

PAPER AUDIT & CONSEIL
222, boulevard Pereire
75017 PARIS

WILLIAM NAHUM ASSOCIES & PARTENAIRES
37, rue de Courcelles
75008 PARIS

**ASSOCIATION POUR LA DEFENSE DES
ACTIONNAIRES MINORITAIRES
(ADAM)**

MADAME COLETTE NEUVILLE

Présidente

4, rue Montescot
28000 CHARTRES

Paris, le 3 octobre 2019

Objet : CAPGEMINI/ALTRAN

Madame la Présidente,

Après divers échanges avec vous et l'expert SORGEM EVALUATION (« **SORGEM** ») que vous avez désigné, vous nous avez adressé les questions (ci-après) au sujet desquelles vous sollicitez notre avis.

Nous n'avons procédé à aucun audit ni contrôle sur les expertises (voir ci-après) qui ont fait l'objet de notre attention puisque nous nous sommes limités aux questions que vous nous avez posées et qui restent au niveau des principes et non de leur application à ALTRAN, société à laquelle vous vous intéressez.

Two handwritten signatures in black ink, one on the left and one on the right, appearing to be initials or names.

1. NOTRE MISSION

Nous reprenons ci-après, *in extenso*, la formulation des questions qui nous sont soumises.

« Dans le cadre de son rapport d'expert indépendant du 22 septembre 2019 sur la société Altran, Finexsi indique en page 64 que « la référence au taux d'actualisation retenu par la société dans le cadre de ses tests de dépréciation en application des normes IFRS n'est pas selon nous pertinente dans le contexte, et plus largement dans une approche d'évaluation financière. L'objectif de la norme IAS 36 est de vérifier que la valeur comptable des seuls actifs acquis inscrits dans les comptes n'est pas supérieure à leur valeur recouvrable, cette valeur étant appréhendée par référence à une notion de valeur d'utilité et non par rapport à une valeur fondamentale ».

Or il est indiqué dans la norme IAS 36 que le taux d'actualisation à utiliser pour calculer une valeur d'utilité est « un taux reflétant l'appréciation courante par le marché de :

- la valeur temps de l'argent et*
- les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustées*

Le taux d'actualisation est le taux de rentabilité que des investisseurs demanderaient s'ils avaient à choisir un placement qui générerait des flux de trésorerie dont le montant, l'échéancier et le profil de risque seraient équivalents à ceux que l'entité s'attend à obtenir de l'actif »

La norme ajoute : « In other words, the discount rate is based on a market participant's view of the asset or CGU as at the current date » (source : Insights into IFRS - KPMG).

Ainsi, la valeur d'utilité d'un actif ou d'une UGT correspond à la valeur actuelle des flux futurs générés par l'utilisation de l'actif et donne une estimation de sa valeur de marché.



La détermination de la valeur d'utilité d'un actif fait appel à la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles à travers les flux générés par l'actif (MAZARS - définition de la valeur d'utilité). La méthode d'évaluation utilisée pour déterminer la valeur d'utilité est donc bien celle des discounted cash-flow (DCF).

Par ailleurs le Vernimmen définit le taux d'actualisation (2018 - p 33-2) à utiliser dans une évaluation par la méthode DCF (qui représente la valeur d'usage en tant que valeur d'un actif au sein du processus d'exploitation - Vernimmen ibid p 33-31), comme le taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds pour financer l'actif économique de l'entreprise, il s'agit bien donc de la même définition du taux que celle utilisée dans IAS 36. (A préciser que la norme IAS 36 se réfère initialement à des taux avant impôt mais la pratique actuelle est de se référer à des taux après impôt.)

En conséquence de ce qui précède, nous souhaitons vous poser les deux questions complémentaires suivantes :

1 - Pouvez-vous nous confirmer que le taux d'actualisation utilisé par un participant de marché (market participant) pour réaliser l'évaluation financière d'une UGT selon la méthode des DCF devrait en principe être identique à celui utilisé en interne pour déterminer la valeur d'utilité de la même UGT dans le cadre de l'application d'IAS 36.

