

De l'évaluation des entreprises

Autor(en): **Gabus, Eric**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **32 (1974)**

Heft 2

PDF erstellt am: **10.08.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-137249>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

De l'évaluation des entreprises

Eric Gabus,
directeur, Nestlé Alimentana S.A.,
Vevey

*Décrire un système vivant, c'est se référer
aussi bien à la logique de son organisation
qu'à celle de son évolution.*

François Jacob

1. INTRODUCTION

Les méthodes d'évaluation des entreprises sont étroitement dépendantes des théories économiques du moment, car évaluer c'est déterminer des valeurs, et la notion de valeur est *de facto* liée dans le temps au niveau du progrès de la science économique. Afin de donner un contenu concret à la valeur, le langage des économistes a été traduit à toute époque par les comptables dans un langage numérique; mais, ces derniers se trouvent aujourd'hui perplexes, d'une part, à cause de la complexité des thèses en présence, d'autre part, du fait de la remise en question générale des valeurs, qui affecte à son tour la théorie économique de la valeur. Nous tenterons de retrouver le fil d'Ariane qu'ont suivi récemment les économistes dans leurs études de la valeur, afin de déterminer une méthode moderne d'évaluation des entreprises.

En guise d'introduction, faisons un très bref rappel historique. Dans son «Ethique», Aristote fut l'un des premiers à expliquer la valeur par le travail. Avant que cette thèse ne soit reprise plus tard par Adam Smith et approfondie par les économistes marxistes, elle tomba toutefois complètement dans l'oubli. Au Moyen Age, la valeur d'un bien est le simple fruit d'une spéculation; puis, des développements théoriques vont très rapidement attribuer aux choses tantôt une valeur *objective* et tantôt une valeur *subjective*. Chez les uns, la valeur résulterait d'une situation de monopole ou bien des coûts de production de l'entreprise, ceci pour les économistes classiques, ou encore de la quantité de travail pour les économistes socialistes. Chez les autres, la valeur subjective prédomine; elle est dérivée de l'utilité du bien, ainsi en est-il pour les marginalistes par exemple.

Quant à la théorie économique moderne, elle se détache des précédentes en prenant en considération l'influence de l'environnement et s'efforce de concilier le caractère jusqu'alors dichotome de la théorie de la valeur. Ce qu'il est important de retenir ici, c'est que les économistes actuels rejettent les processus fondés sur la permanence des propriétés, la stabilité du milieu. La valeur d'une structure va dépendre de ses revenus espérés, dont les composantes seront liées autant aux choix qui résultent du passé qu'à des conditions exogènes de concurrence et de conjoncture. La valeur devient alors un produit de la conjoncture. A noter que le danger d'une telle problématique est lié aux nombreuses inconnues de la fonction que l'on cherche à établir. Il convient, par conséquent, de ne pas obscurcir la réalité et d'en rester à l'essentiel.

Les thèses économiques récentes font dépendre la valeur de l'entreprise des *objectifs* fondamentaux poursuivis par les parties en présence et la valeur ne se transformera en prix que dans la mesure où leurs objectifs seront réalistes. Ils devront, bien entendu, par ailleurs se croiser avec leurs convenances subjectives. Le prix est, par conséquent, une résultante des forces de l'environnement, et il va s'établir par approximation entre la valeur réelle que

représente l'entreprise et la valeur qu'il est possible d'obtenir sur le marché selon les possibilités d'entente entre acheteur et vendeur.

Dès lors, l'intégration des multiples données qui vont intervenir dans un schéma d'évaluation pose des problèmes méthodologiques complexes. Nous essayerons de voir quels sont les éléments à retenir sans toutefois entrer ici dans les querelles des experts.

2. LE RASSEMBLEMENT DES DONNÉES

2.1. Les données comptables

La première tâche à accomplir en vue d'évaluer une entreprise est, comme dans tout travail scientifique, un travail de classification.

Dans l'accomplissement de cette tâche, il appartient à l'expert de saisir successivement:

- la structure de l'entreprise,
- l'économie de l'entreprise
(sur les plans technique, marketing et financier).

Peut-être n'est-il pas inutile de rappeler ici, afin de pouvoir mieux suivre ce qui suit, les grandes masses qu'il convient de dégager au bilan.

Le bilan: Résumé par grandes masses¹

ACTIF		PASSIF		
Emplois fixes	Valeurs immobilisées nettes	Capitaux propres	Ressources stables de financement	Capitaux propres
		Dettes à long et moyen terme		
Actifs de roulement	Valeurs d'exploitation	Dettes à court terme	Dettes à court terme	Passif exigible
	Valeurs réalisables			
	Valeurs disponibles			

¹ J. MEHLING et S. KOSKAS: *La gestion financière acte de management*. Dunod, Paris 1970, p. 369.

Ce tableau devra être complété par les tableaux de *rentabilité* et de *financement* qui sont trop connus pour que nous y revenions. Ils sont établis en vue de dégager les flux qui permettront de comprendre la réalité patrimoniale de l'entreprise.

Cette méthode revient à estimer l'entreprise en additionnant l'expression monétaire des différentes réalités physiques qui la composent. C'est en l'appliquant que certains chefs d'entreprise considèrent que l'évaluation de leur affaire revient à dégager purement et simplement les éléments d'actifs nets après avoir eu soin de réévaluer les coûts d'acquisition qui figurent dans les livres de leur société. Mais, il est évident que cette analyse structurelle statique est aujourd'hui largement dépassée.

