte tenu de l'analyse issue de la matrice des risques ci-dessus.
- **Taille de la fourchette des valeurs déterminées.** A ce jour, force est de constater (cf étude A3E prix-valeur et étude A3E sur les tests de dépréciation – SBF 120), que les fourchettes de valeur sont déterminées à partir de la mise en œuvre d'un nombre de méthodes insuffisantes, et/ou de tests de sensibilité effectués sur les paramètres actuariels de marché, en pratique non sensibles (cf supra), ou en décorrélation avec les fondamentaux de la société. Si les méthodes d'évaluation étaient correctement mises en œuvre (scenarii alternatifs probables, tests de sensibilité sur les paramètres opérationnels, cf supra ...) la taille de la fourchette devrait exprimer les espérances de gains / les risques les plus probables à la date de l'évaluation.
- **Pertinence de la conclusion du rapport.** Les éléments clés du diagnostic stratégique et leur prise en compte dans l'évaluation devraient apparaître clairement dans le rapport, ce qui n'est fréquemment pas le cas, les synthèses des rapports d'évaluation détaillant souvent uniquement les fourchettes de valeurs résultant des différentes méthodes utilisées et les tests de sensibilité.

 Rappelons à toutes fins utiles qu'une évaluation n'est pas une science exacte, et qu'un évaluateur n'a pas d'obligation de résultats. Il n'est là pour effectuer ni un audit des comptes de la société évaluée, ni pour faire une mission de conseil en stratégie.

Il n'en reste pas moins que l'évaluateur a des obligations de moyens au regard des bonnes pratiques professionnelles, auxquelles les associations professionnelles telles que A3E essayent de contribuer activement.



Dans la démarche d'évaluation recommandée par les bonnes pratiques professionnelles, le diagnostic stratégique a une place essentielle, et nous encourageons vivement les évaluateurs qui ne sont pas en mesure de le réaliser, quelle qu'en soit la raison, selon le cas : soit de refuser la mission d'évaluation, soit de ne pas émettre un rapport d'évaluation, mais une note sur une approche d'évaluation, en indiquant précisément les limites / diligences non effectuées, afin de ne pas prêter à confusion. Cette confusion dessert en effet, l'ensemble de la profession des évaluateurs.

---

**PRIME D'ACQUISITION : EXISTE-T-IL UNE LOGIQUE OU DES LOGIQUES ?**

---

*Eddy Bloy-Vice Président A3E*

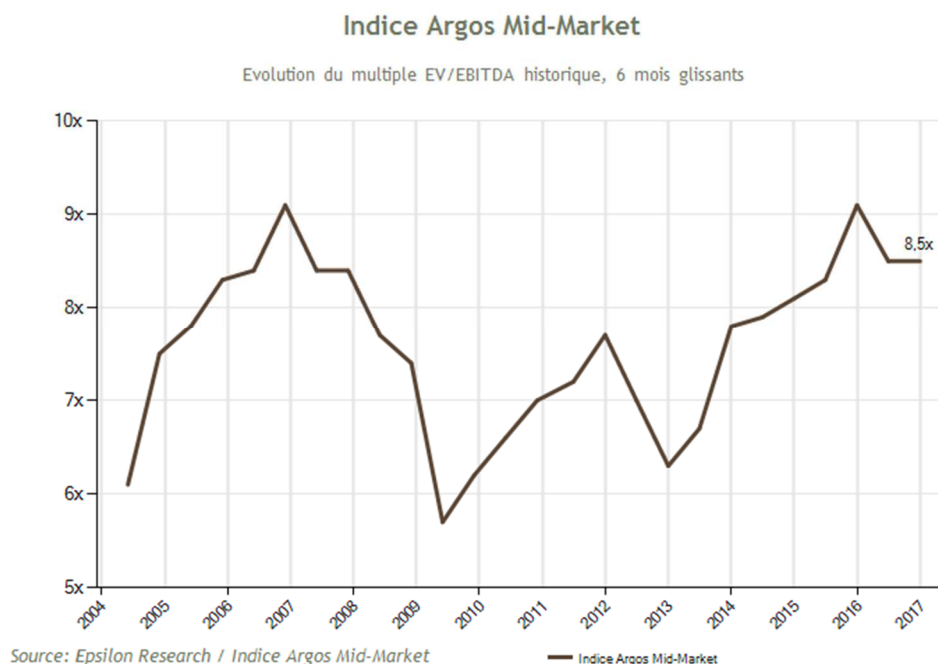
Les développements qui suivent relèvent de réflexions personnelles inspirées aussi bien par la pratique que par des lectures professionnelles ou académiques. Nous espérons qu'elles pourront être enrichies par des échanges ultérieurs entre les membres de notre association.