2 - Pouvez-vous par ailleurs nous confirmer que lorsque l'ensemble des UGT testées correspondent à l'essentiel de l'activité de la société, l'ensemble des taux d'actualisation utilisés pour ces tests à l'aide d'une méthode de DCF constituent une référence pertinente pour estimer le wacc de la société ? »

2. NOS OBSERVATIONS

2.1 Documents utilisés

Pour les besoins de la rédaction du présent avis, nous avons disposé de :



- a. La consultation réalisée par SORGEM à la demande de l'ADAM, en date du 5 septembre 2019 et intitulée « Avis sur le prix proposé par Capgemini dans le cadre d'un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Altran » (le « **Rapport Sorgem** »).
- b. L'attestation d'équité établie par Finexsi en date du 22 septembre 2019, telle qu'elle est insérée dans le projet de note d'information établie par la société Altran en réponse à l'offre publique d'achat visant les actions de la société Altran Technologies initiée par la société Capgemini, et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 23 septembre 2019 (« **Rapport Finexsi** »).
- c. Diverses documentations publiques (IFRS, Vernimmen...).

2.2. Nos observations

Le Rapport Sorgem indique au §.2.4.6 ce qui suit :

« Sur la base des hypothèses présentées ci-dessus, nous retenons un taux d'actualisation de 7,5% (0,4% + 1,1 × 5,5% + 1,0%) pour Altran, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation.

Nous notons que le taux d'actualisation retenu s'inscrit dans le haut de la fourchette de taux d'actualisation retenus par Altran dans ses tests de dépréciation 2018 (Entre 5,42% et 8,0% hors Inde, Chine et Autres). » (Mise en gras par nos soins)

Ceci confirme que SORGEM a déployé une approche qui est la sienne, que nous n'expertisons pas, mais dont SORGEM « note » qu'elle aboutit à un taux se situant dans



le haut de la fourchette des taux d'actualisation utilisés par ALTRAN pour effectuer ses tests de dépréciation 2018.

En termes généraux, l'objet de notre mission est de dire si les taux d'actualisation utilisés en matière financière dans le cadre de la Méthode DCF devraient, « **en principe** » (question 1 posée par l'ADAM), être identiques aux taux d'actualisation utilisés en matière comptable en application de la norme IAS 36.

A titre préliminaire, et notamment en raison des délais d'intervention très courts auxquels nous sommes soumis, il convient de préciser qu'il n'entre, en aucun cas, dans le champ de notre intervention :

- d'évaluer les actions Altran Technologies ;
- d'émettre un avis sur le Rapport Finexsi et/ou sur le Rapport Sorgem, ni même sur les taux d'actualisation retenus dans le cadre de l'application de la Méthode DCF ;
- d'émettre un avis sur les taux d'actualisation utilisés par la société Altran Technologies dans le cadre des tests de dépréciation de ses UGT, effectués en interne en application de la norme IAS 36 ; et
- de prendre contact avec les représentants de FINEXSI, de la société Altran Technologies, de la société Capgemini et des banques présentatrices, ce qui eut été justifié si notre mission avait été plus large qu'elle n'est.



Nous avons, par contre, été en contact avec SORGEM.

3. NOTRE REPONSE A LA PREMIERE QUESTION

3.1 Les principales dispositions de la norme IAS 36 relatives au taux d'actualisation

La norme IAS 36 (*Dépréciation d'actifs*) définit, aux §.55 à 57 de ladite norme, le taux d'actualisation qu'il convient d'utiliser dans le cadre de la Méthode DCF comme suit :

« §.55 - Le(s) taux d'actualisation est (sont) un (des) taux avant impôt qui reflète(nt) l'appréciation courante du marché de:

a) la valeur temps de l'argent; et

b) les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustées.

§.56 - Un taux qui reflète les appréciations actuelles du marché de la valeur temps de l'argent et les risques spécifiques à l'actif est le taux de rendement que des investisseurs demanderaient s'ils avaient à choisir un placement qui générerait des flux de trésorerie dont le montant, l'échéancier et le profil de risques seraient équivalents à ceux que l'entité s'attend à obtenir de l'actif. Ce taux est estimé à partir du taux implicite dans des transactions actuelles du marché pour des actifs similaires ou à partir du coût moyen pondéré du capital d'une entité cotée qui détient un actif unique (ou un portefeuille d'actifs) similaire(s) en termes de potentiel de service et de risques, à l'actif examiné. Toutefois, le(s) taux d'actualisation utilisé(s) pour évaluer la valeur d'utilité d'un actif ne doit (doivent) pas refléter les risques pour lesquels les estimations de flux de trésorerie futurs ont été ajustées. S'il en était autrement, l'effet de certaines hypothèses serait compté deux fois.



