



## Les approches patrimoniales d'évaluation

### SOMMAIRE

<u>Paragraphe</u>	<u>Sujet</u>
	<b>Préambule</b>
	<b>1. Détermination de la valeur du patrimoine</b>
1.1	L'actif net comptable
1.2	L'actif net indexé
1.3	L'actif net corrigé
	<b>2. Détermination du goodwill</b>
2.1	Détermination de l'investissement à rémunérer
2.2	Détermination de la Capacité Bénéficiaire
2.3	Les méthodes de détermination du goodwill

#### **Préambule :**

Les approches fondées sur le patrimoine de l'entreprise reposent sur le concept suivant :

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Valeur du Patrimoine} + \text{Goodwill}$$

La valeur de l'entreprise n'est supérieure à la valeur de son patrimoine que lorsque la continuité d'exploitation est assurée dans l'avenir, dans le cadre des intentions futures de l'acquéreur.

Le goodwill exprime donc la valeur de continuation de l'entreprise à travers sa rentabilité future.

#### **1. Détermination de la valeur du patrimoine :**

##### **1.1 L'actif net Comptable :**

On entend, en évaluation, par actif net comptable, la situation nette comptable, c'est à dire les capitaux propres.

Il représente les ressources de l'entreprise qui reviennent aux actionnaires. Il s'agit, en effet, soit des capitaux qu'ils lui ont apportés (capital), soit des capitaux qu'ils lui ont laissés (réserves), report à nouveau, résultats réalisés ou à réaliser telles que les subventions d'investissement.

L'avantage d'une telle méthode réside dans le fait que l'actif net comptable reste facile à calculer, du fait de la disponibilité des informations. Il suffit, en effet, de reprendre du bilan les éléments à leur valeur comptable.

Basée sur des données comptables établies en conformité avec les conventions et les principes comptables, cette méthode acquiert une certaine authenticité dans la mesure où elle exclut tout risque d'arbitraire et de surévaluation.

Les inconvénients de cette méthode sont liés au fait que la valeur comptable du bilan s'éloigne très souvent de la réalité économique puisque la valeur bilantielle est calculée selon des normes parfois peu économiques, souvent imprégnées par les considérations fiscales et toujours contestables quant à leur actualité ne tenant compte ni de l'inflation, ni de l'obsolescence, ni des éléments incorporels non comptabilisés.

L'actif net comptable ne fournit dans la généralité des cas qu'une « estimation peu réaliste des capitaux qui pourraient en être récupérés »<sup>1</sup>. Cette méthode risque donc d'altérer la substance et le caractère significatif de la valeur de l'entreprise.

Cette méthode simple et rapide peut être retenue dans l'évaluation des entreprises de création récente.

### **1.2 L'actif net Comptable Indexé :**

Cette méthode consiste à affecter aux différents éléments actifs et passifs de l'entreprise des indices destinés à corriger l'effet de l'inflation.

La question qui se pose étant de savoir s'il y a lieu d'indexer les éléments actifs et passifs par référence à un taux qui tient compte de l'évolution des prix au niveau général (panier de la ménagère) ou sectoriel (indice de variation du PIB) ?

L'indice général des prix n'intéresse pas l'entreprise, il y va de l'objectivité de l'évaluation de retenir des indices sectoriels.

Cette approche améliore certes les données comptables mais elle demeure limitée par le choix des indices qui ne reflètent pas la spécificité de chaque élément du patrimoine.

### **1.3 L'actif net Comptable Corrigé :**

L'actif net comptable corrigé, est le montant du capital qu'il serait actuellement nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine utilisé de l'entreprise dans l'état où il se trouve<sup>2</sup>.

Sa détermination consiste à reconstituer l'actif réel et le passif exigible réel qui seront substitués à l'actif et à l'endettement comptable de la méthode de l'actif net comptable.

