

Faut-il faire évoluer les méthodes d'évaluation d'entreprise ?



Alain SCHATT

Maître de conférences à l'Université de Franche-Comté, Directeur du DESS CAAE



Thierry ROY

Professeur agrégé d'économie et de gestion, diplômé d'expertise comptable

Lors de certaines transactions, telles que les transmissions d'entreprises, les fusions-acquisitions ou les introductions en bourse, il est nécessaire d'évaluer les entreprises avant de procéder à l'achat ou, éventuellement, à l'échange des actions. L'expert-comptable, conseiller privilégié du chef d'entreprise, est généralement considéré comme un expert de l'évaluation, au même titre que les banquiers qui sont parties prenantes à ces opérations. D'ailleurs, le thème de l'évaluation de l'entreprise est au programme du Diplôme d'études comptables et financières (voir Langlois et al., 2000).

Pour réaliser cette mission, les experts disposent d'une multitude de méthodes, qui permettent d'obtenir des "fourchettes" plus ou moins larges de valeur d'entreprise. On distingue généralement trois grandes approches : la première est basée sur les données comptables, la seconde sur les flux futurs et la dernière tente de concilier les deux premières approches.

Dans cet article, nous abordons la question de la pertinence des différentes méthodes. Il apparaît que l'utilisation de certaines d'entre elles ne facilite pas le travail de justification de l'opinion émise par l'expert sur la valeur de l'entreprise.

1^{RE} PARTIE

LES LIMITES DES MÉTHODES D'ÉVALUATION TRADITIONNELLES, NON FONDÉES SUR LA THÉORIE FINANCIÈRE

Les méthodes basées sur les données comptables

Les méthodes "classiques" (actif net comptable corrigé,...) repo-

sent sur les documents comptables et principalement le bilan. Une première limite tient au fait qu'une approche fondée sur le bilan ne peut offrir qu'une vision statique et passiste de l'entreprise (évaluation d'un ensemble de "stocks" à un moment donné). Les retraitements extra-comptables de certains éléments d'actifs et de passifs n'y changent rien.

Par ailleurs, les actifs incorporels (marque, culture d'entreprise,...) qui fondent l'avantage compétitif de certaines entreprises ne sont pas (ou de façon très imparfaite) intégrés dans les documents comptables.

Plus fondamentalement, cette approche ne traduit pas les véritables préoccupations des investisseurs. Ces derniers, en achetant des actions de l'entreprise, font un pari sur l'avenir. Ainsi, seule la capacité de l'entreprise à dégager des flux de liquidités suffisamment élevés pour rémunérer les capitaux investis présente un intérêt à leurs yeux. Cette optique explique les valorisations élevées des jeunes entreprises à fort potentiel de développement.

Une étude récente, sur la valorisation des entreprises introduites en bourse entre 1996 et 2000, met en évidence des écarts significatifs de valorisation entre les jeunes entreprises introduites au Nouveau Marché (internet,...) et celles introduites au Second Marché. Les données fournies dans le tableau 1 font apparaître un rapport moyen entre la valeur boursière et la valeur comptable des fonds propres légèrement supérieur à 13. Pour les entreprises disposant d'un fort potentiel de croissance, ce rapport est de 25,78 contre 5,48 pour les entreprises à maturité cotées au Second Marché.

Résumé de l'article

En tant qu'expert de l'évaluation des entreprises, l'expert-comptable doit disposer d'un cadre conceptuel solide, afin de pouvoir justifier son opinion. La théorie financière fournit le cadre adéquat permettant de répondre à ce besoin.

Tableau 1 - Rapport entre la valeur boursière (au moment de l'introduction) et la valeur comptable des fonds propres, pour un échantillon de 220 entreprises françaises introduites en bourse entre 1996 et 2000.

	Echantillon total	Nouveau marché	Second marché
Moyenne	13,05	25,78	5,48
Médiane	6,42	15,74	4,25
Nombre d'entreprises	220	82	138

Source : Schatt et Roy (2001).

Ces résultats montrent que les investisseurs valorisent fortement les entreprises disposant d'un potentiel de développement élevé. En revanche, les entreprises à maturité ou en phase de déclin, même si ces dernières disposent de fonds propres comptables conséquents, font l'objet d'un moindre intérêt.