2.2. Les données économiques

Les comptables sont trop familiers avec les techniques précédentes pour que nous n'ayons fait que de les rappeler au passage. Ce qui nous intéresse maintenant est d'en comprendre la portée réelle, afin de rattacher la valeur dite comptable à la valeur réelle de l'entreprise dans son sens économique. A noter que si les experts ont dépassé l'optique traditionnelle que nous venons de stigmatiser, celle-ci traduit cependant fidèlement ce que les comptables sont convenus d'exprimer dans leur langage quotidien; en effet, les travaux qu'ils remettent quotidiennement à leur chef ne reposent-ils pas sur cette approche statique? Toutefois, n'ont-ils pas aujourd'hui, dans toutes les entreprises progressives, adapté non seulement leur langage mais également leur fonction? En effet, le comptable a ajouté à sa fonction traditionnelle un rôle de contrôle qui dépasse le simple enregistrement des données. Il va désormais tenir compte des prévisions qui vont être dès lors incorporées à sa technique.

C'est ainsi que certains experts en évaluation d'entreprises ont été amenés à insérer le futur dans leur analyse, en introduisant le raisonnement économique dans leur technique. Il s'agit d'introduire le facteur temps dans les estimations qui tiendront compte désormais de la valeur escomptée des résultats futurs. Cette nouvelle méthode détachée résolument de l'impact du passé a été baptisée «méthode de la valeur actuelle».

Quels que soient cependant les obstacles rencontrés et sur lesquels nous aurons l'occasion de revenir, nous devons reconnaître que les comptables ont ouvert ainsi une voie qui permettra de concrétiser dans une optique englobante les virtualités du futur.

3. LA MESURE DE LA PERFORMANCE OU LA VALEUR DE GESTION

Il convient toutefois, avant de se lancer dans une vision englobant le futur, de bien décomposer les mécanismes à analyser.

Nous devons retenir de ce qui précède la nécessité de substituer au bénéfice comptable traditionnel une notion de profit qui englobe les valeurs futures¹. Mais, il convient également de ne pas sauter trop rapidement dans des méthodes à la mode qui conduisent les comptables à associer la fonction de gestion à la fonction de risque. Il leur appartient, en effet, d'estimer toutes deux avec la plus grande conscience.

¹ CLAUDE POURBAIX: *Valeur de l'entreprise*. Dunod, Paris 1970.

En effet, si l'entreprise n'est plus à gérer aujourd'hui selon l'image du bon père de famille qui s'emploie à conserver son patrimoine et à maintenir les liquidités indispensables pour se prémunir contre tout événement imprévu, il n'est pas question non plus de surestimer la valeur du risque en ne prenant en considération, lors de l'évaluation de l'entreprise, qu'une comptabilité future basée sur ce qui se passera dans les dix ou quinze prochaines années par exemple. Il convient, par conséquent, de s'attacher dans un premier stade à bien définir la valeur de gestion (chiffre 3.1) avant d'analyser la valeur économique de l'entreprise (chiffre 4 et suivants).

3.1. La valeur de gestion

L'expérience nous enseigne que dans la vie économique la notion d'équilibre est indispensable. Or, c'est précisément cette recherche de l'évolution des équilibres de l'entreprise, à travers les structures des années qu'elle vient de traverser, qu'il convient en premier lieu d'établir avant de procéder à tout travail d'évaluation. Il est vrai que cette recherche paraîtra à première vue rébarbative. Elle a toutefois pour but d'éviter des oublis dans l'analyse qui pourraient être demain âprement reprochés à l'expert par le chef d'entreprise. Elle a ensuite pour but de donner une meilleure compréhension de l'affaire. Elle fournira également, avant la fusion, les outils qui permettront de prendre les décisions indispensables dans la période de fusion. Nous verrons enfin qu'elle seule permet de déterminer avec une approximation scientifique le taux de capitalisation des bénéfices de l'entreprise ou, si l'on préfère, son « price earnings ratio ».

En premier lieu, que faut-il entendre par équilibre? Le véritable équilibre en langage comptable est exprimé par la fonction: l'actif répond au passif, en d'autres termes, l'actif garantit le passif. Les structures essentielles à la vie de l'entreprise ne pourront dès lors être respectées que lorsque les postes d'actifs seront constitués de telle façon qu'ils correspondent à diverses catégories d'emplois. A leur tour, ces emplois reflèteront les différentes préoccupations de gestion, et les passifs correspondront à la solution qui a été apportée à ces préoccupations. On voit pourquoi dès lors la valeur d'une entreprise n'est jamais indépendante de l'interaction de ses structures et notamment du niveau de son endettement. Il convient, par conséquent, de se pencher sur les moyens qui vont nous permettre d'appréhender les structures et qui ne sont autres que les instruments de mesures indispensables à la saisie des équilibres de gestion.

3.2. Les ratios, expression de l'équilibre comptable

La valeur de l'entreprise va être appréciée en fonction de la façon dont ses objectifs financiers fondamentaux ont été remplis, lesquels peuvent se résumer en deux points :

- assurer une rentabilité satisfaisante des fonds investis;
- maintien de l'entreprise dans une structure financière saine.