La notion de prime d'acquisition naît de la dissociation qui peut exister entre la valeur « stand alone » d'une entreprise et le montant de la transaction qui peut lui être notablement supérieur. Notre propos, dans ces quelques développements est de tenter d'éclairer les logiques qui sont à l'origine d'une telle prime.

## **1 Un vigoureux essor des multiples entre 2009 et 2016**

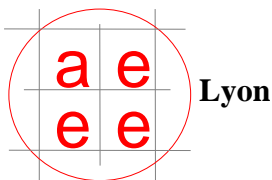
---

Nous reproduisons ci-dessous l'évolution de l'indice ARGOS Mid-Market



Le multiple moyen d'EBITDA est passé entre mi 2009 et fin 2016 d'un peu moins de 6 à un peu plus de 9, soit, grossièrement un accroissement de près de 50%. La première partie de 2017 semble marquer une légère inflexion mais on reste très au-dessus de la moyenne de long terme. Au surplus, les dernières livraisons de l'indice le replacent à 9.

Ces éléments appellent de notre part une première constatation : cette dynamique des valorisations n'a pu manquer d'induire une envolée des primes d'acquisition payées par les acquéreurs sans pour l'instant préjuger de la justification et de la nature de ces primes.



Présenté sommairement comme tel, le paiement de ces primes peut apparaître comme le simple fruit de la confrontation entre une offre rare face à une demande forte sur un type de bien particulièrement recherché, à savoir les entreprises rentables à perspectives lisibles et stables, à la rigueur les entreprises moins rentables mais à potentialités importantes pour les acquéreurs.

Cette lecture de la réalité n'est d'ailleurs pas erronée si l'on pense aux masses de liquidités qui sont injectées dans les principales économies européennes depuis des années. Elles ne peuvent manquer de générer des désirs d'emplois en actifs rentables chez des investisseurs qui peuvent être dans une situation de surliquidité.

Cependant, on ne peut se contenter d'une vision aussi triviale si l'on veut, d'une part expliquer les tropismes des investisseurs vers tel ou tel type d'entreprises et, d'autre part être en mesure d'anticiper d'éventuelles surévaluations susceptibles de générer dans l'avenir des retournements aux conséquences financières néfastes.

Notons au passage que l'enjeu de la question n'est pas d'ordre purement micro-économique.

Notre point de départ statistique tend à mettre en évidence que le paiement de telles primes au-delà de ce qui pourrait apparaître comme étant un « prix normal » s'insère dans un mouvement de fond dont le caractère grégaire n'échappe à personne.

Cette globalisation de comportements identiques est de nature à créer des bulles spéculatives pouvant engendrer une crise macro-financière.

Auparavant, si l'on veut apporter quelques éclairages pertinents sur ces questions éminemment pratiques, il convient de circonscrire le champ de la réflexion.

## **2 Primes d'acquisition, de quoi s'agit-il ?**

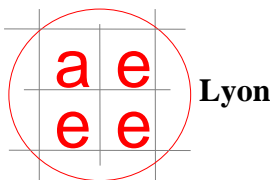
---

Lorsque l'on observe une transaction, on ne peut que constater un prix global consenti par un acquéreur pour s'approprier toute ou partie d'une entité cible, entreprise ou groupe d'entreprises. La question est de savoir quelle part de ce prix est éventuellement constitutive d'une prime d'acquisition.

Le monde économique et le monde académique sont en général d'accord pour considérer que l'on peut parler d'existence d'une prime d'acquisition chaque fois que le prix payé excède la valeur « stand alone » que l'on pourrait qualifier, en quelque sorte, de valeur intrinsèque.