Pour passer du comptable au réel certaines opérations largement étudiées au niveau du chapitre 2 doivent être effectuées, à savoir :

- Recensement quantitatif et qualitatif des biens et droits existants : Il s'agit d'inventorier les éléments d'actif de l'entreprise et d'apprécier l'état des immobilisations et leurs possibilités futures d'utilisation, la qualité et l'écoulement des stocks, la solvabilité des débiteurs.
- Elimination des éléments non nécessaires à l'exploitation par exemple terrains ou immeubles non exploités, stocks spéculatifs, brevets non exploités.
- Elimination des éléments non susceptibles d'une évaluation spécifique fragmentaire : clientèle, réputation de l'entreprise, le savoir faire, qualité de gestion,... Ces éléments

<sup>1</sup> Le commissariat aux apports et les méthodes de l'évaluation- OECCA et CNCC page 81.

<sup>2</sup> L'évaluation des entreprises dans les opérations de concentration-R. Pirolli 1981 page 130.

incorporels n'ont d'existence et de valeur qu'attachés à l'entreprise. Ils ne peuvent être évalués que globalement en tant qu'excédent de la valeur de l'entreprise sur la valeur du patrimoine (Goodwill).

- Evaluation fragmentaire de chacun des éléments retenus par référence à la valeur actuelle.

## 2. Détermination du Goodwill :

Le goodwill est défini comme étant « la résultante de tous les éléments internes ou externes favorables à la maximisation des profits dégagés dans le passé, le présent et l'avenir par l'entreprise »<sup>3</sup>.

On en déduira que le goodwill est positif (à l'inverse on aurait un badwill) dans la mesure où tous les éléments précités permettent de dégager un rendement supérieur à la rémunération des capitaux engagés ou (et) nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise.

Le Goodwill peut être exprimé d'une manière simple, comme étant le surplus que rapporterait l'investissement dans l'entreprise. Ce surplus est généralement déterminé par comparaison entre la rentabilité attendue de l'entreprise à évaluer et le rendement financier de l'équivalent des fonds investis dans cette entreprise. Cette différence est appelée le superprofit ou la rente du Goodwill.

**Goodwill (GW)=Somme actualisée (Capacité Bénéficiaire annuelle de l'entreprise- rendement annuel du placement sans risques des mêmes fonds investis)**

$$GW = \text{Somme actualisée (CB-Ixi)}$$

*CB* : Capacité bénéficiaire

*I* : Montant des fonds investis

*i* : taux de placement financier sans risques (taux des emprunts de l'Etat, BTA par exemple)

La capacité bénéficiaire qui exprime le bénéfice courant attendu d'une exploitation et susceptible de se perpétuer dans des conditions normales d'investissement et d'activité varie en fonction du concept retenu pour la détermination de l'investissement à rémunérer.

### 2.1. Détermination de l'investissement à rémunérer :

L'investissement à rémunérer, en tant que variable déterminante dans le calcul de la rente du Goodwill, a donné lieu à l'émergence de deux approches majeures, l'une fondée sur la valeur du patrimoine de l'entreprise, l'autre fondée sur des valeurs fonctionnelles privilégiant la notion de capital économique à savoir, la valeur substantielle et les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

#### 2.1.1. Investissement exprimé par référence à la notion de patrimoine :

Cette approche privilégie la valeur du patrimoine de l'entreprise exprimé à travers la notion d'actif net comptable corrigé (ANCC).

<sup>3</sup> Guide pratique d'évaluation des entreprises-P. Vizzavona ATOL Editions 1988. Page 19

La rente du Goodwill correspondrait alors, à la différence entre la capacité bénéficiaire de l'entreprise déterminée à partir du bénéfice comptable retraité comme indiqué au niveau du chapitre 2 et le rendement sans risques pouvant être attendu du placement d'un montant équivalent à l'ANCC.

Cette approche se base sur l'idée que la rentabilité de l'entreprise est en corrélation étroite avec la valeur des capitaux propres qui y sont investis. Cette idée ne se trouve pas toujours justifiée car la rentabilité dégagée par une entreprise exprime le rendement de l'ensemble des moyens dont elle a pu disposer et non seulement les capitaux propres qui y sont affectés.

Cette constatation conduisait certains auteurs à introduire les approches fondées sur le capital économique ou valeurs fonctionnelles.

Il demeure entendu que les valeurs fonctionnelles ne servent pas directement à la détermination de la valeur totale de l'entreprise. Elles ne sont utilisées que dans le cadre de la détermination de la rente du goodwill.