Il convient dès lors de disposer d'instruments de mesure qui reflèteront ces facteurs fondamentaux. Ces instruments seront donnés par l'utilisation des ratios qui constituent des rapports permettant de juger la situation financière des entreprises.

La performance de l'entreprise est à mesurer par rapport à différents indices. Cette mesure est obtenue par différents ratios:

- les ratios de solvabilité,

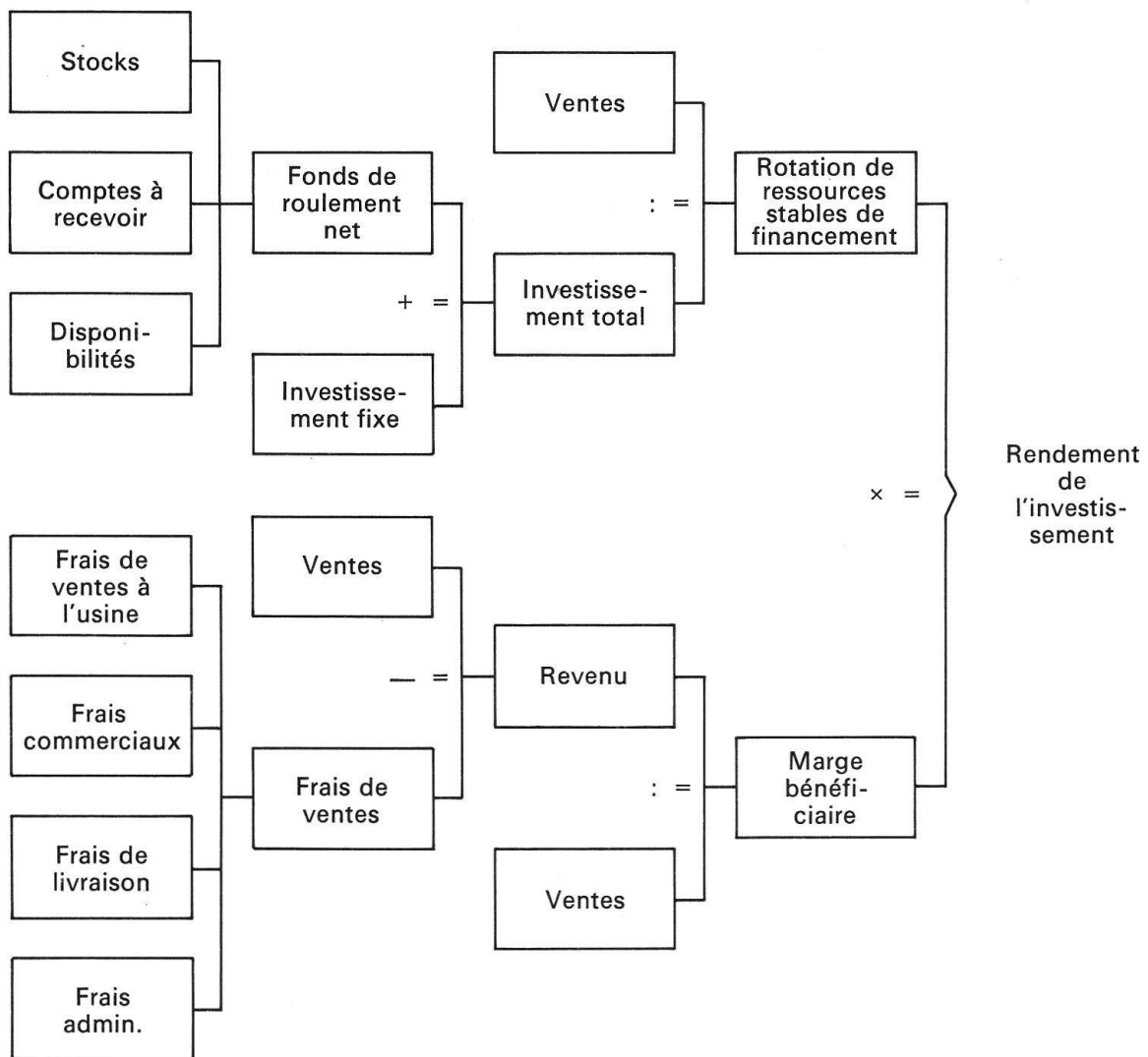
- les ratios d'autonomie financière,
- les ratios de liquidité,
- les ratios de rentabilité (par rapport à la valeur boursière, ajoutée, etc.).

Ces ratios seront ensuite comparés à des entreprises de la branche, puis étudiés en fonction du facteur temps. Les causes de détérioration ou d'amélioration des facteurs retenus seront ensuite expliquées.

3.3. La rentabilité des capitaux investis

Parmi les ratios précédemment cités, le plus important dans cette approche est celui qui permet de déterminer les rapports des facteurs ayant une influence sur l'investissement. En effet, *du point de vue financier une rentabilité ne peut s'entendre qu'en termes de rentabilité des capitaux investis* et non en termes de rendement sur le chiffre d'affaires. D'où la notion essentielle de «rendement sur investissement» obtenue selon la description donnée par le tableau suivant:

*Rapport des facteurs ayant une influence sur le rendement sur investissement*¹



¹ DUANE-R. BORST: « Les budgets gestionnaires ». Revue *Cost and Management*, juillet-août 1969, p. 27.