On doit noter, qu'en dépit de cette formulation assez claire, il existe beaucoup d'ambiguïté dans les approches proposées pour une telle prime.

Cependant, un détour comptable est de nature à lever en partie ces ambiguïtés. En effet, on voit apparaître dans les comptes consolidés des postes de goodwill.



L'apparition de ces éléments résulte de l'écart qui existe, dans la plupart des opérations d'acquisition, entre la valeur comptable de la quote-part acquise des capitaux propres et sa valeur d'acquisition. Une partie de cet écart résulte de la réévaluation d'éléments d'actifs clairement identifiables et elle est affectée à ces mêmes éléments lors de la première consolidation. Le reste constitue précisément le goodwill issu de l'opération.

Est-ce à dire que la prime d'acquisition représente la totalité du goodwill ? Ce peut être le cas, mais ce n'est pas nécessairement vrai dans toutes les situations.

En tout état de cause, ce raisonnement nous conduit clairement à détecter la présence de primes d'acquisition en examinant le poids des incorporels dans la cible, qu'ils soient clairement identifiables comptablement et/ou économiquement ou bien, *a fortiori*, qu'ils résultent d'un jeu d'interactions complexes entre plusieurs éléments d'actifs d'exploitation immatériels et/ou matériels.

Une telle remarque nous incite à tenter d'identifier les logiques sous-jacentes à ces primes d'acquisition.

### 3 Des logiques différenciées.

---

#### 3.1. Prime d'acquisition et création de valeur

Un certain nombre d'articles académiques concernant les sociétés cotées mettent en rapport la performance boursière avec la création de valeur, notamment en établissant un lien entre le ratio Price to Book et le différentiel rentabilité-coût du capital.

Le croisement des résultats d'une telle relation avec des profils d'entreprises met en évidence, sans surprise que l'intensité de la création de valeur produit de meilleures valorisations des firmes.

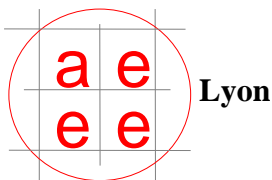
Ces performances peuvent être également corrélées avec la croissance et la rentabilité. Bref, ces études, quand on rentre un peu dans le détail, ont souvent un caractère un petit peu tautologique et nous confortent dans l'idée que les paramètres qui tendent à valoriser les firmes sur un marché sont bien des données qui ressortent des « fondamentaux », à savoir :

- l'aptitude à créer de la valeur,
- la rentabilité,
- la croissance.

Il est clair que la concomitance de ces éléments tend à produire une valorisation au-delà de la valeur comptable des capitaux investis ou des capitaux propres.

Une telle constatation ne nous dit rien sur l'existence de prime d'acquisition surtout quand il s'agit de validations statistiques qui sont faites sur des sociétés cotées qui ne font pas l'objet d'une transaction globale.





Certes, on peut toujours se poser la question de savoir si les cours d'une action intègrent ou non des primes qui vont au-delà de la simple prise en compte des fondamentaux que nous avons évoqués précédemment.

Mais si l'on croit à l'efficacité des marchés, une telle perspective est, par définition, exclue. Si l'on n'est pas convaincu de la réalité d'une telle hypothèse, alors, il est bien possible que de telles primes apparaissent de façon subreptice sans que, pour autant, on soit capable de quantifier leur existence de façon incontestable.

Pour conclure, la réévaluation d'une entreprise au-delà de sa valeur comptable ne préjuge nullement de l'existence de primes d'acquisition. Pour avancer plus avant dans l'analyse de ces primes, il est nécessaire de s'interroger sur leurs origines

### **3.2. De la notion de prime d'acquisition aux notions de prime de contrôle et de prime stratégique**

Nous évoquons ces deux notions complémentaires car ce sont celles qui reviennent le plus fréquemment dans les discours lorsque l'on parle de primes d'acquisition.

#### *Prime de contrôle*

Comme son nom l'indique, la prime de contrôle est la valeur que l'on paie pour avoir la majorité du capital d'une société, encore que l'on puisse contrôler une entité sans posséder la majorité.