Les méthodes mixtes

Afin de prendre en compte la capacité de l'entreprise à générer des profits dans le futur, les experts proposent d'ajouter un "goodwill" (ou sur-valeur) à l'actif net comptable corrigé. Une première critique de cette approche réside dans la grande variété de calcul de cette sur-valeur (cf Langlois et al., 2000, pour plus de détails).

Par ailleurs, on peut raisonnablement s'interroger sur le véritable apport d'une méthode qui cherche à concilier une approche basée sur des données comptables, foncièrement statique, avec une approche basée sur les flux futurs. Enfin, la principale critique réside dans l'actualisation (ou la capitalisation) de bénéfices. En effet, selon la théorie financière, seule l'actualisation des flux de liquidités est pertinente et en aucun cas celle des bénéfices comptables.

2^{DE} PARTIE

LES APPORTS DE LA THÉORIE FINANCIÈRE POUR L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES

Compte tenu des nombreuses limites des méthodes exposées préalablement, nous conseillons d'utiliser de façon prioritaire

1. Le lecteur intéressé trouvera une présentation plus détaillée de cette méthode dans les ouvrages de Michel Albouy (2000) et de Gérard Charreaux (2000).

la méthode actuarielle préconisée par la théorie financière. Cette méthode reconnaît l'importance de l'avenir de l'entreprise, dont la valeur dépend des flux de liquidités futurs et du coût de financement⁽¹⁾.

Les flux de liquidités futurs

Les flux à estimer sont ceux revenant à l'ensemble des apporteurs de capitaux : les banquiers et les actionnaires. Il s'agit essentiellement de l'excédent de trésorerie d'exploitation (ETE) après impôt sur les sociétés. La trésorerie dégagée par le cycle d'exploitation permet en effet de rémunérer les banquiers (versement des annuités) et les actionnaires.

A ce stade, il nous semble utile de préciser que :

- la trésorerie revenant aux actionnaires correspond à l'ETE moins les versements aux banquiers. Quand aux dividendes, ils correspondent à la différence entre la trésorerie que peuvent potentiellement prélever les actionnaires et la trésorerie qu'ils laissent à la disposition de l'entreprise pour financer de nouveaux projets rentables ;
- le bénéfice comptable ne correspond donc, en aucun cas, au flux à prendre en compte pour évaluer une entreprise.

Le taux d'actualisation

Le principal apport de la théorie financière porte sur la définition du taux d'actualisation. Il s'agit du coût moyen pondéré du capital (CMPC), qui dépend du

coût des dettes financières (après impôt sur les sociétés) et du coût des fonds propres. Supposons qu'une entreprise présente la structure financière suivante : 10 millions d'euros de dettes financières et 20 millions d'euros de capitaux propres. Le coût des dettes financières s'élève à 6 %, le coût des fonds propres à 10 % et le taux d'impôt sur les sociétés est de 33^{1/3} %. Dans ce cas, le CMPC est égal à 8 %, soit : $10 / 30 \times (6 \% \times 0,667) + 20 / 30 \times 10 \%$.

Il est important de rappeler que le coût des fonds propres dépend du risque supporté par les actionnaires. Le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) permet de calculer ce coût. Bien que développé sous certaines hypothèses spécifiques, ce modèle peut rendre de nombreux services aux experts de l'évaluation. Il évite en tout cas d'utiliser des taux aberrants, tel que le taux des emprunts d'Etat, majoré dans le meilleur des cas d'une prime de risque pour le moins subjective. La prise en compte d'un taux sans risque est critiquable parce qu'elle amène l'expert à surévaluer l'entreprise comme le montre l'application numérique présentée ci-après.

Les difficultés d'application

L'utilisation de la méthode des flux de liquidités futurs actualisés au coût moyen pondéré du capital est sans aucun doute celle dont les fondements sont les plus solides. La principale critique adressée à cette approche réside dans la difficulté d'estimer les flux futurs. Il s'agit effectivement d'un exercice complexe. Pour cette raison, nous suggérons d'effectuer des "micro-simulations", qui permettent de définir des "fourchettes de valeur" à partir d'un jeu d'hypothèses donné.

Pour illustrer ceci, supposons que l'expert ait défini cinq scénarios d'évolution des flux futurs. Par souci de simplification, ces flux sont stables sur une durée de vie infinie. Dans ce cas, la valeur de l'entreprise est égale au flux constant divisé par le coût du capital. Nous supposons également que le coût des sources de financement peut varier, dans

Abstract

As expert in the evaluation of enterprises, the professional accountant must have available a solid conceptual framework in order to justify his opinion. Financial theory provides an adequate framework to meet this need.