Certains auteurs¹ considèrent que le rendement sur capital investi (ROI)² résume la performance de l'entreprise, performance qui peut être améliorée par augmentation, soit de la rotation des ressources stables de financement, soit de la profitabilité. On a pu ainsi écrire «qu'un supermarché rapportant 1% sur les ventes peut être aussi intéressant pour les investisseurs qu'un magasin rapportant 10% sur les ventes, alors que le supermarché a une rotation des ressources stables de financement de 20 et le magasin une rotation égale à 2»³.

3.4. Nécessité d'une comparaison interentreprises

On voit finalement que la méthode des ratios nous conduit à apprécier la performance de l'entreprise à l'aide de différents indices qu'il appartiendra au comptable d'intégrer dans son appréciation de la valeur d'une affaire. Il le fera sur le plan pratique par une comparaison de la firme qu'il est chargé d'évaluer avec un même groupe d'entreprises du secteur. Il disposera facilement de données y relatives tout au moins lorsqu'elles sont cotées en bourse. Ces éléments permettront d'avoir des points de repère extérieurs d'évaluation dans un champ de force qui restera toujours relatif et dont la résultante est la valeur.

En conclusion, cette première analyse nous conduit à une évaluation de l'entreprise fondée sur une valeur de situation présente. Cette valeur n'est cependant relevante qu'en fonction du potentiel qu'elle représente pour l'acheteur. Il convient donc maintenant de mesurer la valeur de ce potentiel.

4. LA VALEUR DE RISQUE ET LA MESURE DE SES COMPOSANTES

Après avoir déterminé l'*indice de performance* de l'entreprise, nous devons nous pencher maintenant sur les différentes méthodes qui permettent d'approcher la *valeur de risque*.

Deux approches traditionnelles existent:

- la première, et la plus fréquemment employée par les banquiers, repose sur une évaluation qui a pour base la valeur de rendement (4.1);
- la seconde, plus familière aux industriels, s'attache à la valorisation des actifs et à ce titre repose sur la valeur patrimoniale, mais elle a revêtu depuis quelques années une forme nouvelle dans la méthode dite de la valeur substantielle (4.2).

4.1. La valeur de rendement

Le célèbre économiste Fischer déclarait déjà en 1906: «Le capital n'est autre chose que la valeur présente du revenu futur du capital spécifié» et il ouvrait ainsi la voie à la méthode de la valeur actuelle.

¹ J. MEHLING et S. KOSKAS: *La gestion financière acte de management*. Dunod, Paris 1970, p. 385.

² ROI = Return on Investment.

³ R. ANTHONY: *Management Accounting*. Richard Irwin, Illinois 1964, P. 304.

4.1.1. La valeur de rendement classique

4.1.1.1. On pourrait donc s'étonner qu'un demi-siècle après, les experts soient toujours attachés à la valeur de rendement prise dans le sens où les économistes classiques l'entendaient, c'est-à-dire selon la formule:

$$V_r = \frac{R}{t} \times 100$$

où V_r = valeur de rendement

R = revenu

t = taux d'intérêt

Il faut sans doute expliquer ce conservatisme méthodologique par un besoin de simplification. L'avantage de cette méthode consiste en effet à ne prendre en considération que l'élément profit et à ne pas s'embarrasser des calculs toujours complexes relatifs aux valeurs d'actifs.

La critique que l'on peut faire à cette méthode est de ne refléter la valeur de l'entreprise qu'en fonction de son passé. En général, elle ne tient compte que de la moyenne des bénéfices des trois ou cinq dernières années et c'est ce chiffre moyen qui est retenu. On dégage ainsi un taux de rentabilité qui ne reflète nullement ce qui se passera demain et qui devrait être en fait la seule préoccupation de l'acheteur.

4.1.1.2. La technique du « price earnings ratio » est en général considérée comme plus évoluée, mais elle se traduit dans un symbole strictement semblable soit:

$$V_r = \frac{t}{R} \times 100$$

Il n'y a donc un changement que dans les apparences. Dans la mesure où les boursiers nous ont habitués à juger une entreprise selon son taux de croissance, on retiendra alors volontiers un « price earnings ratio » élevé pour une entreprise dont on attend un taux de croissance rapide. Cette technique repose, par conséquent, plus inconsciemment que consciemment sur une projection rudimentaire des taux de progression des bénéfices que l'on choisira à loisir selon une projection arithmétique, logarithmique ou exponentielle.

On conçoit que le « price earnings ratio » seul puisse difficilement être considéré comme une appréciation valable du prix d'une affaire, un « price earnings ratio » élevé pouvant parfois correspondre à une affaire surévaluée malgré les apparences, et un « price earnings ratio » bas se révèle de temps à autre correspondre à une affaire sous-évaluée. On voit finalement que le seul avantage de cette méthode est de nous habituer à un exercice sur les nombres. Elle n'a finalement d'utilité en pratique que parce qu'elle permet des comparaisons très approximatives entre différentes sociétés. Toutefois, dûment pondérée par la méthode de la valeur de gestion, elle peut, dans l'évaluation de grandes entreprises, rendre des services significatifs.

4.1.1.3. La critique essentielle que nous ferons toutefois à la méthode de la valeur de rendement dans son acception classique est cependant d'une autre nature. Elle repose sur l'isolement et la non intégration des actifs dans l'évaluation d'une entreprise.