Cette notion implique-t-elle de façon sous-jacente que l'on surpaie une entreprise pour s'assurer de son contrôle ? Certainement pas.

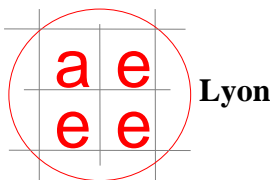
Examinons différents cas de figure.

Dans le cas des sociétés cotées, en cas d'OPA, on constate généralement que le prix offert est très largement supérieur aux cours constatés. Si l'on veut bien considérer que les cours des actions sont le fruit de transactions sur des actifs financiers et que ces transactions ne représentent, la plupart du temps, qu'une très faible part du capital des émetteurs, on conviendra qu'il ne s'agit pas à proprement parler d'acquérir une société mais d'acquérir un actif dans le cadre de la gestion d'un portefeuille.

Les cours ne font donc que refléter la position d'acteurs non engagés dans la gestion et dont les anticipations, notamment temporelles, ne sont pas celle d'un investisseur majoritaire.

Dans ces conditions, pour beaucoup, le supplément de prix payé par l'acquéreur en sus du cours, apparaît bien comme une prime de majorité, le cours n'étant que le reflet d'une position minoritaire.

Qu'en est-il de la situation dans le cas d'une société non cotée ?



L'analyse est quasiment antisymétrique de la précédente : l'évaluateur produit une valorisation d'un bloc majoritaire. La prime de majorité est donc incluse dans la valeur construite par l'estimation.

Si l'opération concerne des minoritaires, alors on pratiquera une décote de minorité. Cependant, cette affirmation de principe doit être nuancée en regard de plusieurs considérations :

*1° Si l'évaluation a été menée en partie en se fondant sur une méthode analogique prenant pour référence des multiples boursiers, on peut considérer que la décote de minorité a déjà été pratiquée. On doit noter au passage que la confrontation entre la nécessité de prendre en compte une décote de taille et la décote de minorité implicitement contenue dans le multiple de référence risque de poser de redoutables problèmes de compensation.*

*2° On assiste parfois à des surcotes (et non des décotes) de minorité. C'est le cas lorsque l'on veut se débarrasser à « tous prix » de minoritaires particulièrement indociles.*

#### *Prime stratégique*

La prime stratégique est la somme qu'un acquéreur est prêt à payer au-delà d'une valeur intrinsèque parce qu'il escompte que l'acquisition de la cible aura un effet dopant sur les résultats de cette dernière, soit parce qu'elle lui permettra, *in fine*, de bénéficier d'un élargissement de ses marchés, soit parce qu'elle permettra de bénéficier sensiblement de baisses de coûts, ces deux explications n'épuisant pas toutes les situations possibles.

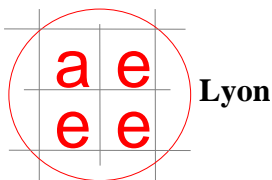
Compte tenu des développements précédents, seul ce type de prime conduit à payer réellement un prix qui excède la valeur intrinsèque de la société. Elle conduit incontestablement l'acquéreur à assumer un risque supplémentaire puisqu'il s'agit de redistribuer immédiatement au vendeur une partie des produits futurs générés par les synergies estimées.

Il va de soi que si les produits globaux des synergies sont inférieurs à la prime qui a été payée l'acquisition générera une destruction de valeur au sein du groupe dans lequel elle aura été intégrée.

Il peut y avoir des jeux beaucoup plus subtils dans le cas d'acquisitions que l'on pourrait qualifier de défensives. En effet, un acquéreur peut être amené à surpayer une cible afin d'éviter qu'un concurrent ne le supplante dans cette acquisition. Dans ce cas, ce ne sont pas des synergies « positives » qui sont attendues mais ce que l'on pourrait qualifier des synergies « négatives ».

Autrement dit, dans un tel cas, les synergies se matérialisent par des pertes futures qui pourraient être générées par l'acquisition du concurrent. Inutile de dire que cette prise de position est encore beaucoup plus risquée que celle résultant d'un choix portant sur des acquisitions à « synergies positives ».

