

Réflexions générales sur la valeur d'une entreprise – L'approche industrielle

Claude Janssens

Expert-comptable, analyste financier et économiste d'entreprises

Section 1. Problématique du prix et de la valeur

1.1. Notion de valeur

Tant dans le langage courant que dans la littérature professionnelle ou non professionnelle, on trouve un grand nombre de définitions de la notion de valeur. Lorsque l'on parle de la valeur de l'entreprise, il devrait s'agir de sa valeur en tant qu'agent économique, c'est-à-dire une valeur strictement liée au contexte dans lequel cet agent joue un rôle dans le tissu économique. Cette valeur ne peut être réellement établie, vu le nombre de variables à appréhender et les difficultés de valoriser chacune de celles-ci. Elle s'apprécie lorsque d'importantes entreprises sont en faillite latente ou lorsque les pouvoirs publics se voient contraints de financer des entreprises en difficulté, compte tenu de l'impact que pourrait avoir leur fermeture sur l'économie entière d'une région. L'entreprise pourrait avoir pour valeur sa capacité à générer et à redistribuer de la valeur ajoutée, qui n'est pas seulement limitée à son entité.

Heureusement, lorsque l'on parle d'évaluation d'entreprise dans les relations d'affaires, il ne s'agit pas d'estimer la valeur économique d'un agent économique, mais bien

d'évaluer la valeur économique de l'outil qu'il représente. La valeur économique d'un outil est également unique : c'est son appréciation *ex ante* qui pose de sérieux problèmes.

On constate tout d'abord, tant à travers la littérature que dans la pratique professionnelle, une confusion entre :

- a) la *valeur des actions d'une entreprise en tant qu'instruments financiers* et la *valeur de l'action en tant que sous-ensemble de la valeur de l'entreprise*. Nous reviendrons sur ce point ultérieurement ;
- b) la *valeur de l'entreprise* et l'*espérance du prix* que l'on pourrait en obtenir ou la payer. On trouve ainsi autant de notions de valeur que de cas particuliers. Quoique défendue par certains auteurs comme spécifique ou incluse dans la jurisprudence, on peut constater que la notion de valeur, si ce n'est la valeur économique, est toujours une espérance de prix compte tenu d'un contexte économique particulier ;
- c) la *valeur de l'entreprise* et la *méthode de calcul* pour en obtenir l'estimation. En effet, il existe dans la littérature

technique un grand nombre de formules mathématiques qui sont censées donner la valeur d'une entreprise. Toutefois, à la lecture de celles-ci, il est aisé de comprendre qu'elles relèvent de raisonnement d'acheteurs ou de vendeurs et que, dès lors, elles ont pour seule raison d'établir soit le prix auquel on désire acquérir une entreprise ou un autre bien d'investissement, soit celui auquel on désire vendre. C'est ainsi que la formule dite du superprofit est la formule type d'une approche « acheteur ».

J'ai pu ainsi retrouver, dans la littérature professionnelle, quelques notions de valeur :

1.1.1. La valeur du marché

La valeur accordée en fonction du marché et, par voie de conséquence, à l'utilité du bien. Il s'agit du prix. La valeur du marché, ou valeur vénale d'un bien, est le prix estimé de ce bien sur un marché suffisamment concurrentiel pour relever de la loi de l'offre et de la demande.

1.1.2. La valeur d'acquisition

Pour tout analyste, la valeur d'acquisition reste, qu'elle soit réglementée ou pas, le prix total payé pour acquérir un bien, consommable ou pas. Il s'agit donc du prix de revient complet identifiable en unité monétaire. Ce prix ne tient pas compte des coûts sociaux ou des produits sociaux n'existant pas encore lors de la conclusion de l'opération.

1.1.3. La valeur de liquidation

« La valeur de liquidation est la valeur à laquelle on réalise les biens de l'entreprise dans des conditions normales de retrait des affaires ou de cessation d'activités.

La réduction des activités et la réalisation du patrimoine se font progressivement en payant les dettes et en assurant les obligations de l'entreprise vis-à-vis du personnel ou des créanciers. On peut considérer dans cette optique que les gestionnaires ont le temps de chercher des acquéreurs et de négocier les réalisations effectuées.