- En ne tenant compte que d'une rentabilité théorique et immédiate, elle ne rend aucunement compte des risques potentiels et c'est pourquoi on arrive dans la pratique toujours à une

surestimation de l'affaire qui est d'autant plus visible si l'on prend en considération des bénéfices futurs élevés qui sont souvent capitalisés à un taux d'intérêt très bas.

- Par ailleurs, la méthode ne tient pas compte de l'amortissement nécessaire d'une partie des éléments incorporels. En effet, dans la mesure où elle nous donne une valeur globale, elle intègre arbitrairement dans celle-ci les valeurs d'actifs avec le good-will. Mais, il est évident que les valeurs incorporelles traduisent, principalement dans les affaires de moyenne importance et toujours dans les affaires de famille, les prestations bien spécifiques et très personnelles du chef d'entreprise, prestations qui ont par définition un caractère éphémère. Mais ces prestations demanderont à être renouvelées dans le futur par les apports non moins personnels du vendeur et ceci dans une période relativement rapide. Le good-will ne justifie donc pas le même taux de capitalisation que les valeurs d'actifs.

4.1.2. La valeur actualisée

Afin d'échapper, partiellement au moins, aux critiques précédentes, cette technique évalue l'entreprise à partir de la somme des valeurs actualisées des bénéfices nets prévisibles. Son mérite est d'attirer l'attention sur des facteurs futurs qui risquent d'échapper à l'expert. Elle considère l'entreprise non plus comme une masse à disséquer, mais comme une énergie et un potentiel qui progressent selon une courbe qui a un caractère essentiellement discontinu.

L'analyse de la mesure implique ici une synthèse qui est faite par un échéancier de valeur, lequel repose sur plusieurs choix: l'estimation des résultats, le taux, et la période d'actualisation. Cette méthode est relativement complexe lorsqu'elle s'applique à une installation simple mais elle devient en fait inapplicable en pratique si l'on cherche à évaluer une société même d'une importance moyenne; car qui peut prévoir avec tant soit peu de certitude l'avenir d'une affaire, l'histoire ne nous échappe-t-elle pas sans cesse? Aucun chef d'entreprise ne peut assumer la responsabilité de calculs prévisionnels qui s'étendent sur dix ou quinze ans, que ce soit en fonction des facteurs internes qui gouverneront demain son entreprise, ou encore en fonction des facteurs de concurrence et d'environnement sur lesquels il ne possède aucune donnée réellement valable. Nous savons tous que dans nos entreprises, où des plans à long terme sont faits avec le plus grand sérieux, nous ne pouvons leur faire confiance que pour ce qu'ils nous indiquent pour les très proches années, c'est-à-dire au plus pour les trois ou quatre années consécutives à l'établissement du plan.

En dehors de cet aspect plus pratique que méthodologique, la critique que l'on peut adresser à la méthode de la valeur actualisée rejoint celle que nous avons faite pour la valeur de rendement dans son acception classique. En effet, devant l'écart entre la source des revenus anticipés actualisés et la base de référence que peut constituer par exemple la valeur boursière, on se trouve contraint dans la pratique à tenir compte d'une valeur résiduelle. L'expérience conduit à des résultats décevants. La raison en est facilement explicable: la valeur résiduelle représente en réalité la valeur des éléments du fonds de commerce qui n'est dans cette approche ni déterminable d'une façon certaine ni encore moins d'une façon mathématique. A noter également l'observation suivante: dans certains cas, la valeur résiduelle peut être égale et même supérieure à la somme de la valeur des revenus futurs actualisés; c'est introduire une marge d'erreur méthodologique intolérable.

4.1.3. Critique globale de la valeur de rendement

En conclusion, malgré sa valeur économique indéniable, la valeur de rendement, qu'elle soit prise dans son acception classique ou selon la technique plus élaborée de la valeur actualisée, ne rend qu'imparfaitement compte de la valeur de l'entreprise parce qu'elle ne permet pas une intégration réellement économique des éléments d'actifs corporels et incorporels. Son caractère abstrait lui fait perdre contact avec les réalités concrètes de l'entreprise. Force donc nous est de revenir à une base plus pragmatique.

4.2. La valeur substantielle et le good-will

4.2.1. La valeur des biens corporels

L'entreprise, selon la théorie classique, aurait une valeur patrimoniale. Dégager la valeur globale d'une entreprise consiste dès lors à dégager en premier lieu sa valeur économique substantielle. Cette valeur porte sur l'ensemble des biens et droits possédés qui forment une structure économique homogène. Elle comporte l'ensemble des emplois productifs, c'est-à-dire des biens qui permettront de dégager le bénéfice d'entreprise. En d'autres termes, elle englobe toutes les capacités de production qui permettent de dégager un potentiel bénéficiaire.

Selon cette méthode il s'agit, par conséquent, de dégager une valeur d'usage compatible avec l'appareil de production. Elle consiste à estimer les actifs productifs qui figurent au bilan en fonction de la valeur que leur donnent l'environnement et la conjoncture.

L'analyse de cette mesure revient à estimer la valeur des installations non en fonction de la valeur de remplacement de l'objet ou d'un objet identique, mais en fonction de la *valeur d'une capacité d'installation similaire compte tenu des progrès techniques présents* et de l'ancienneté de l'installation. Il convient donc d'introduire dans le calcul comptable traditionnel la variable « temps ». L'étude des actifs immobilisés comme des actifs de roulement sera faite dans cette perspective qui sera donnée comme contraignante à l'expert chargé de l'évaluation des différentes lignes figurant au bilan. On exclura, par conséquent, de la valeur substantielle les éléments incorporels qui feront partie du good-will et qui seront estimés à part, ainsi que les actifs non productifs. Il convient alors de savoir comment estimer ce good-will.

