

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info news
Page 2
- L'incidence de la clause
d'accession sur la valeur
location de
renouvellement du bail
commercial
Page 10
- Les modèles
économiques
d'uberisation créent-ils
réellement de la valeur ?
Page 16

Lettre trimestrielle n°22 – 2nd trimestre 2018

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.

L'été 2018 est très chaud, mais pas uniquement du fait de la canicule. En effet, les liquidités des fonds de Private Equity sont à des niveaux records, Apple, vient de franchir le cap mythique des 1 000 mds \$ de capitalisation boursière, le CAC 40 a régulièrement franchi le cap des 5 500€ en 2018 (avec un pic à plus de 5 600€ en mai), et se rapproche des seuils historiques du 1^{er} semestre 2007 (à plus de 6 100€), le Nasdaq 100 a également atteint des sommets à 7 511\$, les multiples de transactions se rapprochent des 10x l'EBITDA, les taux en Europe restent à des niveaux historiquement bas, le taux de croissance des EU reste estimé à 4% pour 2018 (contre +1,8% pour la France), ... entre autres bonnes nouvelles.

Belle performance, dans un contexte géopolitique compliqué, avec les EU et la Chine qui jouent au chat et à la souris sur fonds d'annonces protectionnistes, et avec les dévaluations massives en 2018 des devises de certains pays émergents. Cette situation est un facteur fort de stress, et donc de volatilité à court terme, dont certains investisseurs doivent certainement bénéficier.

Mais alors, pourquoi le marché boursier est-il considéré comme peu favorable sur le 1^{er} semestre 2018, avec près de 40% des introductions en bourse prévues en France annulées ou reportées ? Car les tensions politiques (et donc les risques) sont élevées, les niveaux de valorisation sont considérés par le marché comme élevés, voire très élevés, notamment pour les majors des techs (GAFA, ...), qui contribuent de manière très significative aux progressions des indices boursiers, comme c'est le cas aux EU. Car également les investisseurs, dont l'aversion aux risques a franchi un cap sont de plus en plus sélectifs. Car enfin, on ne peut qu'être perplexe sur les taux qui restent à un niveau historiquement bas, dans un contexte où les économistes nous expliquent depuis 4 ans que les taux remonteront dès que la croissance dépassera les 1,5%. En l'absence de remontée des taux marquée en Europe, le « message » de nos « argentiers » est donc assez inquiétant par ce qu'il sous-entend.

La « valeur » a du mal à trouver sa place dans le contexte où le « prix » a plus que jamais le beau rôle, ... pour l'instant. L'article d'Eddy sur l'uberisation montre qu'il faut plus que jamais, quelque soit l'envolée des prix, porter attention à la pérennité du business model de la société que l'on évalue.

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.

INFO NEWS

Christophe VELUT, Président A3E et Directeur Général d'ORFIS

⇒ Focus sur la situation économique et financière de la France par rapport à la crise de 2007 :

Il est intéressant de voir l'évolution de certains indicateurs économiques et financiers clés de la France depuis la crise de 2008 :

France	Taux de croissance du PIB (a)	Taux d'inflation (a)	% dettes publiques / PIB (a)	Taux OAT 10 ans (b)	CAC 40 (c)	Variation CAC 40	Volatilité CAC 40	Multiples de transaction (d)
2018 estimé	+1,8%	1,4%	87%	1,14%	30/06/2018 : 5 358 pts	+ 0,85%	11,1%	x 9,9
2017	+1,8%	1,2%	87,6%	0,67%	5 313 pts	+9,3%	10,35%	x 9,1
2016	+1,2%	0,7%	87,5%	0,75%	4 862 pts	+4,9%	20,96%	x 8,5
2015	+1,1%	0,3%	86,5%	0,93%	4 637 pts	+8,5%	23,09%	x 8,5
2014	+0,9%	0,1%	85,6%	0,92%	4 273 pts	-0,5%	16,33%	x 8,1
2013	+0,6%	0,8%	83,1%	2,33%	4 296 pts	+18%	16,23%	x 7,8
2012	+0,2%	1,5%	80,00%	2,01%	3 641 pts	+15,2%	21,15%	x 6,3
2011	+2,1%	2,6%	76,4%	3,16%	3 160 pts	-17%	29,02%	x 7,7
2010	+2%	2%	73,5%	3,34%	3 805 pts	-0,3%	23,83%	x 7
2009	-2,9%	1%	69,6%	3,48%	3 936 pts	+22,3%	26,67%	x 6,2
2008	+0,2%	1,2%	59,7%	3,54%	3 218 pts	-41,2%	41,19%	x 7,4
2007	+2,4%	2,8%	58%	4,35%	5 471 pts	+ 0,6%	17,24%	x 8,4
2006	+2,4%	1,7%	57,8%	3,81%	5 437 pts	Na	12,18%	x 9,1

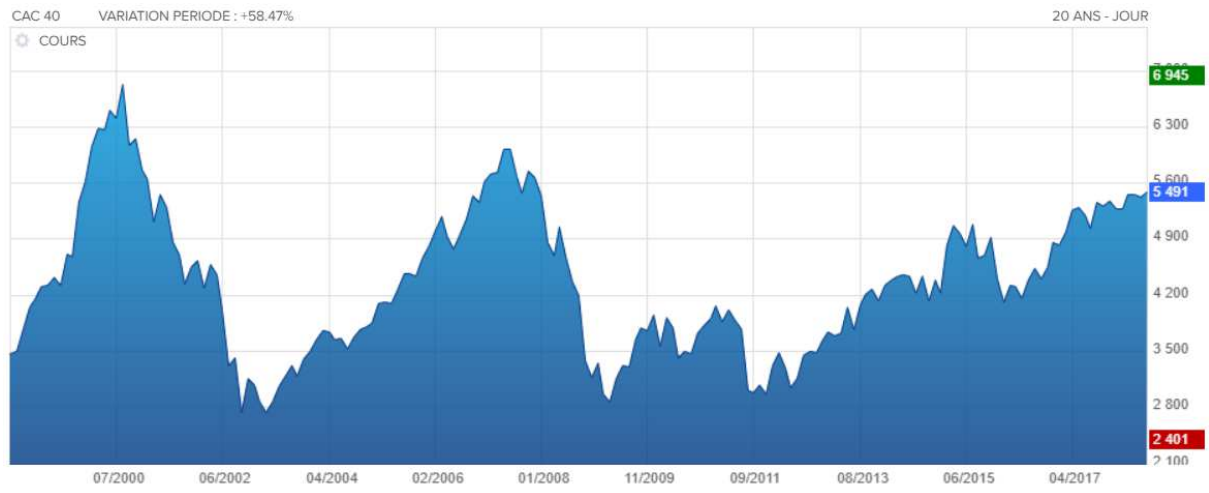
^(a) Source : FMI, World Economic Outlook Database, avril 2018

^(b) Source : OCDE Données, taux d'intérêt à long terme

^(c) Source : Boursorama, cours CAC 40

^(d) Indice ArgosMid Market – Epsilon Research

Il est à noter que le CAC 40 est revenu à son niveau de 2007, dans un contexte de croissance plus faible, et surtout d'un ratio dettes publiques / PIB en très forte progression.