On peut considérer que cette valeur est une valeur minimale de la société. »¹

En fait, la valeur de liquidation est l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles. Il s'agit donc d'une espérance de prix vendeur et non d'une valeur.

1.1.4. La valeur liquidative

La valeur liquidative n'est qu'un cas particulier de la valeur de liquidation. Il s'agit également de l'espérance de réalisation d'une entreprise ou de la somme de ses sous-ensembles et, par voie de conséquence, de l'espérance de prix vendeur et non d'une valeur. Certains auteurs ne sont pas d'accord quant à cette notion, ce qui n'a rien d'exceptionnel lorsqu'on commence à classer la notion de valeur en fonction de sa méthode de calcul en lieu et place de sa nature. Monsieur Lurkin² relève :

« Ainsi, Brilman et Gaultier³ la définissent comme une « valeur de base, moins sévère que la valeur de liquidation ». ⁴ Ils considèrent qu'il n'y a pas de discontinuité de l'exploitation et que cette valeur concerne des entreprises non déficitaires, dont le cours de Bourse est bas. On prend comme base la valeur de liquidation. Mais comme il n'est pas envisagé de cesser l'activité, on ne prend pas en considération les indemnités de licenciement ou les commissions payées sur la vente des biens. Ici, on est également dans le cas d'une valeur estimée de l'espérance de réalisation. »

Par contre, pour P. Vizzanova⁵, « la valeur liquidative résulte d'une liquidation forcée de l'entreprise et les éléments d'actifs risquent d'être bradés ». ⁶ Il apparaît plus opportun à Monsieur Paul Lurkin, dans ce cas, de faire appel à la notion de *vente forcée*, qui indique bien que la vente doit se faire à tout prix à un moment déterminé dont le vendeur n'est pas le maître.

« L. Rétail⁷ a aussi considéré une valeur liquidative comme étant une valeur réévaluée et rectifiée par un abattement de 25 % à 30 % en cas de liquidation non rentable ». ⁸

¹ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, Professional Seminars & Services, p. 3.

² *Ibid.*

³ Référence de P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, op. cit. : J. BRILMAN et A. GAULTIER, Paris, Éd. Hommes et Techniques, 1980, p. 2.

⁴ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, op. cit., p. 3.

⁵ Référence de P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, op. cit. : P. VIZZANOVA, *Guide pratique d'évaluation des entreprises*, Éd. CLET, 1987.

⁶ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, op. cit., p. 4.

⁷ Référence de P. LURKIN : L. RETAIL, *L'évaluation des entreprises*, Paris, Éd. Sirey.

⁸ P. LURKIN, *Évaluation des entreprises*, op. cit., p. 4.

Cette dernière définition met bien en évidence que l'auteur confond la méthode de calcul et la nature de la valeur. Sa méthode de calcul, qui introduit un abattement relevant tantôt de la prudence, tantôt de la coutume, ou encore de l'expérience ou de l'arbitraire, ne change rien au fait qu'il s'agit toujours de l'espérance du prix de réalisation d'une entreprise ou de tout ou partie de ses sous-ensembles.

1.1.5. Valeur à la casse – valeur à casser

« Cette valeur concerne le prix de vente des biens d'équipement considérés comme hors d'usage, inutilisables. Cette valeur peut, par exemple, être déterminée en fonction du prix de la mitraille ».⁹ Il s'agit encore une fois de l'espérance du prix que pourrait en obtenir le vendeur.

1.1.6. La valeur à neuf

Il s'agit de la valeur de remplacement du bien considéré, c'est-à-dire, dans ce cas, tout simplement de l'espérance du prix que l'on devra payer pour l'acquisition d'un même bien avec la même utilité.

1.1.7. La valeur de remplacement

Dans ce cas, il s'agit également de l'espérance du prix qu'il faudrait payer pour obtenir un bien d'investissement de même vétusté, de même capacité productive, déduction faite du solde de son financement.

1.1.8. La valeur vénale

Il s'agit de la résultante de la loi de l'offre et de la demande. La *valeur vénale* est en principe le prix sur lequel l'acheteur et le vendeur sont d'accord. Ce critère paraît très objectif à Monsieur Lurkin. Il faut espérer qu'il entend par là « le plus raisonnable », car il n'y a rien de plus subjectif que la valeur (prix) résultant de la loi de l'offre et de la demande, puisqu'elle varie en fonction de l'utilité du consommateur. Voir à ce sujet le point réservé à la notion de prix.