4.2.2. La valeur du good-will

Les biens incorporels, parce que difficilement estimables en termes économiques, sont souvent négligés par les experts. En pratique toutefois le vendeur leur attribuera toujours une valeur subjective non négligeable et il fera valoir à juste titre ce que représentent :

- ses marques, brevets, modèles, dessins, licences, etc.;
- sa clientèle, le service « unique » que représente son réseau de vente, le monopole de certains de ses produits, l'influence durable de ses campagnes de publicité;
- ses études et recherches;
- sa compétence technique (fabrication, qualité, distribution);
- et « last but not least », ses méthodes de gestion (degré d'organisation, software, personnel, valeur des cadres, du conseil d'administration, etc.).

Ces valeurs ne sont effectivement pas mesurables comme le sont les valeurs patrimoniales où l'on trouve en général des biens comparables sur le marché et qui ont l'avantage d'être concrets dans des circonstances données comme à un moment précis. Par contre, l'appréhension de la mesure des biens incorporels ne peut pratiquement se faire que par l'introduction de la valeur de rendement dans l'analyse économique.

Cette méthode développée, tout au moins dans ses prémices, dans l'excellente publication de Viel, Bredt et Renard¹, repose sur le principe que l'acheteur n'a pas à verser au vendeur seulement le prix correspondant aux actifs rentables, mais également la plus-value qu'il retirera de leur usage. L'analyse montre que cette plus-value correspond en fait au good-will de l'affaire. Elle pourra dès lors être calculée grâce à une formule qui permet de mesurer la valeur des biens incorporels proportionnellement au bénéfice que l'entreprise va dégager dans son ensemble. On tiendra ainsi compte, d'une part, du rendement normal que tout bien corporel doit dégager et, d'autre part, de leur rendement effectif. La différence correspond au superbénéfice qu'il conviendra alors d'amortir pour tenir compte de la régénération nécessaire dans le temps des biens incorporels. Leur valeur sera actualisée et leur durée déterminée dans le temps. La formule suivante correspond à ces prémices et dégage la valeur du good-will:

$$a_{\overline{n}|} \cdot (R - t \cdot S)$$

où S = valeur substantielle

R = revenu

t = taux de capitalisation

« Rentenbarwertfaktor »² $a_{\overline{n}|} \cdot = \frac{1 - v^n}{t}$

où $v = \frac{1}{r}$ alors que r = taux d'intérêt retenu pour les superbénéfices

Le superbénéfice sera en règle générale amorti sur une période allant de cinq à quinze ans. A noter que le « Barwertfaktor » comprend à la fois les facteurs temps et taux — ce qui revient à considérer en fait le superbénéfice (ou éventuellement la non rémunération du bénéfice) comme une annuité; le nombre d'annuités correspond ici au nombre d'années pendant lesquelles le good-will sera amorti.

4.3. La valeur économique

Il convient en fait d'aller plus loin que la somme de la valeur substantielle et du good-will. Il faut avec certains auteurs compléter l'analyse précédente par celle de la valeur économique.

Cette valeur est obtenue en déterminant le bénéfice futur en tenant compte, non pas des bénéfices passés qui nous serviront uniquement de référence, mais en prenant en considération un bénéfice futur estimé selon le schéma comptable prévisionnel de la méthode des valeurs

¹ VIEL, BREDT et RENARD: *Die Bewertung von Unternehmungen und Unternehmungsanteilen*. Zurich 1970, pp. 37 et 107.

² Facteur de capitalisation de la rente.

actualisées (sans toutefois le poursuivre plus loin dans le temps que ne le permettent les prévisions fondées sur des éléments tangibles et déterminables avec tant soit peu de précision et dans une période bien circonscrite). En fait, le comptable pourra utiliser dans la pratique les méthodes usuelles qu'il emploie lors de l'établissement de ses budgets prévisionnels en adaptant toutefois leur cadre aux éléments de gestion financière.

On obtient alors la formule suivante:

$$V_e = S + a_n \frac{(R - V_e t)}{100}$$

où S = valeur substantielle (= actif net redressé — passif dû aux tiers)

R = bénéfice prévisionnel durable

V_e = valeur économique

t = taux de capitalisation

a_n = valeur actuelle d'un franc capitalisé au taux choisi pendant la durée correspondant au maintien du good-will.

A la somme de la valeur substantielle et de celle qui correspond au superbénéfice capitalisé, il conviendra encore, dans certains cas, d'ajouter les valeurs non productives dans la mesure où elles ne pourront être assimilées au good-will.

Ces valeurs seront assimilées au good-will dans la plupart des cas. Toutefois, la société pourra dans certaines circonstances constituer d'importantes réserves qui sont susceptibles d'être productives de revenus relativement importants, bien qu'aucunement homogènes avec la situation de l'entreprise. Il conviendra dans ces cas particuliers de les ajouter à la valeur économique globale obtenue. Quant à leurs revenus, ils seront en principe inclus dans le calcul du good-will parce que compris dans le bénéfice économique estimé. Par contre, en cas d'absence de revenus on devrait logiquement déduire cette non rétribution de la valeur de la société. Une telle hypothèse est également à envisager en cas d'insuffisance du fonds de roulement où il faudra déduire de la valeur actuelle de la société la valeur actuelle du coût des capitaux insuffisants et qui devraient être apportés.