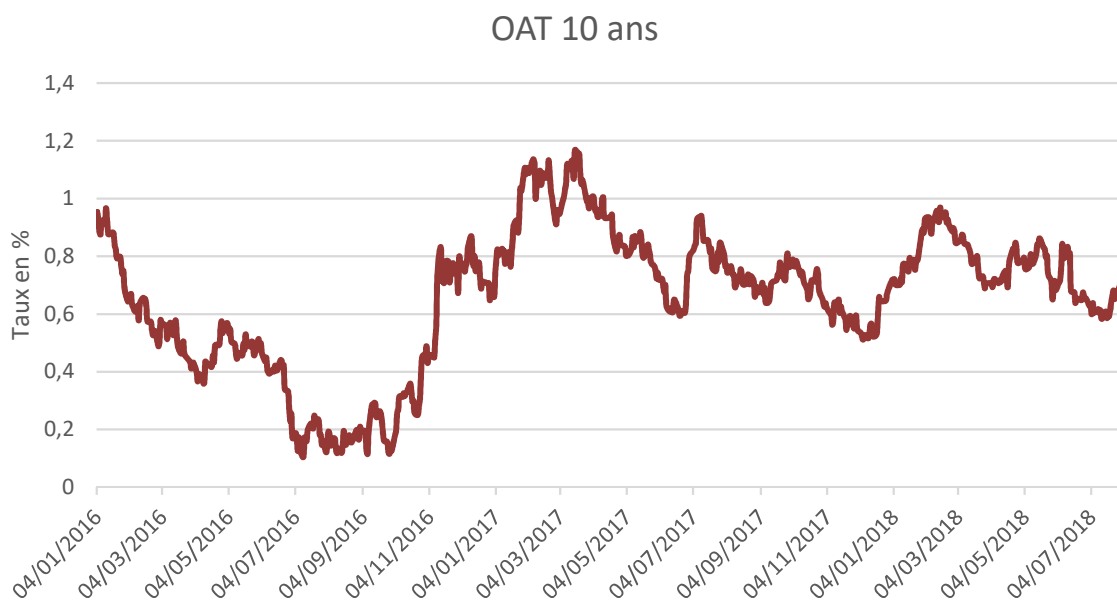
Source : Boursorama.

La courbe est intéressante, car elle montre que, contrairement aux 2 derniers cycles, la remontée a été beaucoup plus lente depuis 2011 ; elle montre également que nous nous rapprochons des hauts de cycles historiques. Espérons que la descente sera à l'image de la remontée, mais rien n'est moins sûr.

Après 2 années où le taux de croissance du PIB réalisé a été supérieur aux prévisions, le taux prévu initialement pour 2018 (1,9%), vient d'être révisé à la baisse à 1,8% par la Banque de France, afin de tenir compte du « ralentissement jugé temporaire » de l'activité en début d'année (0,2% de croissance contre 0,7% sur le 1^{er} trimestre 2017), et de la stabilité voire de la baisse de la consommation. L'ajustement est peu significatif en 1^{ère} lecture, mais les causes de l'ajustement amènent certains économistes à se demander comment les 1,8% pourront être atteints en 2018.

Les taux des OAT restent à des niveaux historiquement bas, juste derrière l'Allemagne, ce qui permet de faire de réelles économies sur la charge de l'Etat liée aux frais financiers, 2^{ème} poste de dépenses derrière l'Education.

Les croissances de taux de 0,5 à 0,6 pts annoncés pour 2018 ne se constatent pas pour l'instant, au contraire, comme indiqué dans le tableau ci-dessous.



Source : Agence France Trésor

Les investissements devraient progresser en France de 5,5% en 2018, contre + 4,5% en 2017.

Pour information, la croissance du PIB aux EU est estimée à 4%, contre environ 2,3% en 2017, et 1,5% en 2016. Les taux à 10 ans aux EU ont au contraire augmenté, passant de 2,2% fin juin 2017 à 2,85% fin juin 2018. Rappelons que pour les analystes, le taux d'intérêt « neutre » aux EU est estimé à 3%.

Le pilotage des taux par les banques centrales est un exercice particulièrement complexe. Une remontée des taux dans un contexte de ralentissement économique et de forte progression de la dette publique de certains pays aurait un impact très négatif. Rappelons que les mises en place de réductions d'impôts (baisse d'impôts de 8 points en France, pour arriver à 25% en 2022) sont en grande partie financées par la croissance ; quelle serait dans ce contexte la pérennité de ces mesures en cas de ralentissement prononcé de l'économie ?

Même s'il existe différents calculs du ratio dettes publiques / PIB, la tendance mise en avant par le ratio que nous avons calculé est assez inquiétante,...., notamment en cas de remontée des taux d'intérêts.