### ***2.1.2. Investissement exprimé par référence à la notion de capital économique :***

#### **Valeur substantielle (VS) :**

La valeur substantielle représente la totalité des emplois corporels de l'entreprise engagés et organisés pour en réaliser l'objet sans tenir compte du mode de financement de ces emplois.

La valeur substantielle prend en considération donc, tout l'outil d'exploitation qu'il soit propriété ou non de l'entreprise.

Elle recherche la valeur réelle de la totalité des éléments d'exploitation en état de fonctionnement durable et à la disposition de l'entreprise pour qu'elle puisse fonctionner.

Elle tient compte :

- de tout l'actif du bilan engagé dans l'exploitation (déterminé selon les mêmes bases que celles retenues dans la détermination de l'actif net corrigé)
- des biens loués, prêtés, financés par crédit-bail, en location vente et tout élément mis à la disposition de l'entreprise.
- des coûts à prévoir pour assurer le fonctionnement normal de l'ensemble, notamment ceux de réparation et de remise en état justifiés par la notion de service durable.

Mais elle fait abstraction des éléments hors exploitation ou qui ne fourniront pas des services durables.

Par ailleurs, la valeur substantielle doit s'entendre brute c'est à dire endettement non déduit. En effet l'objectif recherché est de fournir le montant du capital engagé dans l'entreprise et non la valeur des droits de propriété s'exerçant sur ce capital.

Certains auteurs recommandent, toutefois, de soustraire l'actif circulant (valeur substantielle réduite) arguant du fait qu'il varie sans cesse. Cette raison soulève un problème d'inexactitude, qui semble être insuffisant pour justifier le retraitement de l'actif circulant.

Notons, en outre, sauf cas particulier, que les valeurs fluctuantes de l'actif à court terme se compensent en grande partie, limitant sensiblement le risque d'erreur. Enfin, il est clair que le montant de l'actif circulant (bien que variable) est en relation directe avec le volume d'activité de l'entreprise.

Apparemment simple à calculer, la valeur substantielle pose des problèmes énormes notamment au niveau de l'évaluation des éléments partiellement exploités et dont il n'est pas possible d'éliminer l'excès, et au niveau du recensement des éléments hors exploitation. En effet, certains d'entre eux ne sont pas nécessairement à exclure telles que les habitations ouvrières lorsque l'usine est éloignée de tout centre de main d'œuvre, leur élimination est moins évidente puisqu'ils ont une contrepartie favorable sur la rentabilité.

### **Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE) :**

Ce concept consiste à retenir comme valeur de l'investissement à rémunérer les immobilisations d'exploitation telles qu'elles ont été définies pour le calcul de la valeur substantielle augmentées du besoin en fonds de roulement pris dans le sens du fonds de roulement nécessaire à l'exploitation.

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation correspondent, donc, à la valeur des moyens affectés d'une manière permanente dans l'entreprise. Rappelons que les capitaux permanents doivent financer les investissements et le fonds de roulement normatif pour que l'entreprise soit en équilibre financier.

La notion de fonds de roulement nécessite un éclaircissement.

Il faut entendre par fonds de roulement, « l'investissement financier que l'entreprise doit nécessairement réaliser pour faire face aux déphasages entre les flux réels de son exploitation et leur contrepartie monétaire »<sup>4</sup>.

Il ne s'agit pas donc du fonds de roulement statique correspondant à l'équilibre financier jugé nécessaire et apprécié sur la base du bilan mais plutôt d'une approche normative tenant compte des déphasages entre les flux réels et leur contrepartie monétaire.

Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation sont obtenus à partir de la formule suivante :

$$\text{CPNE} = \text{Actif immobilisé (selon la méthode de calcul de la valeur substantielle)} + \text{Besoin en fonds de roulement normatif}$$

Notons, enfin, que la détermination des CPNE en dynamique repose sur les principes d'établissement du plan de financement de l'entreprise sur un horizon portant sur les trois, quatre, cinq ou six exercices à venir.

Rappelons que le plan de financement met en évidence les données prévisionnelles suivantes :

D'une part, les emplois (besoins), c'est à dire :

<sup>4</sup> Le commissariat aux apports et les méthodes de l'évaluation- OECCA et CNCC page 92.