De même, si l'acquéreur prend en charge le passif de l'entreprise ainsi que par ailleurs des éléments exclus lors du calcul économique, la valeur de l'entreprise s'exprime comme suit:

$$V = V_e + A - P$$

où P = passif repris par l'acquéreur

A = actifs divers négligés lors de l'évaluation de la valeur économique et exclue pour cela de la valeur substantielle¹.

En définitive, la valeur globale de l'entreprise s'entend en appliquant un concept économique aux différentes composantes qui avaient été retenues par la théorie classique et qui trouvaient leur fondement tantôt dans la valeur de l'objet (valeur intrinsèque) tantôt dans la valeur subjective du bien (utilité capitalisée).

Elle tente de rendre homogènes ces composantes par des techniques adéquates qui font éclater les cadres comptables traditionnels en introduisant la mesure du futur.

¹ GILBERT ANGÉNIEUX: *Les fusions et l'évaluation des entreprises*. Dunod, 1970, p. 94.

A cet égard, la méthode de la valeur économique paraît plus réaliste que la méthode de la valeur actualisée. Elle consiste à additionner, dans une analyse englobant par son analyse exhaustive des postes du bilan, les valeurs de gestion, de risque et les valeurs prévisionnelles calculées en fonction du bénéfice futur.

La difficulté de la méthode réside toutefois dans le choix du taux d'actualisation. Mais l'intégration des données observées dans l'analyse de gestion va permettre une mesure fine de ce taux. Rappelons brièvement ses composantes principales: taux appliqué dans les calculs du prix de revient de la firme, intérêt en usage dans la branche, conditions régnantes sur le marché financier, etc. De plus, un calcul comparatif avec plusieurs entreprises classées selon leur taux de croissance permettra de déterminer le taux à attribuer à la société analysée par analogie avec d'autres du même secteur et en concordance avec leurs données et celles des marchés financiers. Enfin, un ajustement de ce taux pourra encore être fait en fonction des paramètres qui seront agréés par les parties sur la base des éléments du bilan: par exemple, importance relative de l'actif net, croissance du chiffre d'affaires, du cash flow, irrégularité éventuelle de la courbe des bénéfices, force ou faiblesse des ratios essentiels, etc.

5. CONCLUSION: ÉVALUATION ET PRIX

La théorie économique contemporaine de la valeur suppose une vision globale du contexte économique où est engagée l'entreprise à évaluer. L'importance donnée à l'un ou à l'autre des facteurs analysés, qu'ils soient endogènes ou exogènes et qui viendront demain affecter le profit, explique en grande partie les divergences d'appréciation et de résultat auxquelles aboutissent méthodes et techniques actuelles.

Nous avons tenté de montrer ici combien il était nécessaire d'abandonner les hauteurs de la théorie économique lorsqu'elle nous entraînait à une appréciation du futur qui ne pouvait être qu'irréaliste dans la pratique parce qu'encombrée de trop nombreux facteurs d'incertitude et de probabilité. Mais, aucune méthode et aucune technique ne peuvent aujourd'hui s'écarter de la notion de profit, laquelle est considérée par tous les économistes comme la meilleure mesure du succès économique. Nous avons précisé dans le cadre de cette étude la définition économique à donner à ce terme et son acception orientée vers le futur.

Gardons-nous cependant de surestimer la portée du profit. Dans le contexte d'une entreprise en évolution, il est assimilable à la note ou plus exactement à la moyenne des notes que tout élève reçoit en classe. Si l'entreprise doit être évaluée en fonction de différents critères qui viseront à mieux cerner cette notion, il est toutefois évident qu'une telle appréciation comportera finalement les mêmes degrés de justice et d'injustice que subissent les élèves par le système des notations. C'est pourquoi il appartiendra au comptable d'éliminer le plus grand nombre possible d'injustices en évitant l'utilisation de méthodes d'évaluation pratiquant des sélections arbitraires ou peu raffinées et sommaires. Peut-être parviendra-t-il alors par une juste pondération de la valeur de gestion (fondée sur le patrimoine) et de la valeur économique (fondée sur le profit dans sa plus grande partie) à donner une image souvent réelle de l'entreprise, mais il doit être également conscient que le portrait qu'il livrera sera de temps à autre défiguré et ne représentera qu'une caricature d'évaluation. En effet, la structure de la personnalité comme les capacités de l'élève n'échappent-ils pas également au professeur comme

la valeur de l'entreprise à l'expert parce que des facteurs déterminants se situent hors des limites de leur méthodologie? En d'autres termes, les méthodes comptables et financières permettent de tracer une toile de fond de l'entreprise qui a de grandes chances de représenter les lignes de force de sa réalité, mais elles ne seront jamais infaillibles.