Certains analystes s'interrogent sur la possibilité d'une nouvelle crise significative sur le marché actions. Rappelons qu'un tel retournement interviendrait en cas de forte montée des risques (géopolitiques, protectionnistes, ...), de recul important de la croissance, et de progression élevée des taux d'intérêts. Si on analyse plus en détail :

- on peut constater une forte progression du risque, qui n'est cependant pas traduite dans la volatilité des marchés constatée depuis 2017. En revanche, la dévaluation de nombreuses devises de pays émergents (baisse de 40% de la livre turque, baisse significative du rouble,...) sont une bonne illustration des risques. Il est à noter que les pays émergents les plus touchés sont très liés avec les Etats-Unis ;
- sur le plan économique, la croissance devrait rester positive en 2018 (les conditions financières restent favorables, les croissances de PIB dans certains pays comme le EU ou la France restent élevées, ...) ; selon un certain consensus, différents signes laissent craindre un ralentissement de la croissance probable pour 2019, qui pourrait intervenir plus rapidement si certains évènements politiques, financiers ou économiques, viennent perturber les équilibres.
- le risque de forte progression des taux en Europe à court terme semble limité (cf supra) ;

Dans ce contexte, beaucoup de valorisations ne sont pas ou plus très attractives. Les multiples sont à des niveaux historiquement élevés : ainsi, l'indice Argos Mid Market publié par Epsilon Finance se rapproche des 9,9x l'EBITDA en moyenne (!), soit un niveau supérieur aux multiples d'avant crise en 2016 (9,1x), pour de très nombreuses raisons déjà commentées dans les précédentes lettres (abondance de liquidités des fonds de Private Equity qui détenaient 1 700 mds € de cash à investir, ...), perspectives de croissance largement anticipées dans les multiples.

Un ralentissement significatif de la croissance aurait un impact très probable à la baisse sur les multiples, au-delà de l'impact de la baisse mécanique de l'EBITDA.

Par ailleurs, les leviers d'endettement sur les opérations de LBO ont tendance à augmenter, pour dépasser 5 fois l'EBITDA, pour se rapprocher sur les niveaux d'avant crise de 2007-2008.

⇒ [Introductions en Bourse en France sur le 1^{er} semestre 2018 : des conditions de marché jugées défavorables](#)

L'annulation de l'introduction en bourse de Delachaux début juin, et le report des introductions en bourse de Novares et Autodis en février et mai dernier, font du 1^{er} semestre un des plus contre performants depuis 2012, même si 4 candidats se sont déclarés pour le second semestre.

Le marché est en effet confronté à une faible mobilisation des investisseurs, à une plus grande sélectivité, et à une attention plus importante sur les fourchettes de prix d'introduction.

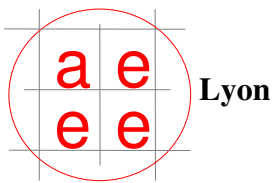
Sur le premier semestre 2018, 14 sociétés françaises devaient s'introduire en bourse, contre 10 sur le premier semestre 2017. Sur ces 14 sociétés, 4 ont vu leur IPO reportée et 1 a vu l'opération annulée. La société Delachaux, dont l'IPO a été annulée, a précisé que la Caisse de dépôt et placement du Québec va faire son entrée au capital via le rachat de la participation de l'un de ses actionnaires, le fonds CVC Capital Partners, le désengagement de ce fonds, étant l'un des objectifs de l'introduction en bourse. L'autre objectif de l'IPO, à savoir la consolidation du statut d'actionnaire majoritaire de la famille Delachaux, sera également atteint avec l'opération annoncée.

Le mois de juillet a été en revanche un mois très prolifique, avec 6 introductions en bourse réalisées.

Les sociétés dont l'IPO a été reportée sur le premier semestre 2018, (Affluent Medical, Elsalys Biotech, Autodis, Novares Group) expliquent principalement le report de l'introduction en bourse en lien avec des « conditions de marché défavorables ». Des conditions, qui selon les communiqués de presse, ne permettent pas de réaliser l'opération dans l'intérêt des sociétés, des actionnaires et des salariés, ni de refléter pleinement le potentiel des sociétés concernées.

Date	Société	Marché	Situation
30/07/2018	Audiovalley	Alternext	Effectuée
25/07/2018	Nature et Logis	Euronext Access	Effectuée
20/07/2018	Navya	MR - Compartiment B	Effectuée
10/07/2018	Ordissimo	Alternext	Effectuée
10/07/2018	BIO-UV Group	Alternext	Effectuée
09/07/2018	Roche Bobois	MR - Compartiment B	Effectuée
29/06/2018	Guandao Puer Inves	Euronext Access	Effectuée
27/06/2018	Affluent Medical	Alternext	Reportée
22/06/2018	2CRSI	MR - Compartiment C	Effectuée
18/06/2018	Cogelec	MR - Compartiment C	Effectuée
15/06/2018	Delachaux	MR - Compartiment A	Annulé
12/06/2018	Kalray	Alternext	Effectuée
01/06/2018	Elsalys Botech	Alternext	Reportée
01/06/2018	Enensys Technologies	Alternext	Effectuée
30/05/2018	Voluntis	MR - Compartiment C	Effectuée
23/05/2018	Dontnod	Alternext	Effectuée
24/04/2018	Oxatis	Alternext	Effectuée
04/04/2018	Vente-Unique.com	Alternext	Effectuée
15/03/2018	Octopus Robots	Euronext Access	Effectuée
15/02/2018	Novares Group	MR - Compartiment B	Reportée

Source : Boursorama, introductions en bourse



⇒ Autres news :

- Apple vient de passer le seuil mythique des 1 000 mds de capitalisation boursière cet été. Avant lui, seule PetroChina avait dépassé ce seuil un instant lors de son introduction en bourse en 2007.
 - Le gouvernement américain est en train de réfléchir pour publier une loi équivalente à la RGPD européenne. Les cours de bourses de certaines sociétés internet (Facebook, Critéo, ...) ont réagi défavorablement.
 - L'Allemagne est en train de renforcer le droit pour le gouvernement de s'opposer à un rachat d'une entreprise allemande présentant un intérêt stratégique, par un groupe étranger. Cette disposition intervient dans le contexte où les investissements chinois sont passés d'environ 700 M€ à près de 12 mds € en quelques années !
 - Le recours est de plus en plus marqué aux dettes obligataires depuis la crise, sous l'effet notamment de la politique accommodante de la BCE (taux bas, ...) : les obligations ont représenté 16% du financement total en 2017, contre 10% en 2016. Les analystes s'attendent à un maintien de cette tendance jusqu'en 2020, le 1^{er} relèvement des taux directeurs étant prévu pour mi 2019.
- ⇒ Le groupe Samsung Electronics co a annoncé début août qu'il allait investir 180 000 mds wons (140 mds \$) sur les 3 prochaines années, soit près de 4/4 de son CA annuel, en réponse au gouvernement sud coréen, de créer des emplois et dynamiser l'économie, notamment dans l'innovation. Pour information, les investissements se sont élevés à 18 mds € en 2016 et 33 mds € en 2017. 70% de ces investissements seraient réalisés en Corée du Sud. Samsung souhaite affecter une part significative de ce budget aux relais de la croissance (dont 22 mds \$ concernant l'intelligence artificielle, le réseau de 5^{ème} génération et les biotechnologies). Samsung souhaite investir notamment dans les secteurs de l'automobile et de la santé.