1.1.9. Valeur d'utilisation, valeur d'usage et valeur d'exploitation

Monsieur Lurkin¹⁰ donne une définition assez contradictoire de ce type de valeur. Il la définit d'abord « comme la dépense qu'il faudrait faire pour acheter une entreprise ou un ensemble de biens procurant les mêmes résultats. Un bien complètement amorti peut conserver une valeur d'exploitation fondée sur son utilité actuelle ».

Il donne comme exemple : « Ainsi, une voiture amortie en trois ans peut avoir une valeur certaine après cette période. Elle a une valeur d'usage fondée au minimum sur le prix demandé pour un véhicule identique sur le marché d'occasions ».

L'UEC¹¹ a défini cette valeur comme la valeur de continuation estimée sur la base de la valeur de remplacement contemporaine des biens et droits de l'entreprise, diminuée des dettes.

Le prix « théorique » d'occasion est calculé en tenant compte :

- des valeurs à neuf ou des valeurs d'achat réévaluées ;
- de l'âge ;
- du vieillissement technique ;
- de l'usure ;
- de l'utilité.

L'exemple de l'acquisition d'une entreprise ou d'un ensemble de biens procurant les mêmes résultats relève uniquement de la notion de prix et non de sa valeur. En effet, la dépense correspond à un prix payé et non à une valeur.

1.1.10. La valeur substantielle ou valeur intrinsèque

La valeur substantielle correspond à la valeur de l'outil économique qu'est l'entreprise, à sa valeur estimée du marché, celle-ci étant différente de la valeur comptable. La personne chargée de l'évaluation se devra, préalablement à toute analyse, de contrôler correctement les différents postes du bilan afin de lui apporter les corrections nécessaires qui

⁹ *Ibid.*

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Union européenne des experts comptables économiques et financiers.

lui permettront de dégager une valeur plus correcte du patrimoine. Certains auteurs y voient la valeur économique de l'entreprise, ce qui, dès lors, biaiserait fortement les résultats lorsque celle-ci est combinée à la valeur de rendement.

Il existe trois notions de la valeur substantielle :

- la valeur substantielle brute ou actif brut corrigé dans une optique de continuité (= VST) ;
- la valeur substantielle réduite ou actif brut corrigé dans une optique de continuité, de laquelle on soustrait les dettes ne portant pas intérêt (= VSR) ;
- la valeur substantielle nette en valeur intrinsèque, qui correspond à l'actif net corrigé dans une optique de continuité (= AN).

Calcul de l'actif net réévalué (valeur substantielle nette)

L'actif net peut être défini comme l'excédent du total des biens et droits de l'entreprise (actif) sur le total de ses dettes. Par voie de conséquence, nous obtenons la relation suivante :

$$\text{Actif net réévalué} = \text{actif réévalué} - \text{passif exigible}$$

La nécessité de la réévaluation résulte de ce que la dépréciation, les modalités d'amortissement et l'évolution des prix du marché des biens durables provoquent des distorsions entre le bilan économique et le bilan comptable.

Afin de procéder à la réévaluation de l'actif net, on procédera au tri des éléments qui peuvent être aliénés sans nuire à l'efficacité de l'entreprise et fournir ainsi à l'acquéreur de la trésorerie équivalente. Les éléments qui n'appartiennent pas au cycle d'exploitation pourront comprendre n'importe quel actif fixe ou circulant, tels des terrains, des bâtiments, du matériel, des créances à caractère financier, ... Ceux-ci devront être évalués à leur valeur de réalisation probable.

Les biens liés au cycle d'exploitation seront encore évalués à la valeur d'usage, c'est-à-dire au prix qu'il serait nécessaire de payer pour acquérir un bien de même utilité économique à la date de la situation analysée. Il faut comprendre par

« bien de même utilité économique » un bien de même nature, susceptible du même usage dans le même contexte et présentant statistiquement la même espérance de vie résiduelle. On veillera tout particulièrement à ne pas introduire dans les corrections des éléments qui feraient double emploi avec les éléments liés à la rentabilité de l'entreprise.

Voyons rapidement les principales masses bilantaires liées au cycle d'exploitation.