- les investissements nécessaires ou envisagées (en valeur brute)
- l'augmentation du fonds de roulement normatif qui en résulte ;
- le remboursement des emprunts qui financent les investissements.

D'autre part, les ressources, c'est à dire :

- Les capitaux permanents supplémentaires nécessaires, à savoir :
  - La marge brute d'autofinancement
  - Les emprunts supplémentaires
- Les autres ressources, à savoir :
  - Les désinvestissements
  - Le remboursement de prêts, etc.

Si les ressources excèdent les emplois au cours du temps, l'entreprise est en équilibre financier.

**Exemple :**

- L'actif immobilisé calculé sur la base de la méthode de détermination de la VS s'élève à 1.600 MDT
- Le fonds de roulement normatif exprimé en mois de chiffre d'affaires s'élève pour l'exercice N à 0,5
- Le chiffre d'affaires mensuel moyen s'élève pour l'exercice N à 2.000 MDT

Le plan de financement se présente comme suit :

	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Investissements	200	-	200	-	200
Fonds de roulement normatif	-	100	-	100	-
Remboursement d'emprunts	100	200	200		
<b>Emplois nécessaires</b>	<b>300</b>	<b>300</b>	<b>400</b>	<b>100</b>	<b>200</b>

TAF : Calculer les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

A l'origine les CPNE doivent couvrir l'actif immobilisé pour 1.600 MDT et le fonds de roulement normatif pour 1.000 MDT (2.000x0,5), soit au total 2.600 MDT.

En raison des éléments chiffrés du plan de financement, la masse de ces capitaux permanents nécessaires va évoluer au cours des cinq ans. On obtient alors :

	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5
Emplois nécessaires	-	300	300	400	100	200
CPNE (N-1)	2.600	2.600	2.900	3.200	3.600	3.700
<b>CPNE</b>	<b>2.600</b>	<b>2.900</b>	<b>3.200</b>	<b>3.600</b>	<b>3.700</b>	<b>3.900</b>

## 2.2. Détermination de la capacité bénéficiaire :

### 2.2.1. Capacité bénéficiaire de l'ANCC :

Il y a lieu de se référer, à ce sujet, au chapitre 2.

### 2.2.2. Capacité bénéficiaire des valeurs fonctionnelles :

#### Capacité bénéficiaire rattachée à la valeur substantielle brute :

La capacité bénéficiaire rattachée à la valeur substantielle peut être déterminée à partir de la capacité bénéficiaire associée à l'ANCC en procédant aux réintégrations et déductions rendus nécessaires, du fait qu'on considère comme si la totalité de l'outil d'exploitation était financé par des capitaux propres.

Ainsi la capacité bénéficiaire peut être exprimée en ces termes :

- Bénéfice brut corrigé rattaché à l'ANCC
- + Loyers des biens que l'entreprise exploite en tant que locataire
- + Charges financières de toute nature
- Amortissement des biens loués
- Impôt théorique
- = **Capacité bénéficiaire rattachée à la VSB**

#### Capacité bénéficiaire rattachée aux CPNE :

La capacité bénéficiaire rattachée aux CPNE, peut être déterminée selon la même approche utilisée pour la capacité bénéficiaire de la valeur substantielle à condition de veiller à ne réintégrer dans la capacité bénéficiaire associée à l'ANCC, que la proportion des charges financières relatives à la partie de l'endettement utilisé dans le financement des CPNE, indépendamment du fait que cet endettement ait été contracté à court ou à long terme.

Ainsi la capacité bénéficiaire peut être exprimée en ces termes :

- Bénéfice brut corrigé rattaché à l'ANCC
- + Loyers des biens que l'entreprise exploite en tant que locataire
- + Charges financières sur dettes à long et moyen terme (y compris le leasing)
- + Charges financières sur dettes à court terme finançant des capitaux permanents <sup>(1)</sup>
- Amortissement des biens loués
- Impôt théorique
- = **Capacité bénéficiaire rattachée aux CPNE**

<sup>(1)</sup> Pour déterminer la quote-part des frais financiers à court terme rémunérant les capitaux permanents, on procède de la manière suivante :

Emplois	Ressources
- Valeurs immobilisées de la VSB	* ANCC d'exploitation
- Besoin en Fonds de roulement normatif	* Biens appartenant à des tiers mais exploités par l'entreprise
	* Juste valeur des dettes à long et moyen terme
	<i>Dettes à court terme finançant des capitaux permanents</i>
<b>CPNE</b>	<b>CPNE</b>

Soit  $x$  le montant des dettes à court terme finançant des capitaux permanents tel que  $x=CPNE-A$ .