⇒ [Autres news \(suite\)](#) :

Dans la famille du tweet, nous appelons le PDG de Tesla, qui n'a rien à envier au Président des Etats Unis.

Le cours de bourse de Tesla a augmenté de 10% le 7 août, suite à un tweet de son PDG, Elon Musk, dans un mail à ses employés, les informant qu'il envisageait de retirer Tesla de la cote à un prix de 420\$, soit une prime de 12% par rapport au cours actuel.

Cette annonce intervient dans le contexte où Tesla est l'un des titres sur lesquels les positions vendeuses sont les plus élevées. Si cette opération est concrétisée, elle consisterait en la plus grosse opération de LBO de l'histoire. Il ne reste plus qu'à boucler son financement !

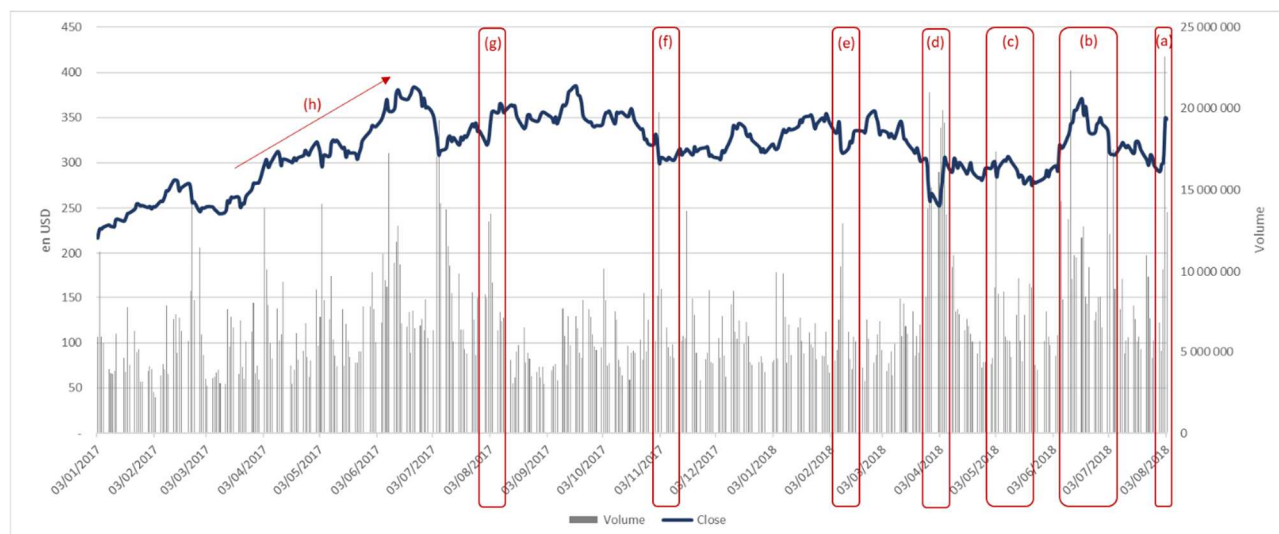
Pour information, le titre a rebaisé de 4% 2 jours après.

Comment a évolué le titre Tesla depuis notre article écrit dans la lettre 19 du 2^{ème} trimestre 2017 ?

Le tableau ci-après montre l'évolution du cours depuis notre précédent article (le cours avait alors atteint un sommet). Tesla surfe pour l'instant sur un marché automobile en bonne santé, avec un PDG qui a toujours un charisme important, même si l'on voit de plus en plus d'articles sur la pérennité du business plan au regard des besoins de financement.

La situation du cours de bourse aurait pu être pire, si l'on tient compte des différentes annonces du constructeur sur des niveaux de pertes plus élevées que prévues et le report régulier d'atteinte des objectifs de chiffre d'affaires.

Le tableau ci-après met en évidence la sensibilité du cours aux annonces



- a) Le constructeur automobile, a fait état de pertes deux fois plus importantes au deuxième trimestre 2018 qu'à la même période en 2017. *Le titre Tesla gagne malgré tout 9,7% !!!* Si les attentes des analystes ont été bousculées (chiffre d'affaires supérieur au consensus, pertes plus creusées qu'attendu, pertes par action plus impressionnantes également...), c'est l'attitude d'Elon Musk qui a rassuré les investisseurs !!! Cette explication est pour le moins surprenante, et n'a pas de quoi nous rassurer!!
- b) Le titre a perdu jusqu'à 6,6% en réaction à une information de presse selon laquelle le constructeur avait demandé à des fournisseurs de lui rendre une partie des sommes perçues depuis 2016 afin de soutenir une rentabilité mise à mal par ses objectifs de production.
- c) Le titre Tesla chute de 7,33% à 279,15 dollars : le constructeur de véhicules électriques a dévoilé des indicateurs financiers trimestriels supérieurs aux attentes ; cependant une mauvaise communication d'Elon Musk lors d'une conférence téléphonique a impacté l'évolution du cours !
- d) Le titre Tesla diminue en lien avec l'enquête ouverte par le Conseil national de la sécurité des transports (NTSB) sur un accident ayant entraîné la mort du propriétaire d'une Tesla Model X.
- e) Tesla a annoncé une perte de 770,8 millions de dollars, ou 4,01 dollars par action au quatrième trimestre, contre une perte de 279,5 millions de dollars, ou 0,78 dollar par action un an auparavant.
- f) Le constructeur a indiqué qu'il faudra un trimestre de plus que prévu pour atteindre l'objectif de fabrication de 5 000 berlines Model 3 par semaine. Ce délai important pourrait exercer une pression supplémentaire sur la trésorerie limitée du groupe.
- g) Hausse du titre Tesla, le fabricant de voitures électriques a dévoilé une performance trimestrielle meilleure que prévu.
- h) Hausse du titre en lien avec le pari des marchés financiers que l'électrique pourrait remplacer à terme le moteur à combustion, ainsi que la commercialisation de 25.000 véhicules lors du premier trimestre, un record, dont 13.450 Model S et 11.550 Model X, ce qui correspond à un bond de 69% en rythme annuel.