§.57 - Lorsqu'une entité ne peut obtenir directement du marché un taux spécifique à un actif, elle utilise des substituts pour estimer le taux d'actualisation. L'appendice A fournit un commentaire supplémentaire concernant l'estimation du taux d'actualisation dans de tels cas. » (Mise en gras par nos soins)

Le concept de taux d'actualisation, tel qu'il est développé à la première phrase du §.56 de la norme IAS 36, renvoie, de manière explicite à la notion de coût du capital, telle qu'elle ressort de la théorie financière (cf. infra §.3.2).

Dans le prolongement des définitions susvisées, l'appendice A de la norme IAS 36 apporte, aux §.15 à 18, les précisions suivantes :

« A15 - Quelle que soit l'approche qu'une entité adopte pour mesurer la valeur d'utilité d'un actif, les taux d'intérêt utilisés pour actualiser les flux de trésorerie ne doivent pas refléter les risques au titre desquels les flux de trésorerie estimés ont été ajustés. S'il en était autrement, l'effet de certaines hypothèses serait compté deux fois.

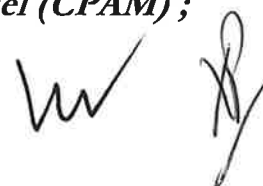
A16 - Lorsqu'une entité ne peut obtenir directement du marché un taux spécifique à un actif, elle utilise des substituts pour estimer le taux d'actualisation. L'objectif est d'estimer, dans la mesure du possible, une appréciation par le marché :

a) de la valeur temps de l'argent pour les périodes allant jusqu'à la fin de la durée d'utilité de l'actif ; et

b) des facteurs b), d) et e) décrits au paragraphe A1, dans la mesure où ces facteurs n'ont pas conduit à des ajustements pour arriver aux flux de trésorerie estimés.

A17 - Pour faire cette estimation, l'entité peut prendre en compte, comme point de départ, les taux suivants :

a) le coût moyen pondéré du capital de l'entité déterminé à l'aide de techniques telles que le Capital Asset Pricing Model (CPAM) ;



b) le taux d'emprunt marginal de l'entité; et

c) d'autres taux d'emprunt sur le marché.

A18 - Toutefois, ces taux doivent être ajustés :

a) pour refléter la manière dont le marché apprécierait les risques spécifiques associés aux flux de trésorerie estimés de l'actif; et

b) pour exclure les risques qui ne sont pas pertinents aux flux de trésorerie estimés de l'actif ou au titre desquels les flux de trésorerie estimés ont été ajustés.

Des risques, tels que le risque-pays, le risque de change et le risque de prix doivent être pris en compte. »

Le §.A17 visé ci-dessus apporte la confirmation que le concept de coût moyen pondéré du capital, également qualifié de coût du capital, trouve son origine dans la théorie financière du CPAM (MEDAF, en français). Ce concept est à la base de la notion de taux d'actualisation, ainsi que nous le précisons ci-après (cf. infra §.3.2).

3.2 La détermination du taux d'actualisation selon la théorie financière

L'objet de ce paragraphe est de présenter, de manière succincte, en se référant au Vernimmen 2019 (Finance d'entreprise 2019 - Dalloz) (le « Vernimmen »), les principaux éléments sous-tendant le taux d'actualisation dans le cadre de la méthode DCF.

A cet égard, le Vernimmen (Pages 643 et 644 - 31.2) définit le coût du capital comme suit :



« Le coût du capital est le taux de rentabilité minimum que doivent dégager les investissements de l'entreprise afin que celle-ci puisse satisfaire à la fois l'exigence de rentabilité des actionnaires (soit le coût des capitaux propres) et l'exigence de rentabilité des créanciers (soit le coût de l'endettement net). Le coût du capital est donc le coût de financement global de l'entreprise.