Les actifs incorporels

Tous les actifs incorporels doivent complètement être considérés comme des non-valeurs, à l'exclusion de ceux qui ont fait l'objet d'une acquisition onéreuse (à l'exception du *goodwill* sous toutes ses formes, qui, lui, sera toujours une non-valeur).

Les actifs corporels

Si nous prenons les terrains, ceux-ci apparaissent souvent au bilan à la valeur d'acquisition. Ils devront donc faire l'objet d'une estimation qui pourra être établie par un expert immobilier.

Les bâtiments d'exploitation

Ils se répartissent en général en :

- atelier ;
- entrepôts ;
- bureaux administratifs ;
- bureaux usines.

Ce type de bâtiment est toujours à l'origine d'un intrant dans la fonction de production, quelle que soit son ancienneté, et même si cet intrant n'est pas apparent dans les chiffres, il a toujours une valeur d'usage. Cette valeur est fonction du type de construction, de son appropriation aux activités et de sa vétusté. Les bâtiments « non banalisables » devront être valorisés en fonction de leur destination future.

Le matériel

Généralement, le matériel utilisé existe sur le marché des occasions et peut donc être valorisé par rapport à des références donnant une valeur, dont le mérite est d'exister (revues techniques). Les valeurs trouvées seront bien sûr corrigées en fonction de l'utilité pour l'entreprise. La valeur du bien sera appréciée en fonction de la valeur à neuf corrigée par un coefficient d'usage correspondant à la valeur nette comptable par rapport à la valeur d'acquisition d'origine. Cette méthode pourra être remplacée par l'application de tout autre coefficient de vétusté, comme par exemple celui des statistiques sectorielles.

Les biens en location-financement

Ils seront considérés comme des éléments à part entière du capital économique de l'entreprise. La primauté du fond sur la forme donnée par le législateur concernant la présentation des comptes annuels est identique.

Les immobilisations financières

Les prêts à plus d'un an seront repris à leur valeur nominale corrigée pour l'actualisation, avec une période théorique si elle n'est pas connue. Les prêts aux filiales seront assimilés aux participations. Les participations seront corrigées en fonction de leur valeur économique ou financière. En ce qui concerne les filiales en difficulté, elles pourront avoir une valeur négative en fonction des engagements financiers de l'entreprise existant envers celles-ci.

Les stocks

Ils feront l'objet d'un inventaire physique complet. Ce contrôle sera complété par une analyse des rotations afin d'éliminer les invendus. L'attention de l'expert se portera sur les règles d'évaluation adoptées.

En ce qui concerne les clients, il sera utile de s'appuyer sur une balance par ancienneté des soldes afin de cerner les créances à risque et d'en déterminer leur véracité et leur liquidité. L'analyse financière devra également permettre d'établir l'évolution qualitative de celles-ci. En fonction des

travaux précédents, des corrections de valeur seront établies. Les effets escomptés seront réincorporés dans les créances et soustraits des valeurs disponibles.

Les provisions à caractère de réserves seront incorporées aux fonds propres pour une valeur corrigée de la charge fiscale probable. Les autres provisions seront estimées et corrigées, à la hausse ou à la baisse, en fonction des risques réels ou des charges à venir.

L'ensemble des autres éléments du passif fera l'objet d'une analyse, afin de voir si ceux-ci sont complets. Les impôts latents seront repris au passif du bilan.

La valeur de l'échange : le prix

À titre de rappel, j'ai pensé qu'il serait utile de préciser la notion de *prix* par un extrait de l'ouvrage d'économie générale de Monsieur Marchesnay.

« Le niveau de valeur auquel s'ajusteront les offres et les demandes, satisfaisant les coéchangistes, s'appelle le prix d'équilibre du marché. En règle générale, plus le prix est élevé, plus les offreurs sont disposés à écouler des marchandises ; et plus ils sont faibles, plus les demandeurs sont disposés à en acheter.