A suivre.

Christophe VELUT et Lucie VOINCON, consultante au département évaluation / ORFIS

L'incidence de la clause d'accession sur la valeur locative de renouvellement du bail commercial

Ketty FERRAND, Expert auprès de la Cour d'Appel de Lyon, et membre A3E

Les évaluations portant sur un local commercial ne dépendent pas seulement du local lui-même.

Certes, l'emplacement, la configuration, la surface, les caractéristiques, constituent des éléments essentiels de la valeur, qu'il s'agisse de la valeur locative de marché ou de la valeur locative de renouvellement, ou encore de la valeur du droit au bail.

Mais le bail commercial, qui régit les relations entre bailleur et preneur, et qui constitue un élément majeur du fonds exploité dans les lieux, comporte de nombreuses clauses ayant une incidence directe sur la valeur locative.

Il en est ainsi de la clause de destination, des clauses relatives au loyer et aux charges, de clauses contraignantes comme la clause d'exclusivité ou la clause d'enseigne, des clauses relatives à la cession du bail ou à la mise en location-gérance, ou encore les clauses régissant les travaux d'entretien et de réparation. Toutes ces clauses nécessitent une attention particulière de l'expert évaluateur, et il les prendra en compte dans son estimation de la valeur locative du local concerné.

Il est aussi une clause qui ne doit pas échapper à l'analyse de l'expert, parce que selon sa rédaction et les mécanismes de mise en œuvre elle peut avoir un impact significatif sur la valeur locative de renouvellement. Il s'agit de la clause d'accession, qui fera l'objet des développements qui suivent.

⇒ Qu'est-ce que l'accession ?

Le droit d'accession est défini par l'article 546 du Code civil :

*« La propriété d'une chose soit mobilière, soit immobilière, donne droit sur tout ce qu'elle produit, et sur ce qui s'y unit accessoirement soit naturellement, soit artificiellement.
Ce droit s'appelle « droit d'accession ».*

Cette définition est complétée par l'article 551 du Code civil, qui dispose :

« Tout ce qui s'unit et s'incorpore à la chose appartient au propriétaire, suivant les règles qui seront ci-après établies ».

En matière de bail commercial, l'accession repose sur le principe que le bailleur accèdera à la propriété des travaux réalisés par le preneur sur le bien loué, soit au terme du bail, soit au-delà selon la convention des parties.

Par ce mécanisme, et sauf stipulation contraire, le bailleur peut conserver le bénéfice des travaux ou demander la remise des lieux dans leur état initial.

Lorsque le bail ne comporte pas de clause d'accession, c'est le code civil qui s'applique, et plus particulièrement l'article 555 (pour les constructions et ouvrages nouveaux), reproduit ci-dessous dans son intégralité.

« Lorsque les plantations, constructions et ouvrages ont été faits par un tiers et avec des matériaux appartenant à ce dernier, le propriétaire du fonds a le droit, sous réserve des dispositions de l'alinéa 4, soit d'en conserver la propriété, soit d'obliger le tiers à les enlever.

Si le propriétaire du fonds exige la suppression des constructions, plantations et ouvrages, elle est exécutée aux frais du tiers, sans aucune indemnité pour lui ; le tiers peut, en outre, être condamné à des dommages-intérêts pour le préjudice éventuellement subi par le propriétaire du fonds.

Si le propriétaire du fonds préfère conserver la propriété des constructions, plantations et ouvrages, il doit, à son choix, rembourser au tiers, soit une somme égale à celle dont le fonds a augmenté de valeur, soit le coût des matériaux et le prix de la main-d'œuvre estimés à la date du remboursement, compte tenu de l'état dans lequel se trouvent lesdites constructions, plantations et ouvrages.

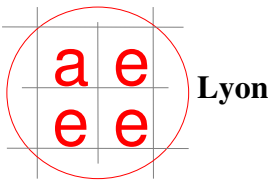
Si les plantations, constructions et ouvrages ont été faits par un tiers évincé qui n'aurait pas été condamné, en raison de sa bonne foi, à la restitution des fruits, le propriétaire ne pourra exiger la suppression desdits ouvrages, constructions et plantations, mais il aura le choix de rembourser au tiers l'une ou l'autre des sommes visées à l'alinéa précédent. »

Quant aux améliorations apportées aux bâtiments existants, leur sort est régi par les articles 546 et 551 du Code civil en l'absence de clause particulière.

Ces dispositions n'étant pas d'ordre public, la grande majorité des baux commerciaux comportent une clause d'accession.

Le plus souvent, cette clause précise la date et les modalités de l'accession, à savoir que le bailleur a le choix entre accéder à la propriété des travaux ou demander la remise des locaux dans leur état primitif. D'une manière générale, la clause stipule que l'accession s'effectuera sans indemnité et que le bailleur se réserve le droit d'exiger la remise en état des locaux aux frais du preneur.

En présence d'une clause d'accession, l'expert saisi pour évaluer la valeur locative de renouvellement d'un bail commercial – en cas de dé plafonnement du loyer – s'interrogera sur les travaux entrepris par le preneur, et plus particulièrement sur leur nature et sur la date à laquelle ils ont été réalisés, ainsi que sur le sort de ces travaux selon la date de l'accession fixée dans le bail.



⇒ L'accession, à quelle date ?

Rappelons qu'il est de jurisprudence constante qu'à défaut de convention des parties, l'accession s'effectue à la date de l'expiration du bail, c'est-à-dire à la date de fin du bail initial.

Il en est de même en présence d'une clause stipulant que l'accession se fera « en fin de bail » ou « en fin de location ».

Lorsque la clause stipule que les travaux reviendront au bailleur « au départ du preneur », ou « en fin de jouissance » ou « à la fin de l'occupation des locaux » encore « au dernier des renouvellements », les travaux réalisés par le preneur ne sont pas à prendre en compte dans l'appréciation de la valeur locative de renouvellement, puisqu'ils ne sont pas encore devenus la propriété du bailleur. Ce type de clause reportant l'accession au départ du locataire est extrêmement avantageux pour ce dernier, notamment pour les constructions édifiées sur un terrain nu (seul le terrain serait à prendre en compte) ; ce qui pourrait inciter certains experts à majorer la valeur locative de base.