Soit  $y$  le montant du passif à court terme rémunéré, c'est à dire l'ensemble des dettes à court terme nettes du passif gratuit (crédits fournisseurs,...).

1<sup>er</sup> cas :  $x < y$

Soit ( $a$ ) le montant des frais financiers totaux sur l'ensemble des dettes à court terme (donnée de base).

Soit ( $b$ ) le montant de la quote-part à réintégrer dans la capacité bénéficiaire rattachée aux CPNE (variable à déterminer).

$y$  —————→  $a$

$x$  —————→  $b$

$$b = \frac{a \cdot x}{y}$$

2<sup>ème</sup> cas :  $x > y$

Dans ce cas on procède à la réintégration les frais financiers à court terme pour leur montant total à savoir ( $a$ ).

Dans ces conditions, les capacités bénéficiaires rattachées respectivement à la VSB et aux CPNE sont identiques.

**2.3. Les méthodes de détermination du Goodwill :**

Il existe deux familles d'approches, pour la détermination du Goodwill, des approches qualifiées d'indirectes et des approches qualifiées d'explicites

**2.3.1. Les approches indirectes :**

① Méthode des praticiens (ou allemande) :

➤ **La formule :**

$$VE = \frac{ANCC + CB/i}{2}$$

$V$  : Valeur de l'entreprise

$CB$  : Capacité bénéficiaire rattachée à l'ANCC

$i$  : taux de capitalisation retenu à l'infini (taux de placement financier sans risques)

$ANCC$  : Actif net comptable corrigé

➤ **Logique du modèle :**

Le modèle est fondé sur une pondération égale entre la valeur de l'ANCC et la valeur de rendement. La formule revient à capitaliser le superprofit à un taux d'actualisation double du taux de placement supposé de l'ANCC.

Le modèle suppose le partage du super-profit entre le vendeur et l'acheteur.

➤ **Goodwill :**

Le goodwill peut être défini comme :

- La moitié de l'excédent de la valeur de rentabilité sur la valeur de l'ANCC

$$GW = \frac{1}{2} \times (CB/i - ANCC)$$

- La moitié de capitalisation sur une durée infinie du super-profit ou de la rente du goodwill (CB-iANCC)

$$GW = \frac{1}{2i} \times (CB - iANCC)$$

② Méthode de la rente abrégée du goodwill fondée sur le concept de l'ANCC :

Cette méthode améliore la précédente dans la mesure où elle :

- retient une période plus courte de rente de goodwill
- utilise un taux d'actualisation spécifique au risque de l'entreprise

➤ **La formule :**

$$VE = ANCC + GW$$

Avec :

$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_j - iANCC) \times (1+t)^{-j}$$

*ANCC* : Actif net comptable corrigé

*CB* : Capacité bénéficiaire rattachée à l'ANCC

*i* : taux de placement financier sans risques

*t* : taux d'actualisation tenant compte d'une prime de risque de l'entreprise

➤ **Logique du modèle :**

Cette méthode se fonde sur les résultats prévisionnels récurrents des années futures et sur les rentes qui en découlent

A ce stade deux questions restent ouvertes :

- quelle est la durée qui doit être retenue :  $n$  ?
- quel taux d'actualisation faut-il choisir :  $t$  ?

En ce qui concerne la durée, la démarche de la méthode de la rente abrégée de Goodwill s'attache à déterminer la valeur actuelle d'une rente de super-profit. Ainsi la durée ne peut être supérieure à une période de prévisions réputées fiables et raisonnables, la période de visibilité. Dans la pratique, les professionnels de l'évaluation se limitent le plus souvent à des durées de 3 à 5 ans.