Dans le cadre des marchés à l'équilibre, tout investisseur ou portefeuille parfaitement diversifié détient une fraction des capitaux propres de l'entreprise et une fraction de sa dette, c'est l'enseignement du MEDAF (voir chapitre 21). Autrement dit, tout investisseur détient à travers les capitaux propres et les dettes de l'entreprise une fraction de son actif économique puisque celui-ci est égal à la somme de capitaux propres et de l'endettement net. L'investisseur court donc le risque de cet actif économique.

Le taux de rentabilité qu'il va alors exiger de cet actif économique ne dépend que d'une seule chose : du risque de cet actif économique. Autrement dit, le coût des ressources financières de l'entreprise, c'est-à-dire son coût du capital, n'est autre que le taux de rentabilité exigé par l'investisseur sur cet actif économique. » (Mise en gras par nos soins)

S'agissant du MEDAF et de la rentabilité exigée par un investisseur, le Vernimmen (Page 418 - 21.3) précise :

« Développé à la fin des années 1950 et au cours des années 1960 à partir des travaux de Harry Markowitz, William Sharpe, John Lintner et Jack Treynor, le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers ou CAPM (Capital Asset Pricing Model, en anglais) est aujourd'hui universellement appliqué.

Il part de l'hypothèse que les investisseurs sont rationnels et bénéficient tous de la même information sur les titres (voir les marchés efficients du chapitre 16). Ceux-ci se comportent comme l'investisseur du chapitre 20, cherchant pour un niveau de risque donné à maximiser leur rentabilité. Ils détiennent tous le même portefeuille, le portefeuille de marché, qui contient chaque titre en proportion de sa capitalisation boursière. » (Mise en gras par nos soins)

Par ailleurs, le Vernimmen (Page 684 - 33.11) fait le lien entre le coût du capital et le taux d'actualisation comme suit :



« Comme nous l'avons vu, le taux d'actualisation est le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais), ou coût du capital, qui correspond au taux de rentabilité minimal exigé par les pourvoyeurs de fonds (actionnaires, créanciers) pour financer l'actif économique. Nous renvoyons notre lecteur au chapitre 31 consacré à ce sujet. » (Mise en gras par nos soins)

3.3 Conclusion relative à la première question

Sur la base des développements précédents, et en particulier en raison du fait que la norme IAS 36, dont la première version remonte à 1998, soit une date très largement postérieure à la date du développement de la théorie du MEDAF (fin des années 1950 et années 1960), n'est pas à l'origine de cette théorie, qu'elle ne l'a pas non plus modifiée, et qu'elle s'est limitée à l'intégrer en l'état en son sein (cf. appendice A17 a), nous sommes donc d'avis que le taux d'actualisation utilisé par un participant de marché pour réaliser l'évaluation financière d'une UGT selon la Méthode DCF devrait, en principe, être identique à celui utilisé en interne pour déterminer la valeur d'utilité de la même UGT dans le cadre de l'application de la norme IAS 36.

En effet, le concept de taux d'actualisation, tel qu'il est développé à la première phrase du §.56 de la norme IAS 36, renvoie, de manière explicite à la notion de coût du capital, telle qu'elle ressort de la théorie financière (cf. supra §.3.2).



Par ailleurs, le §.A17 de l'appendice A à la norme IAS 36 (cf. supra §.3.1) visé précédemment apporte la preuve incontestable que le concept de coût moyen pondéré du capital, également qualifié de coût du capital, trouve son origine dans la théorie financière du MEDAF. Ce concept est à la base de la notion de taux d'actualisation.

Sur ce, il apparaît que le concept de taux d'actualisation, lui-même sous-tendu par l'exigence de rendement minimum exigé par les investisseurs, est un concept universel, qui devrait donc être appréhendé et déterminé de manière identique, tant par les préparateurs des états financiers dans le cadre de la mise en œuvre en interne des tests de dépréciation réalisés en application de la norme IAS 36 que par les évaluateurs dans le cadre de la Méthode DCF.