REFLEXION

la mesure où le mode de financement n'est pas définitivement fixé au moment de l'évaluation.

Tous les renseignements et les résultats figurent dans le tableau 2. Si cette entreprise dégage un flux de liquidités constant de 50 millions d'euros par an dans le futur et si le coût du capital s'élève à 10 %, alors sa valeur est de 500 millions d'euros. Pour connaître la valeur des fonds propres, il suffit de soustraire la valeur des dettes financières. On remarque que :

- la valeur de l'entreprise augmente quand le coût du capital baisse. Ainsi, avec des flux de 50 millions d'euros par an et un coût du capital de 8 %, la valeur de l'entreprise s'établit à 625 millions d'euros. Cet exemple montre bien à quel point l'utilisation d'un taux sans risque (taux des emprunts d'Etat) est critiquable et tend à surestimer la valeur de l'entreprise ;
- la valeur de l'entreprise augmente quand les flux futurs sont plus élevés (en présence de synergies élevées lors d'une



fusion-acquisition,...). Ainsi, avec des flux plus élevés de 15 % par rapport à la prévision initiale et un coût du capital égal à 10 %, la valeur de l'entreprise s'élèvera à 575 millions d'euros.

A partir des données ci-dessus, nous pouvons conclure que la valeur de l'entreprise est comprise entre :

- 425 millions d'euros, avec un coût du capital élevé (10 %) et des flux futurs faibles (42,5 millions d'euros par an),
- et 719 millions d'euros, si le coût du capital est égal à 8 % (le plus faible) et si les flux futurs sont élevés (57,5 millions d'euros par an).

Tableau 2 - Micro-simulation (toutes les valeurs sont exprimées en millions d'euros).

		Hypothèse de base	Hypothèses optimistes		Hypothèses pessimistes	
			5%	15%	-5%	-15%
Coût moyen du capital	Flux futurs	50	52,5	57,5	47,5	42,5
	8%	625	656	719	594	531
	9%	556	583	639	528	472
	10%	500	525	575	475	425

L'approche actuarielle est intéressante pour plusieurs raisons :

- elle ne remet pas en cause l'idée de proposer une fourchette de valeur, qui sert de base à la négociation entre vendeurs et acheteurs ;
- ses fondements théoriques sont extrêmement solides et répondent aux réelles préoccupations des investisseurs ;
- le nombre d'éléments introduits par l'expert pour calculer la valeur de l'entreprise est peu important, ce qui facilite le travail de justification de l'opinion émise.

CONCLUSION

Nous recommandons une évolution des méthodes de valorisation des entreprises. Au lieu de mettre en œuvre une multitude d'approches, dont l'intérêt et les fondements sont discutables, il nous semble

préférable d'utiliser une seule méthode, pertinente et relativement simple à mettre en œuvre. Le principal enjeu pour l'expert consiste alors à proposer et à justifier des hypothèses de travail cohérentes pour les investisseurs (estimations des flux futurs, du coût des fonds propres et du coût moyen pondéré du capital), puisque celles-ci conditionnent les résultats obtenus.

Dans ce cas, la valeur ajoutée de l'expert est liée à une véritable réflexion sur l'avenir et à la mise en place de prévisions cohérentes. Une telle évolution est en partie rendue nécessaire par une certaine "professionnalisation" de l'actionnariat privé, avec le développement des sociétés de capital risque, des "business angels", et des restructurations d'entreprises guidées par une logique de création de valeur. Nul doute que la profession comptable, consciente de l'intérêt présenté par une certaine normalisation,

tendra à faire évoluer et à standardiser les méthodes d'évaluation.

Alain SCHATT

Thierry ROY

Bibliographie

Albouy M. : *Décisions financières et création de valeur*, 2000, Economica.

Charreaux G. : *Gestion financière*, 2000, Litec.

Langlois G., Friédérich M. et Burlaud A. : *Comptabilité approfondie*, 2000, Foucher.

Schatt A. et Roy T. : "Introductions en bourse : quels sont les déterminants du prix d'offre ?", 2001, papier de recherche CUREGE, Université de Franche-Comté.