Enfin, ce n'est qu'au-delà du premier renouvellement du bail que les améliorations financées par le preneur sont à prendre en compte (Art. R 145-8 du Code de commerce), contrairement aux modifications des caractéristiques des locaux, que le bailleur peut invoquer dès le premier renouvellement, aussi bien pour déplaçonner le loyer que pour les retenir dans la valeur locative.

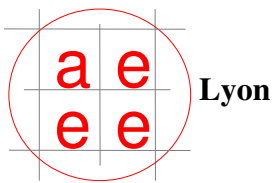
⇒ Quels travaux ?

L'article R 145-8 précité n'évoque que les améliorations. Or les travaux peuvent consister en des constructions nouvelles, ou seulement en de l'entretien. Il peut aussi s'agir de transformations, ou encore d'embellissements ou d'aménagements.

La qualification des travaux n'est pas neutre, parce que la clause d'accession peut être limitée à certains travaux, tels que « les travaux d'amélioration », ou les « constructions nouvelles ».

Notons au passage que certains travaux peuvent conduire au déplaçonnement du loyer, tels que ceux ayant entraîné une modification notable des caractéristiques ou de la surface des locaux (Art. L 145-33 du Code de commerce).

L'expert devra analyser les travaux dont le preneur a supporté la charge, et les apprécier au regard de ceux visés par l'accession.



⇒ Quelle incidence sur la valeur locative ?

Lors de la visite des lieux, l'expert aura relevé les éléments concourant à leur valeur locative, et plus particulièrement la surface des différents locaux selon leur nature, leurs caractéristiques, leur état, etc.

Si l'accession a opéré, tous ces éléments lui permettront d'estimer la valeur locative des locaux tels qu'il les a observés.

En revanche, si l'accession est reportée, l'expert se souciera d'apprécier tous ces éléments avant travaux, et l'incidence sur la valeur locative peut être très significative. C'est le cas notamment pour les locaux livrés « bruts de béton ».

Pour cela, l'expert se référera à l'importance des travaux, par exemple au vu du fichier des immobilisations, des photos avant travaux, etc. Il pourra corriger la valeur locative des locaux après travaux en pratiquant un amortissement économique du coût des travaux. Le plus souvent, lorsque les travaux n'ont pas modifié les surfaces, il corrigera la valeur locative par l'application d'un abattement qu'il appréciera spécifiquement.

Lorsque les travaux ont modifié la surface et que l'accession n'a pas encore joué, c'est la surface avant travaux qui est à retenir. Il en sera de même pour les coefficients de pondération, notamment lorsque la répartition des surfaces a été affectée par les travaux.

Cas particulier : le régime hôtelier

Les travaux réalisés par le locataire d'un hôtel obéissent à un régime particulier.

Le bailleur ne peut s'opposer à l'exécution de travaux d'équipement et d'amélioration (Art. L 311-1 du Code du tourisme). Ces travaux sont cependant limitativement énumérés par l'article L 311-1 :

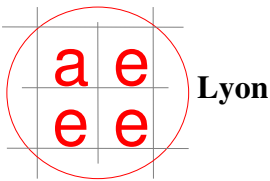
« Le propriétaire d'un immeuble dans lequel est exploité un hôtel ne peut s'opposer, nonobstant toute stipulation contraire, à l'exécution des travaux d'équipement et d'amélioration que le locataire, propriétaire du fonds de commerce, réalise à ses frais et sous sa responsabilité lorsque ces travaux concernent :

1° La distribution de l'eau, du gaz et de l'électricité ;

2° L'installation du téléphone, d'appareils récepteurs de radiodiffusion et de télévision ;

3° L'équipement sanitaire ;

4° Le déversement à l'égout ;



5° *L'installation du chauffage central ou de distribution d'air chaud ou climatisé ;*

6° *L'installation d'ascenseurs, monte-charges et monte-plats ;*

7° *L'aménagement des cuisines et offices ;*

8° *La construction de piscines ;*

Même si ces travaux doivent entraîner une modification dans la distribution des lieux.

Dans le cas où ceux-ci affectent le gros œuvre de l'immeuble, ils ne peuvent être entrepris, à défaut d'accord du propriétaire, qu'après avis favorable de commissions dont la composition et le fonctionnement seront fixés par décret pris sur avis du Conseil d'Etat et dans lesquelles seront représentés en nombre égal les hôteliers et les propriétaires d'immeubles. »

Le bailleur ne peut pas non plus exiger la remise des lieux dans leur état initial, de sorte que les locaux seront restitués dans l'état où ils se trouvent (Art L 311-4 du Code du tourisme).

En outre, lorsqu'il s'agit d'évaluer une indemnité d'éviction, les travaux sont pris en compte à travers la plus-value qu'ils apportent :

« Lors du départ du locataire ou du cessionnaire du droit au bail, les lieux sont restitués au propriétaire dans l'état où ils se trouvent, sans que celui-ci puisse exiger la remise des lieux dans leur état antérieur.

En cas de refus de renouvellement du bail, le montant de l'indemnité d'éviction prévue par l'article L. 145-14 du code de commerce est fixé compte tenu de la plus-value apportée au fonds de commerce par l'exécution des travaux mentionnés à l'article L. 311-1. »

Pour la fixation du loyer, l'article L. 311-3 aménage un dispositif de neutralisation pendant 12 ans des travaux réalisés par le locataire hôtelier, à condition que ce dernier notifie préalablement au bailleur l'intention de réaliser les travaux selon le formalisme édicté par l'article L 311-2.

Art L311-2 :

« Le locataire doit, avant de procéder aux travaux, notifier son intention à son propriétaire par lettre recommandée avec demande d'avis de réception. Un plan d'exécution et un devis descriptif et estimatif des travaux projetés sont joints à cette notification. Dans le cas prévu au deuxième alinéa de l'article L. 311-1, le propriétaire dispose d'un délai de deux mois pour informer dans la même forme le locataire de son acceptation ou de son refus. Le défaut de réponse est réputé valoir accord. »

Art L311-3 :

Pendant la durée du bail en cours et celle du bail renouvelé qui lui fait suite et pour une durée de douze années à compter de l'expiration du délai d'exécution mentionné à l'article L. 311-2, le propriétaire ne peut prétendre à aucune majoration de loyer du fait de l'incorporation à l'immeuble des améliorations résultant de l'exécution des travaux mentionnés à l'article L. 311-1. »

Les modalités ont été précisées par la Cour de cassation :

1/ le délai court à compter de la date d'achèvement des travaux, quelle que soit la date de l'autorisation donnée par le bailleur ;

2/ lorsque le délai de 12 ans s'achève au cours du bail renouvelé, le loyer est augmenté pour prendre en compte les améliorations, l'accession ayant alors opéré.