1. Le prix est l'expression du rapport d'échange qui s'établit entre les produits offerts et demandés. Admettons que l'individu se soit spécialisé dans la production de blé (production totale de 100 sacs) et Jacques dans celle de vin (production totale de 50 tonneaux). Pierre ayant besoin pour sa consommation personnelle de 40 sacs de blé et Jacques de 30 tonneaux de vin, il reste pour l'échange 60 sacs et 20 tonneaux. Si le rapport de l'échange s'établit à raison d'un tonneau pour 3 sacs, il en découle deux conséquences. La première est que les coéchangistes seront satisfaits puisqu'ils pourront écouler leur production excédentaire ; la seconde est qu'il apparaîtra un prix de marché : le tonneau de vin vaut trois fois plus cher que le sac de blé, ce qui s'exprime de façon plus générale en disant qu'une unité d'un produit A s'échange contre x unités d'un produit B, le prix relatif du produit A par rapport au produit B est égal à x.

2. La notion de prix relatif est essentielle pour l'analyse économique : c'est elle qui permet de saisir l'interdépendance qui s'établira entre tous les produits offerts et demandés et comment l'équilibre général est atteint. Le système des prix relatifs entre les différents biens fournit donc les prix « réels ». Les prix que nous connaissons, affichés sur des étiquettes, des factures, etc. n'en sont que l'expression détournée, rattachée à une unité de référence : la monnaie. Ce sont des prix nominaux. ».¹²

À cet égard, il est intéressant de souligner que, si la monnaie est un étalon de référence universellement accepté dans le monde économique pour mesurer les rapports d'échange entre tous les biens, elle n'est théoriquement pas indispensable pour évaluer les échanges. Mais elle l'est dans la pratique, compte tenu de la complexité des échanges entre y personnes et z produits différents.

Naturellement, cela n'est possible que pour autant qu'il s'agisse d'une réponse à une utilité. Il est aisé de comprendre que cette valeur du marché ou prix comporte une variation de valeur qui dépend uniquement des besoins respectifs de l'acheteur et du vendeur, et qui est indépendante d'une valeur économique estimée de manière neutre.

En résumé, le prix d'une entreprise serait donc fonction de l'utilité que lui accorde son acquéreur potentiel sous la contrainte de l'offre et de la demande. Le prix peut donc être inférieur ou supérieur à la valeur économique de celle-ci. La différence entre le prix et la valeur économique représente donc une estimation de l'utilité nette, que l'on peut concevoir comme étant la différence entre les produits sociaux créés par l'acquisition de l'entreprise concernée et les coûts sociaux pour faire cette même acquisition.

Il faut entendre par :

- produits sociaux : les avantages autres que les avantages économiques et/ou financiers habituellement quantifiables. Par exemple, la renommée ;
- par coûts sociaux : les désavantages de même nature. Par exemple, ne plus avoir la possibilité de bénéficier d'un sous-ensemble important de temps à consacrer à ses loisirs, à sa famille, etc.

Si cela permet de mieux comprendre l'élaboration du prix par rapport à sa valeur sur un marché suffisant, il faut souligner qu'une entreprise sans repreneur potentiel a une valeur économique. Toutefois, son prix sera inévitablement de zéro.

On peut donc écrire le prix comme suit :

Prix = (produits sociaux - coûts sociaux + la valeur économique) sous contrainte de l'offre et de la demande, soit pour l'acheteur $P_a = (PS - CS + W) \lambda$ (offre) et pour le vendeur $P_v = (-CS + PS + W) \lambda$ (demande).

L'approche anglo-saxonne¹³

Les mots à la mode, dans cette approche, sont la « juste valeur » ou, autrement dit, *fair value*. La « juste valeur » comprend deux mots qui, l'un comme l'autre, ont été et sont toujours probablement parmi les thèmes sur lesquels se penchent les philosophes depuis des siècles, sans évidemment y trouver une explication qui les satisfasse tous.

Si ce n'est pas le premier souci du praticien, qui va trouver naturel d'utiliser les coûts historiques pour la tenue des comptes, le concept de la valeur est essentiel pour tout théoricien qui essaie de trouver un fil conducteur en vue de donner à chaque compte de l'inventaire, du bilan et/ou des comptes annuels une unité d'ordre économique.

Aristote et Nietzsche se posaient déjà les questions « qui vaut ? », « qui dresse ? ». Si le champ de la question se restreint, on ne peut faire abstraction de certaines pensées d'Aristote et de Marx et de toutes les doctrines économiques, puisque c'est de l'image économique qu'il s'agit. Si la question est théoriquement importante, définir l'unité de valeur la plus adéquate en comptabilité est un exercice audacieux et tout aussi impossible que de définir les mots « justice » et « vertu ». C'est probablement pour cette raison que le bon sens des professionnels belges a toujours maintenu le coût historique comme unité de référence.