On doit alors conclure que dans le but de limiter les risques d'erreur, il est essentiel que l'expert comprenne ce que l'entrepreneur va faire de l'objet acquis parce que sa tâche consiste essentiellement à se préoccuper de dégager les profits futurs qui ne peuvent être déterminés avec exactitude que s'il s'enquiert des préoccupations quotidiennes qui vont être demain celles de l'acquéreur. Le spécialiste réalisera alors que la gestion ne sera pas faite uniquement dans l'intérêt des actionnaires, mais que le responsable de l'entreprise devra tenir compte dans une large mesure des intérêts des employés, des clients, et, parfois aussi, de ceux de l'Etat. Certes, chacun sait qu'à long terme ces tendances s'équilibreront et que rien ne pourra être construit de valable sans qu'un profit substantiel ne soit dégagé. Mais, cette vérité ne doit pas obscurcir la nécessité pour l'expert d'être parfaitement au clair sur l'axe de la démarche de l'acheteur. C'est pourquoi le chef d'entreprise devra corriger les données techniques qui lui sont fournies par l'expert, en fonction de ses connaissances et de ses intentions sur ses objectifs. Car, ne sait-il en définitive pas mieux que quiconque qu'une gestion trop prudente dans les buts fixés est susceptible de conduire son affaire à une rupture d'équilibre qui peut être tout aussi fatale à l'entreprise qu'un risque assumé dans le non-respect des équilibres fondamentaux de sa firme? A son niveau, toute évaluation en vue d'une acquisition ou d'une fusion revient par conséquent à détecter les équilibres, à juger le passé en fonction de la conjoncture présente, et surtout à déterminer les déséquilibres qu'il va lui-même introduire en vue de la croissance, et qui seront demain créateurs de richesse ou au contraire, s'ils sont mal appréciés, destructeurs de profit. Telle est sa première responsabilité devant tout travail d'évaluation.

Par ailleurs, le chef d'entreprise sait également mieux que tout autre que le dynamisme des équilibres et des déséquilibres créateurs ou destructeurs demande une mesure dont le profit, compris dans son acceptation la plus vaste dans l'espace et dans le temps, est finalement la meilleure mesure du succès. En effet, l'entreprise est pour lui un système où sont engagés dans des lois d'interaction ses départements techniques, commerciaux, sociaux et financiers; sa gestion consiste à tester et à contrôler chaque jour la diversité des directions empruntées par chacun. Certes, son meilleur instrument à cet égard est le profit. Mais tester avec précision lors de l'évaluation d'une entreprise ces différents domaines, c'est savoir si les données significatives introduites dans l'approche méthodologique de l'expertise sont vraisemblables.

En définitive, si le profit est tantôt assimilable à un résidu de gestion et tantôt à un revenu estimé, il s'agit en fait de considérer les deux aspects d'un même phénomène. Il convient donc de se reposer sur des techniques qui mesureront l'un et l'autre simultanément. A cet égard, la science économique nous enseigne qu'il faut considérer l'entreprise comme un centre de création soumis à des contraintes sociologiques et qu'il convient, par conséquent, de faire la synthèse de toutes les techniques environnantes qu'elle utilise afin d'en appréhender sa réalité. Aussi, si le profit a une nature polyvalente, n'est-il pas alors nécessaire de retenir une méthode d'évaluation qui permette d'en intégrer les composantes? En donnant à la valeur intrinsèque une signification économique, et en remplaçant la valeur de rendement dans un contexte concret, nous avons pu trouver un champ d'intégration qui permet de sauvegarder la cohérence de l'entreprise. Nous sommes ainsi en mesure de faire disparaître les incompatibilités de traitement au sein d'un modèle qui enregistre les interactions des ensembles étudiés. Nous espérons ainsi

avoir contribué à sauvegarder l'unité de l'entreprise que les responsables de nos affaires reprochent souvent aux experts de disséquer en parties non reconnaissables à leur sens commun.

Nous ne savons si cette étude atteindra le but que nous venons d'exprimer, mais qu'il nous soit alors permis de formuler un vœu. Si l'homogénéité de la méthode présente permet à l'expert de livrer un mémoire cohérent, il convient également, pour que la méthode conserve sa valeur, que le chef d'entreprise ne perde jamais de vue que cette cohérence est constamment mise en brèche par les contraintes intérieures et extérieures, auxquelles tout organe économique est soumis, et auxquelles sa volonté va la soumettre. C'est pourquoi expert et chef d'entreprise auront donc un rôle complémentaire dans la recherche du juste prix. Les estimations de l'un seront appelées à être rectifiées par les conclusions de l'autre dans un jeu d'interaction réciproque et en fonction des objectifs qui seront fixés. Et parce que ces objectifs sont réducteurs d'incertitude, ils contiendront des facteurs qui permettront aux hommes engagés dans cette tâche d'assumer la responsabilité du prix qui correspondra à la valeur de l'entreprise. Mais, n'y a-t-il pas alors une recherche à approfondir sur les relations entre la valeur et le prix, recherche qui dépasse le cadre de cette étude et qu'il nous appartenait simplement d'introduire en fonction des données d'environnement que notre méthode s'est efforcée de prendre en considération? La théorie de l'évaluation de l'entreprise ne va-t-elle pas de ce fait demain prendre une nouvelle extension dans un effort de mieux intégrer valeur de gestion, valeur économique et prix du marché? Il faudrait sans doute qu'un groupe d'étude se penche sur ce sujet pour élaborer un modèle qui rassemblerait les données propres à chacune de ces valeurs et en fasse la synthèse dans un programme qui grouperait ces divers éléments à la fois dans l'espace et dans le temps.