Notons qu'il existe une certaine « colinéarité » entre prime de contrôle et prime stratégique.



En effet, il est clair qu'un acquéreur sera d'autant plus enclin à exercer un contrôle absolu sur une cible qu'il en attend des synergies très significatives. Pratiquement, il est extrêmement difficile de faire le partage entre les deux types de primes.

#### **4 Peut-on déterminer le montant d'une prime d'acquisition ?**

---

Il est clair qu'il s'agit principalement de déterminer l'existence et l'éventuel montant des primes de synergie.

##### **4.1. Le calcul des avantages produits par les synergies**

Sur un plan théorique, le calcul d'une prime stratégique ne peut se faire que dans le cadre d'une valorisation sur la base de la méthode DCF.

En effet, il s'agit d'estimer des avantages futurs produits par l'intégration de la cible dans une entité plus vaste.

Il faut donc, dans un premier temps, construire un business plan « stand alone » et un business plan une fois la structure intégrée dans le groupe. La mise en évidence de la prime stratégique résultera du DCF différentiel obtenu en comparant les résultats obtenus dans les deux cas de figures.

Il s'agit évidemment ici d'un calcul, *ex ante*, c'est-à-dire avant conclusion de la transaction. La prime stratégique effective dépendra évidemment du partage des fruits des synergies entre acheteur et vendeur selon le poids de chacun dans la négociation.

Faut-il pour autant exclure toutes tentatives d'estimation d'une prime stratégique sur la base d'une méthode analogique de type multiple ? Non, mais les résultats obtenus seront certainement moins précis.

En effet, on peut comparer le multiple d'EBITDA ou d'EBIT correspondant à la valorisation de la société acquise à un multiple médian déterminé sur la base d'un échantillon similaire. Les limites d'une telle comparaison se logent dans les singularités propres à chaque élément de l'échantillon. Il n'existe évidemment aucune entreprise strictement similaire et par ailleurs les prix constatés sur chaque unité de l'échantillon peuvent eux-mêmes émerger de circonstances particulières. Plus la taille de l'échantillon est réduite plus celui-ci va générer des biais au sens statistique du terme. La comparaison effectuée ainsi risque donc de témoigner tout autant de l'existence de biais statistiques que de l'existence de primes.

## 4.2. Goodwill versus goodwill

Nous avons précédemment analysé le goodwill comme la partie de l'écart d'acquisition qui ne pouvait pas être affecté.

Mais il existe un concept de goodwill qui renvoie à une méthode de calcul des valeurs d'incorporels. Rappelons que la rente de goodwill se définit comme la différence :

$$RGW=RE-kCE$$

RE : résultat d'exploitation après impôt à dette nulle,

K : taux de rémunération requis sur les capitaux employés (en pratique le coût moyen pondéré des fonds),

CE : les capitaux employés.

Selon les cas, rappelons qu'une capitalisation ou une somme actualisée de la rente de goodwill fournit une estimation globale de la valeur des incorporels non identifiables (et le plus souvent non séparables) de l'entreprise.

Il nous paraît pertinent de comparer la valeur du goodwill qui ressort d'une acquisition à la valeur du goodwill fondée sur la rente de goodwill. Un écart très significatif entre les deux risques fort de témoigner de l'existence d'une prime stratégique.

## 5 Les facteurs propres à renforcer le niveau des primes d'acquisitions.

---

Jusqu'à maintenant, nous avons considéré que les primes d'acquisitions, notamment leur partie stratégique, si elles impliquaient bien le paiement d'un prix supérieur à la valeur intrinsèque, n'en reposaient pas moins sur des éléments certes hypothétiques mais reposant néanmoins sur une vraie rationalité économique.

Nous pensons, toutefois, que le niveau de prix pratiqué à des points hauts de cycles financiers (dont la logique est de plus en plus détachée des éléments de l'économie réelle) est déconnecté en grande partie des fondamentaux de l'évaluation d'entreprise.