¹² M. MARCHESNAY, *Économie générale*, t. 1, Paris, Sciences et techniques économiques, Série formation, Éd. ISTR.

¹³ Extraits publiés sous le titre « Notion de « valeurs » et nouvelles normes IAS », *L'Écho*, 30 décembre 2003, p. 12 et sous le titre « Une

comptabilité moins claire et des risques plus grands avec les normes IAS », *L'Écho*, 15, 16 et 17 juin 2002, p. 2, cité en bibliographie

Capital, travail et savoir-faire...

Tout économiste peut comprendre la portée de cette notion de valeur. L'unité de valeur la plus adéquate doit-elle naître de la valeur utilité, de la valeur travail, de la valeur peine, de la valeur plaisir ou de toute autre théorie, avec les innombrables nuances et sous-distinctions qu'elles impliquent ? Ce qui est certain, c'est qu'une entreprise repose sur un ensemble de facteurs exogènes et endogènes et sur une ou plusieurs fonctions de production, et que celle(s)-ci implique(nt) au moins trois composantes :

- le capital (K) ;
- le travail (L) ;
- et le coefficient technique (θ) ou savoir-faire.

Dès lors, en comptabilité, la « juste valeur » ne devrait-elle pas être la transposition de tout cela ?

Or, cette « juste valeur » ne tient pas compte de la place du travail dans les facteurs de production et estompe même la possibilité d'une comptabilité incorporant les ressources humaines, facteurs primordiaux de production dans de nombreuses sociétés et tout particulièrement dans les PME. En effet, dans le cadre des normes IFRS (IAS), si nous prenons l'actualisation de *returns futurs* pour valoriser un outil de production, cela entraîne que le sous-ensemble des *returns* liés au savoir-faire est entièrement imputé au capital. Ce qui implique que les normes IFRS (IAS) reposent sur l'hypothèse que la valeur du savoir-faire des entrepreneurs et des travailleurs est nulle.

L'approche des normes IFRS (IAS) est déclarée être une approche économique. Dès lors, n'aurait-elle pas dû prendre en considération les coûts sociaux et les produits sociaux, afin de tenir compte des variables liées à l'existence même de l'agent économique dans son environnement humain et/ou général ? Par exemple, quelle est la « juste valeur » d'une entreprise dont les maladies professionnelles grèvent largement la sécurité sociale ou dont l'impact sur l'environ-

nement influence significativement l'espérance de vie des habitants de la région où elle est implantée ?

La comptabilité a toujours fait l'objet d'approches conceptuelles en tous genres, classées ou non en écoles, ayant plus ou moins de succès, certaines très sérieuses, d'autres tout à fait utopistes. Au cours des cinquante dernières années, le débat s'est estompé suite à la percée du professionnalisme continental, ce qui a permis le développement d'une technique comptable fiable reposant à la fois sur la théorie de la « personnalistique », sur la description de l'événement économique¹⁴ et sur l'existence de la pièce justificative.

Faiblesse des techniques comptables anglo-saxonnes

En dépit de son avance dans d'autres domaines de l'économie, le monde anglo-saxon se présente avec des techniques comptables faibles et en perpétuelle mutation, résultant de l'absence de vrais concepts comptables tels que ceux existant dans la comptabilité belge. En dépit de son retard dans ce domaine, le monde anglo-saxon a encore une fois, après l'échec de ses propositions de comptabilité indexée, estimé nécessaire de revenir à la charge avec une nouvelle notion, celle de la « juste valeur », tout aussi inadéquate que la précédente.

La comptabilité indexée était censée prendre en considération l'inflation ; elle forme, pour certains auteurs, l'école néoclassique. C'est avec intérêt que lors de cette tentative par les Anglo-Saxons d'établir des bilans plus conformes à la réalité économique, j'avais testé de manière pratique et sur le plan de l'analyse microéconomique cette approche de la comptabilité. Il me semblait nécessaire d'essayer de comprendre et de vérifier en quoi les méthodes préconisées donnaient à une situation comptable un caractère plus correct, complet et fidèle que celui obtenu par une comptabilité établie sur la base des coûts historiques. Cela fut fait non seulement par la lecture d'ouvrages et de travaux relatifs aux méthodes préconisées, dont celui d'Alain Senéterre, mais

par Ph. DEMBOUR, directeur de banque et enseignant, dans son article « Un danger pour la stabilité du système bancaire ».