Se pose alors une difficulté : comment déterminer la valeur locative du bail renouvelé alors que l'accession interviendra en cours de bail ?

Les pratiques expertales ne sont pas uniformes : parfois, les travaux ne sont pas pris en compte (puisque'ils n'ont pas encore été incorporés à l'immeuble à la date du renouvellement) ; il est souvent pratiqué un abattement modulé, ou un abattement limité à la période antérieure à l'accession ; cette dernière solution ayant été validée par la Cour d'appel de Paris et par la Cour de cassation.

Lorsque l'accession est reportée en fin de jouissance, une autre question se pose : faut-il écarter les travaux pour évaluer la valeur locative de l'hôtel ?

La solution n'est pas encore définitivement établie. On pourrait supposer que les travaux ne sont pas à intégrer dans la valeur locative, même après 12 ans, puisque'ils n'ont pas encore fait accession. Cependant, la Cour d'appel de Paris a jugé différemment (mais dans une hypothèse différente), considérant que l'article 311-1 est d'ordre public, et la Cour de cassation lui a donné raison.

Notons enfin que seuls les hôtels sont régis par ces dispositions, qui ne concernent pas les résidences de tourisme ni les autres établissements d'hébergement.

Les modèles économiques d'uberisation créent-ils réellement de la valeur ?

Eddy BLOY, Vice-Président A3E

Uber, fin 2017, est valorisé quelques 50 milliards de dollars dans le cadre de son opération de rapprochement avec SOFTBANK alors qu'elle affiche une perte record de 4,5 milliards de dollars.

Blablacar est en mauvaise santé financière plombée en partie par l'arrivée des cars Macron qu'elle n'avait pas vu venir. Alors qu'elle perd de l'argent depuis sa création, elle vit sur le matelas financier constitué par ses premières levées de fonds, dont il lui reste environ la moitié.

En 2016, DELIVROO a réalisé un chiffre d'affaires de 146 millions d'euros pour des pertes d'un montant équivalent. En 2017, une levée de fonds la valorisait à 2 milliards de dollars ! En revanche, il est vrai, AIR BNB gagne de l'argent mais ce semble une exception.

Ces quelques remarques issues de la vie des affaires ne peuvent que nous interroger sur la valorisation de ces firmes de la « nouvelle économie ». Dans ces mêmes colonnes, notre Président s'était déjà interrogé sur les discordances existantes entre la valorisation de TESLA et ses piètres performances financières (sans parler de ses dysfonctionnements industriels).

Notre propos se veut plus centré sur cette partie de la nouvelle économie qui développe son exploitation dans le cadre de ce qu'il est désormais convenu d'appeler des logiques « d'uberisation ».

Nous voulons tout particulièrement inviter le lecteur à s'interroger sur la création de valeur produite par ces activités. Doit-on considérer ces modèles comme les prémices d'une nouvelle ère économique propres à générer une vraie création de richesse dans un cadre économique et sociétal entièrement renouvelé ou bien ne sont-ils que des mirages susceptibles de laisser un goût amer à des investisseurs peut-être un peu trop enthousiastes ?

Evidemment, il serait prétentieux de vouloir trancher ce débat en quelques lignes. Mais sans apporter une réponse péremptoire à la question posée, nous voudrions susciter une réflexion critique sur des idées reçues prises pour argent comptant.

D'abord, il faut tenter de cerner ce qu'on appelle l'uberisation. L'uberisation est souvent pris maintenant comme synonyme de tout modèle d'activité mettant en jeu un processus d'innovation fondé sur le numérique. La réalité est un peu plus précise. L'uberisation est un modèle économique d'intermédiation systématique. En ce sens, il est vieux comme l'échange lui-même.

Mais on peut mettre en évidence deux particularités que l'on considérera comme des novations :

- **en premier lieu**, l'uberisation peut s'analyser comme un processus d'interposition dans le cadre d'un modèle d'échange déjà parfaitement constitué. Autrement dit, là où il y avait deux acteurs, on introduit un tiers dont le rôle est, théoriquement et quelque fois pratiquement, de faciliter l'échange et d'améliorer sa qualité.

- *en deuxième lieu*, l'uberisation repose sur une double optimisation : la rapidité de la mise en relation client-fournisseur de service d'une part, la baisse du prix de la prestation d'autre part. Cette double performance résulte de la mise en place de plateformes numériques utilisant des algorithmes adaptés et de la compression des charges de structure. Il faut également ajouter qu'elle résulte et, c'est le côté obscur de la force, de la mise entre-parenthèse d'un certain nombre d'obligations auxquelles sont soumises les entreprises de « l'ancien monde ». Nous y reviendrons un petit peu plus loin.

En adoptant, tout d'abord, une perspective micro économique, interrogeons-nous si ces entreprises créent de la valeur.

La réponse dépend évidemment de la mesure sous-jacente au concept utilisé. Une remarque préalable s'impose.

On ne dispose pas de données comptables fiables publiées pour toutes ces entreprises et il faut, parfois, se fier à des suppositions découlant de données de fait plus qu'à des certitudes pour produire une réponse. Si l'on assimile la création de valeur à la MVA (Market Value Added), on ne peut contester que les entreprises les plus connues sont créatrices de valeur pour leurs actionnaires.

Néanmoins, nous pensons que ce concept de MVA aboutit à une mesure faible de la création de valeur dans la mesure où il se concentre essentiellement sur le point de vue de l'actionnaire ce qui, selon nous, limite l'intérêt économique d'un tel critère. Par ailleurs et c'est plus grave, on peut se questionner sur la robustesse d'une telle création de valeur.

En effet, il n'échappe à personne que, par-delà l'éventuel intérêt du business-model de telle ou telle entreprise, les comportements des investisseurs ne sont certainement pas vierges de toute arrière-pensée spéculative.

Dans ces conditions, la vérité d'hier peut très vite devenir la désillusion de demain.

Une autre mesure de la création de valeur réside dans l'estimation de l'EVA[®] (Economic Value Added) que l'on a rebaptisé, avec plus ou moins de bonheur, profit économique pour échapper aux foudres des créateurs du concept (lequel n'est d'ailleurs pas particulièrement nouveau).