Nous évoquons rapidement ces facteurs exogènes à notre « rationalité valorisatrice » :

- *il y a, d'abord ce que nous appellerions les facteurs de surenchères dans le cadre de la compétition entre plusieurs acteurs fortement intéressés par une même cible particulièrement désirable. Ce type de confrontation est propre à amener des surestimations de la valeur de la cible pour la simple raison que les acheteurs potentiels cumulent, dans leur estimation, les « synergies positives » et les « synergies négatives » attendues de l'acquisition. Notamment, la peur de voir l'autre bénéficiaire de synergies dont on sera privé peut provoquer des offres tout à fait inconsidérées. Cette remarque ne doit pas nous empêcher de reconnaître que cette peur est fondée dans de nombreux cas d'espèce et justifie une action préventive.*

- *ensuite, les entreprises dotées conjonctuellement d'une forte position liquide peuvent être tentées de rentrer dans une course aux emplois de ces liquidités. Elles sont donc plus enclines que les autres à payer des prix élevés afin de justifier de leur activisme et d'éviter ainsi d'avoir à distribuer des dividendes excessifs.*
- *enfin, il y a des données macro-économiques qui peuvent pousser à la hausse des prix d'acquisition. Elle résulte de la généralisation de la situation de surliquidité à des acteurs significatifs du marché des fusions-acquisitions. Depuis plusieurs années, les autorités monétaires des grands pays de l'hémisphère nord injectent des liquidités dans l'économie pour combattre les tendances déflationnistes inhérentes à des politiques d'abaissements drastiques des coûts dans le cadre de l'économie réelle. Ces politiques créent des « poches de liquidités » chez des investisseurs institutionnels notamment ceux intervenant dans le cadre des opérations qui nous intéressent. Cela les pousse à se faire concurrence pour accaparer des actifs relativement rares, à savoir ceux qui correspondent à des entreprises rentables et dont l'avenir est suffisamment transparent et stable. Incontestablement, une telle situation conduit à payer des prix qui vont au-delà du raisonnable et peut être source de retournements de marché tragiques comme nous l'avons dit au début de nos développements.*

## 6 Conclusions

---

Cette discussion sur la nature et le contenu des primes d'acquisition, nous renvoie implicitement au rôle de l'évaluateur dans les processus de valorisation des entreprises proposées à son savoir-faire.

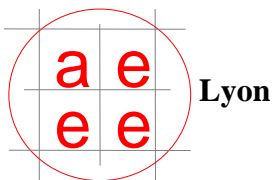
Notre position sur ce plan est claire : l'art de l'évaluation s'arrête là où commencent les calculs fondés sur des hypothèses dont on ne peut établir clairement la probabilité de réalisations et des appréciations fortement connotées par la subjectivité de l'évaluateur.

Autrement dit, la démarche de l'évaluation proprement dite se circonscrit à la valeur intrinsèque.

Certes, on peut toujours arguer que la valeur intrinsèque peut être partiellement fondée sur la méthode DCF qui renvoie explicitement à un ou des business-plan produits par les services de l'entreprise.

A n'en pas douter, ces chiffres représentatifs d'un avenir plus ou moins probable ne ressortent pas de l'objectivité du présent mais sont également le produit de jeux d'hypothèses.

En réponse à une telle objection, on peut opposer la pratique d'une évaluation raisonnée qui implique un examen critique de la cohérence interne (principe de non contradiction dans le jeu des hypothèses) et externe (principe de réalisme des hypothèses en regard de l'environnement de l'entreprise évaluée).



La prime d'acquisition, selon nous, va au-delà des constructions d'un futur exprimé par le business-plan. En particulier, les primes stratégiques fondées sur les synergies peuvent être identifiées mais leurs probabilités de réalisation sont difficiles à estimer car il s'agit de probabilités composées. En effet, il faut être capable, non seulement, de chiffrer la probabilité de mise en jeu de tel ou tel levier, mais encore de fixer la probabilité de l'efficacité du résultat une fois le levier actionné.

En revanche, rien n'empêche, à la demande expresse du client de fixer des marges de négociations. En effet, si l'évaluateur estime qu'il a suffisamment d'informations sur les prix de négociation de l'entreprise évaluée et des rapports de force en présence, il peut parfaitement se livrer à ce genre d'exercice.