¹⁴ Le contrôle de l'événement économique est facilement mis en évidence par l'analyse

des flux. La notion des flux, à peine embryonnaire dans la littérature, permet l'élaboration de toute écriture comptable lorsque cette théorie est vue sous l'angle de la « personnalistique ». Cette méthodologie est

décrite dans C. JANSSENS, « Comprendre le référentiel comptable belge : traité analytique de comptabilité ».

également par des applications pratiques complétées d'analyses graphiques donnant, par exemple, l'évolution des prix d'un produit en essayant d'y représenter la part de l'influence de l'offre et de la demande, celle de l'inflation et, « bouteille à encre », celle de l'interaction de l'une sur l'autre. Une analyse effectuée sur des matières premières avait rapidement mis en évidence les carences des méthodes préconisées, et surtout l'irréalisme et la complexité de leur mise en pratique.

L'*index* étant la base de l'appréciation de la valeur à prendre en considération, il est aisé de comprendre le biais qu'il pouvait apporter en ce qui concerne les résultats obtenus. De plus, le contenu de celui-ci peut fluctuer dans le temps et dans l'espace. Il serait intéressant de transposer cette approche à des exercices actuels établis en euros. Cela donnerait des unités de valeur différentes de l'euro, suivant que la comptabilité serait tenue dans un endroit plutôt que dans un autre de la zone euro, et générerait ainsi des écarts d'unités de valeur monétaire, lorsqu'il y aurait lieu d'incorporer des établissements stables. Cela paraît assez étrange lorsqu'il s'agit d'une seule et même unité monétaire.

Ces travaux pratiques démontraient que les méthodes préconisées :

- ne peuvent pas isoler l'indexation des phénomènes de marché ou de l'utilité économique (par exemple, le progrès technologique) ;
- ne sont pas indépendantes des différentes appréciations humaines lors de la valorisation des écritures comptables et/ou des postes de l'actif et du passif ;
- demandent l'usage permanent de calculs d'indexation, ce qui crée des difficultés pratiques insurmontables et la multiplication des risques d'erreurs tant arithmétiques que d'appréciation.

Le premier point réfute directement le caractère plus correct de la comptabilité. Le second met en évidence un haut risque de ne plus avoir de comparabilité en fonction de

l'évaluateur, tandis que le troisième souligne l'irréalisme de la mise en pratique de cette approche. Par exemple, la méthode présentée et défendue par Émile Krieg¹⁵, dès 1968, sous forme d'exercices pratiques, n'avait fait que souligner le type de difficultés que l'on pouvait rencontrer.

Une approche financière non économique

Ce sont là les vrais motifs pour lesquels les praticiens n'ont pu se résoudre à appliquer cette méthode et non une réaction aux changements, comme le prétendent certains auteurs actuels, qui, par ailleurs, n'ont pas connu cette époque.

L'école, dite moderne, d'origine américaine prend pour postulat que pour appréhender la valeur d'une entreprise, il convient de déterminer la valeur actualisée de l'ensemble des flux nets de trésorerie qui pourraient être générés par cette entreprise dans le futur. Ce que cette école préconise n'est pas une « valeur économique », mais une espérance mathématique d'une certaine valeur fluctuant en fonction des hypothèses choisies par les évaluateurs pour les termes de la formule utilisée. L'actualisation des flux est une approche financière et ne peut donc être considérée comme une approche économique. En effet, les flux financiers correspondent à la contrepartie des flux des biens et non à ceux-ci.

Il n'a jamais pu être démontré, même avec les modèles économétriques les plus fins, qu'il existe une relation certaine entre la valeur comptable et la valeur boursière. À part la foi, rien ne peut prétendre que le nouveau référentiel va en améliorer la corrélation, celui-ci étant toujours incomplet et de plus en plus contesté.