Quant au taux d'actualisation, il est constitué du taux sans risque et d'une prime globale de risque dont le rôle est d'intégrer :

- le risque de non réalisation du super-profit, support de l'actualisation,
- le risque propre à l'entreprise.

Le taux sans risque est représenté par le rendement obtenu sur un placement long (l'investissement au capital de l'entreprise s'inscrivant dans la durée) pour lequel le capital investi ne subit aucune exposition. Le rendement des emprunts de l'Etat à long terme répond à cette définition et constitue le rendement minimum auquel tout investisseur peut prétendre, sans prendre de risque. Si d'autres taux peuvent être retenus, le rendement des BTA est sans conteste le plus utilisé.

Les primes globales de risque couramment retenues dans les méthodes de détermination du goodwill ne répondent pas à une logique particulière, mais dans la pratique se situent entre 50% et 100% du taux sans risques en fonction de la probabilité de réalisation des prévisions, donc du super-profit.

Dans une hypothèse de taux sans risque de 6%, les taux d'actualisation varieront donc entre 9% et 12% ( $6 \times 1,5$  et  $6 \times 2$ ).

Par ailleurs, il peut arriver que l'un des flux de sur-profit annuel soit négatif. On parlera alors de sous-profit. Dans ce cas, le taux d'actualisation à retenir est le taux sans risque.

③ Méthode de la rente abrégée du goodwill fondée sur le concept du capital économique :

Cette méthode utilise les mêmes variables que la précédente sauf que l'investissement à rémunérer correspond, soit à la VSB soit aux CPNE.

Le Goodwill peut être ainsi, exprimé de l'une ou de l'autre des deux manières suivantes :

$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_{(VS)}_j - iVS)x(1+t)^{-j}$$

Ou

$$GW = \sum_{j=1}^n (CB_{(CPNE)}_j - iCPNE)x(1+t)^{-j}$$

Il demeure entendu que la valeur de l'entreprise est toujours exprimée par la formule suivante :

$$VE = ANCC + GW$$

④ Méthode des anglo-saxons :

Il s'agit d'une méthode proche de la méthode de la rente abrégée sauf que le superprofit est capitalisé à l'infini.

Selon le concept retenu pour l'investissement à rémunérer le Goodwill est exprimé selon l'une des trois formules suivantes :

$$GW = \frac{1}{t} \times (CB_{(ANCC)} - iANCC)$$

Ou

$$GW = \frac{1}{t} \times (CB_{(VS)} - iVS)$$

Ou

$$GW = \frac{1}{t} \times (CB_{(CPNE)} - iCPNE)$$

### 2.3.2. Les approches explicites :

① Méthode de l'Union des Experts Comptables Européens :

➤ **La formule :**

$$GW = \frac{a_n}{1+i a_n} \times (CB_{(ANCC)} - iANCC)$$

Avec :

$$a_n = \frac{1-(1+t)^{-n}}{t}$$

*ANCC* : Actif net comptable corrigé

*CB* : Capacité bénéficiaire rattachée à l'ANCC

*i* : taux de placement financier sans risques

*t* : taux d'actualisation tenant compte d'une prime de risque de l'entreprise

*n* : Période d'actualisation de la rente. Cette période varie entre 3 et 8 ans en fonction de la situation concurrentielle ou quasi-monopolistique de l'entreprise à évaluer.

➤ **Logique du modèle :**

Le Goodwill est égal à la capitalisation d'un superprofit à intérêts composés (facteur  $a_n$ ). Ce super-profit est l'excédent de rendement procuré par l'entreprise sur le placement non risqué au taux  $i$  de capitaux égaux à la valeur de l'entreprise ( $VE$ ).

$$VE = ANCC + a_n (CB - iVE)$$

② Procédé de STUTTGART :

➤ **La formule :**

$$GW = \frac{3}{1+3i} \times (CB_{(ANCC)} - iANCC)$$

➤ **Logique du modèle :**

Même logique que la formule de l'UEC, mais avec une valeur arbitraire de  $a_n$ , cela correspond à  $a_n=3$ , soit :

n=3,5 ans pour i=8%

n=3,9 ans pour i=10%

n=4 ans pour i=12%