Dans ce cas, il faudra clairement préciser le statut d'une éventuelle note qui peut être rédigée à ce propos. Celle-ci ne peut en aucun cas avoir le même statut que le rapport d'évaluation et il faudra avoir toute garantie sur la non diffusion de ces développements.

Il n'empêche que ces derniers doivent mettre en lumière des arguments techniques qui peuvent justifier un prix supérieur à la valeur intrinsèque telle qu'estimée dans le rapport d'évaluation de façon à ce que le client demandeur soit à même de les faire valoir auprès des conseils de la partie adverse.

---

## Quelles évolutions attendues des modalités de réalisation des tests de dépréciations en normes IFRS ?

---

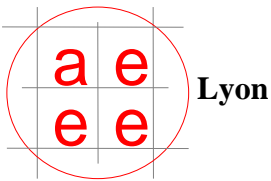
*Christophe VELUT, Président A3E, Directeur Général ORFIS Baker Tilly*

L'EFRAG a lancé une consultation sur la mise en œuvre des tests de dépréciation définis par la norme IAS 36, portant sur 6 propositions de modifications. L'EFRAG suggère ainsi :

- de renforcer les orientations données par la norme sur les affectations de goodwill (GW), notamment en cas de regroupements d'UGT (par exemple affectation d'une UGT liée à une société acquise à une UGT préexistante), et les évaluations des UGT avant et après regroupement),
- de ventiler les GW par acquisition, en plus de la ventilation donnée par UGT,
- de prendre en compte les impacts des restructurations futures (c'est-à-dire non engagées à la date de clôture), ce qui est interdit par la norme actuelle. Cette proposition permettra de rejoindre les bonnes pratiques des évaluateurs,
- d'isoler les effets des (GW) générés en interne dans le cas de regroupements d'UGT (unités génératrices de trésorerie) créées en interne (sans GW affectés), avec une UGT à laquelle un GW est rattaché (ajustement de la valeur recouvrable de la part de valeur générée en interne, par application d'un taux d'intérêt notionnel à l'UGT préexistante sans GW). Une illustration est jointe à la proposition de l'EFRAG, à suivre application pratique,
- introduire dans la démarche de réalisation des tests de dépréciation une étape préalable permettant de ne pas réaliser de tests (si écart significatif l'année précédente entre la valeur recouvrable et la valeur nette comptable de l'UGT, en l'absence d'indicateurs de pertes de valeur,...),
- de ne retenir qu'une seule approche de réalisation des tests de dépréciation (valeur d'usage ou juste valeur), alors que la norme détermine la valeur recouvrable par rapport à la valeur la plus élevée des deux. Cette proposition convergera vers la pratique constatée,
- de calculer un taux d'actualisation après impôt, les sociétés cotées indiquant généralement dans leurs annexes que la prise en compte d'un taux après impôt conduirait à un résultat similaire à la prise en compte d'un résultat avant impôt (seul taux autorisé à ce jour).

L'EFRAG a décidé de ne pas remettre en cause d'autres principes définis par la norme IAS 36, tels que :

- la non prise en compte des investissements de croissance non engagés, car les tests portent sur les actifs existants à la date de réalisation des tests. Même si cet argument peut se comprendre, ce principe est contraire à la pratique des évaluateurs et méconnaît le fait que la stratégie des entreprises s'inscrit dans une dynamique, et non sur la base d'une « photo figée » de la société à une date donnée.



- Le calcul du taux d'actualisation. Ainsi, l'EFRAG n'a pas prévu de modifier la rédaction du par 19 de l'annexe A de la norme IAS 36, critiquée par les évaluateurs : « le taux d'actualisation est indépendant de la structure financière et de la manière dont l'entité a financé l'acquisition de l'actif, car les flux de trésorerie futurs ne dépendent pas de la manière dont l'entité a financé l'achat de cet actif ». Sur ce point, la proposition faite par A3E dans le guide d'application des tests de dépréciation a été de retenir un gearing cible.
- Le principe de non amortissement des goodwills est maintenu pour l'instant, alors que de nombreux groupes seraient favorables à un retour de l'amortissement.