Compte tenu des pertes réalisées par beaucoup de ces entreprises et du coût du capital particulièrement élevé (la principale source de financement étant les capitaux propres et le niveau de risque élevé) on peut en déduire que ces entités ne sont certainement pas génératrices de profit économique, ni maintenant, ni même à l'horizon d'un Business-Plan de cinq ans. Il est d'ailleurs étrange que ces entités qui ne sont pas hautement capitalistiques, qui compriment fortement les coûts de main-d'œuvre et l'ensemble des coûts de fonctionnement, aient d'aussi piètres performances.

A la suite de ces quelques réflexions, on ne peut manquer de trouver curieux que ces entreprises qui doivent promouvoir le devenir de long terme de nos sociétés ne soient performantes que dans le cadre d'une création de valeur dont la réalité est plutôt un court-terme spéculatif. Cette dernière remarque nous sert de transition pour prendre un peu de recul en considérant la création de valeur par des secteurs uberisés dans une perspective plus macro-économique.

Ne perdons pas de vue que cette dimension doit rester présente dans l'esprit de l'évaluateur indépendant s'il veut être rassuré sur la cohérence et la robustesse de ses estimations.

Notre appréciation passera par un petit détour par l'histoire de la pensée économique. Les fondateurs de la pensée économique moderne (Smith, Ricardo...) pensaient que les services et singulièrement le commerce, n'étaient pas productifs, entendez par là qu'il n'était pas créateur de valeur dans la mesure où ils n'impliquaient pas une transformation (nous dirions maintenant une valeur ajoutée) de produits matériels.

Ainsi, pour eux, le commerce ne faisait que mettre à disposition un produit existant sans lui ajouter une quelconque valeur. Il n'y avait donc pas de création de richesse au-delà de ce qui avait été déjà réalisé par la production du bien commercialisé. Bien entendu, la pensée économique contemporaine est revenue sur cette position (mais il n'y a pas si longtemps que cela, les comptes nationaux français considéraient les services comme non productifs).

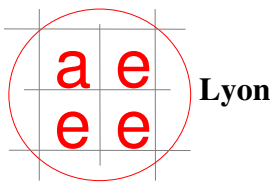
Nous sommes passés par ce vagabondage historique, car l'uberisation est un processus d'intermédiation de nature à poser les mêmes questionnements que le commerce en des temps plus reculés.

En effet, l'interposition d'un nouveau type d'entreprise au sein d'une relation client-fournisseur complètement constituée est-elle véritablement créatrice de valeur ajoutée au niveau global ? Cette question ne peut être écartée d'un simple revers de la main.

Prenons le cas de la société UBER elle-même. Les apports techniques constitutifs de l'originalité du business-model auraient fort bien pu être appliqués dans le cadre des entreprises existantes.

La présence d'UBER a ajouté une offre supplémentaire dans le cadre de la demande de mobilité mais a-t-elle induit du trafic où n'a-t-elle produit qu'un déplacement de la demande auquel cas, au mieux, il s'agit d'un jeu à somme nulle, au pire les pertes des acteurs évincés ne sont pas nécessairement compensées par les gains des nouveaux et il s'agit d'une perte nette pour l'économie.

On aurait très bien pu concevoir qu'UBER soit un vendeur de solutions techniques pouvant améliorer certaines solutions de mobilité à l'intérieur des cadres existants.



Dans une telle configuration le gain net pour l'économie n'aurait-il pas été plus élevé qu'il ne l'est dans la situation actuelle ? Autrement dit, au motif que le développement des techniques numériques permet d'incontestables améliorations dans le fonctionnement du secteur des services, est-il utile de greffer sur ce développement des processus d'intermédiation qui concurrencent voire détruisent des activités existantes ? Ces processus d'intermédiation sont-ils créateurs de valeur ou au contraire destructeurs nets de valeur ?

Autant de questions qui mériteraient d'être éclaircies et qui posent le problème de fonds de la fiabilité de telles activités et donc de leur valeur vue cette fois-ci sous l'angle classique de l'évaluation d'entreprise.

Par ailleurs, et nous l'avons déjà évoqué au début de ces quelques lignes, ces entreprises ont une inclination certaine à s'affranchir de contraintes réglementaires, fiscales et sociales qui leur permettent d'alléger leur coût mais qui rend la concurrence avec les modèles existant dans les mêmes domaines d'activités quelque peu déloyale.

D'ailleurs, les pertes générées par beaucoup de ces entreprises conduisent à penser que le coût consolidé de la prestation offerte n'est pas couvert par le prix payé par le client final. On serait donc, sans beaucoup forcer l'analyse, dans une pratique systématique de vente à perte visant à liquider la concurrence, ce qui explique corrélativement la pression exercée sur les coûts de fonctionnement courants de façon à limiter les pertes et, par là-même, le recours aux actionnaires.

Enfin, *last but not least*, l'uberisation tend à s'étendre à des secteurs où elle risque de poser un véritable problème de sécurité pour l'utilisateur final. Nous pensons tout particulièrement aux domaines du droit, du chiffre, voire de la santé.

Doit-on laisser faire dans la mesure où la constitution d'entités ubérisées dans ces champs d'activité risque de conduire à un affaiblissement des compétences des opérateurs et donc de la sécurité que les clients sont en droit d'attendre pour tout ce qui touche la protection d'aspects fondamentaux de leur existence.

Nous ne concluons pas par un rejet ferme et total de cette économie naissante. Nous voulons attirer l'attention sur le fait qu'il ne s'agit certainement pas de la révolution définitive telle que certains voudraient nous le faire croire, mais qu'une partie (nous disons bien une partie) nous apparaît plutôt comme une « excroissance parasitique » d'un domaine économique existant.

Chaque fois qu'une entreprise relevant de ce type de logique sera à même de satisfaire mieux des besoins existants (en permettant par exemple à des agents économiques qui ne pouvaient accéder à tel ou tel service de le faire), on ne pourra que se féliciter de l'apparition de ces activités. S'il s'agit simplement d'évincer du marché une activité existante qui pourrait parfaitement perdurer moyennant quelques améliorations, nous ne voyons pas clairement l'intérêt de l'opération.

Quant à l'extension inconsidérée de ces processus à n'importe quel type d'activité, il nous paraît que la balance entre les avantages et les risques est clairement défavorable.