A cet égard, le rapprochement qui devrait naturellement s'opérer entre les valeurs de marché et les valeurs d'origine comptable, telles qu'elles résultent de l'application de la norme IAS 36, est vivement encouragé par l'Autorité des marchés financiers. Ceci ressort de manière explicite de la citation suivante :

« Au-delà de l'utilisation d'une méthode donnée, l'AMF est particulièrement attentive à la rationalisation des valeurs induites, notamment au regard de la valeur boursière du groupe, en particulier si celle-ci est très inférieure au cumul des valeurs recouvrables. » (Source : Revue Fiduciaire Comptable n° 414 - Mars



2014 - Laurence Forest, directeur évaluation des actifs chez SANOFI, représentant la DFCG - Patrick Parent, directeur des affaires comptables de l'AMF - Christophe Velut, président d'A3E et membre de la commission « Evaluation » de la CNCC).

Comme on l'a déjà observé, SORGEM « note » (voir supra) que le taux d'actualisation auquel aboutissent ses calculs « s'inscrit dans le haut de la fourchette de taux d'actualisations retenus par ALTRAN dans ses tests de dépréciation 2018... ».

FINEXSI, en écho, évoque tout aussi succinctement lesdits taux utilisés en interne chez ALTRAN en application de la Méthode DCF (Page 64) :

« La référence au taux d'actualisation retenu par la société dans le cadre de ses tests de dépréciation en application des normes IFRS n'est pas selon nous pertinente dans le contexte, et plus largement dans une approche d'évaluation financière. L'objectif de la norme IAS 36 est de vérifier que la valeur comptable des seuls actifs acquis inscrits dans les comptes n'est pas supérieure à leur valeur recouvrable, cette valeur étant appréhendée par référence à une notion de valeur d'utilité et non par rapport à une valeur fondamentale. ».

Ce commentaire est très lapidaire et peu argumenté, d'autant plus que la notion de « valeur fondamentale », qui ne relève pas de la terminologie comptable, correspond, selon les évaluateurs, à la résultante de l'évaluation multicritères, sans être spécifiquement liée à la Méthode DCF.

Ainsi, FINEXSI rejette sans plus d'explications le principe de la référence aux taux d'actualisation internes, qui, selon lui, renverraient à une « valeur d'utilité », là où la



recherche de l'expert indépendant serait la « valeur fondamentale ». Le libre arbitre incontestable de l'expert indépendant est légitime, pour autant qu'il conduise ce dernier à expliciter et étayer les raisons pour lesquelles il adopte ou rejette telle ou telle approche.

4. NOTRE REPOSE A LA SECONDE QUESTION

Les développements du présent paragraphe s'inscrivent dans le prolongement direct de la réponse que nous apportons à la première question (cf. supra §.3).

En effet, le fait de considérer que le taux d'actualisation utilisé par un participant de marché pour réaliser l'évaluation financière d'une seule et unique UGT selon la Méthode DCF devrait, en principe, être identique à celui utilisé en interne pour déterminer la valeur d'utilité de la même UGT dans le cadre de l'application de la norme IAS 36 devrait, en toute logique, nous conduire à mener le même raisonnement en présence de plusieurs UGT, dès lors que l'activité globale de ces UGT, prises dans leur ensemble, est elle-même représentative de l'activité de la société les détenant, dont il s'agit de déterminer la valeur sur la base de la Méthode DCF.

Afin d'être plus rigoureux dans l'analyse, il convient d'étendre la comparaison de l'activité de l'ensemble des UGT testées à l'activité de la société détenant lesdites UGT à la comparaison des flux de trésorerie futurs générés par l'activité de l'ensemble des UGT testées aux flux de trésorerie futurs générés par l'activité de la société détenant lesdites UGT.



En conclusion, nous sommes d'avis que, lorsque les flux de trésorerie futurs générés par l'activité de l'ensemble des UGT testées correspondent à l'essentiel des flux de trésorerie futurs générés par l'activité de la société détenant lesdites UGT, l'ensemble des taux d'actualisation utilisés en interne pour les besoins des tests de dépréciation selon la norme IAS 36 constituent une référence pertinente pour estimer le taux d'actualisation (ou coût du capital) applicable aux flux de trésorerie futurs dans le cadre de l'évaluation financière de cette société.

Nous nous tenons à votre disposition pour toute précision complémentaire et vous prions d'agréer, Madame la Présidente, l'expression de notre considération distinguée.

PAPER AUDIT & CONSEIL



Xavier PAPER

WILLIAM NAHUM ASSOCIES & PARTENAIRES



William NAHUM