Je ne comprends pas que l'on puisse penser qu'une entreprise, en tant qu'ensemble de capital, de travail et de savoir-faire, peut, même sur un marché efficient, avoir une valeur qui correspond à celle de la somme de ses actions cotées. Il

¹⁵ E. KRIEG, « Préambule », *Sortir de l'inflation*, note du 17 février 1975, « Un canular légal », note du 28 février 1975, etc. (documents dont

copie dans les archives de Claude Janssens). Émile Krieg, ingénieur E.C.P., Paris, qui, à défaut d'être professionnel, se qualifiait de

« Promoteur de la comptabilité indexée » et également d'« Academic Member of the American Institute of Management ».

est important de rappeler que l'approche de la valeur d'une entreprise, par exemple lors de la négociation, est tout à fait différente de l'approche financière de la valeur des actions.¹⁶ En effet, il existe différentes approches de la valeur d'un investissement représenté par des titres :

- l'acquéreur fait l'acquisition de valeurs mobilières et attend de celles-ci un certain *return* : il s'agit de l'approche financière et le *return* ou *cash-flow* est constitué principalement des dividendes futurs espérés ;
- l'acquéreur fait l'acquisition d'une entreprise ou d'un sous-ensemble d'entreprise : il s'agit de l'approche de l'investisseur industriel, où le *return* espéré est constitué d'un ensemble de *cash-flow* ;
- l'acquéreur fait l'acquisition d'une entreprise ou d'un sous-ensemble d'entreprise dans le cadre de l'économie sociale ou de l'interventionnisme : il s'agit dans ces cas de l'espérance qui serait liée à celle d'une valeur ajoutée à redistribuer ou d'un effet bénéfique sur le tissu régional.

Tout ce qui comprend les mots « juste » et « valeur » ne pourra jamais conduire à un consensus, surtout dans le cadre des normes IFRS (IAS), dans lesquelles les professionnels ne peuvent y percevoir qu'un recul d'un demi-siècle dans l'approche du caractère correct, complet et fidèle des situations comptables. Les normes IFRS (IAS) se cherchent, elles reposent sur la perception d'un idéal d'une « juste valeur » espérée mais non définie ; il s'agit principalement de travaux en chambre. Confrontées à la réalité du terrain, les normes IFRS (IAS) sont malaisées à appliquer et ce sont les entreprises qui supporteront les frais de l'application d'une technique incertaine, d'une notion de valeur chimérique et d'un référentiel comptable qui s'ajustera à leurs dépens, car la modernisation du droit comptable a un coût.

Il n'existe pas, à ce jour, de comptabilité qui pourrait atteindre l'idéal statistique, où la valorisation reposerait sur une « juste valeur » établie en tenant compte de variables multiples exprimant ainsi une valeur acceptable dans son approche économique, sociale, financière, industrielle et

environnementale. En ce qui concerne les normes IFRS (IAS), ce qui est certain, c'est qu'aujourd'hui, même leurs fervents défenseurs ont dû reconnaître que la « juste valeur » n'est peut-être pas appropriée pour certains actifs bancaires. *On peut se permettre d'en déduire que, dans certains cas, la « juste valeur » ne serait pas « juste » et, ainsi, qu'il pourrait exister d'autres « justes valeurs ».* Cette situation souligne qu'avec la mise en pratique des normes IAS, il peut exister d'autres non-appropriations de la « juste valeur », ce qui pourrait nous donner ainsi un référentiel avec des « justes valeurs » à la carte.

Section 2. Problématique de l'approche industrielle et financière

2.1. Flux réel et flux monétaire

De la notion de valeur à celle du prix, on met en évidence que le résultat de l'échange est l'observation de deux flux. Un flux de consommation a été créé, celui du bien acquis, qu'il soit durable ou non, ou flux réel : du latin *res* = chose, correspondant à un flux monétaire en sens inverse, d'un montant identique à la valeur d'échange du bien.

La monnaie, qui à l'origine était un bien privilégié comme unité de compte, est ensuite devenue la monnaie au sens moderne du terme, faisant elle-même l'objet de la loi de l'offre et de la demande sur le marché financier. Elle devient également *réserve de valeur*, sujette au placement à titre d'épargne monétaire ou acquise à titre de crédit. Le développement de ce marché financier fit naître certains *instruments financiers*, comme les *actions* destinées à apporter de l'argent frais aux entreprises. Ces instruments financiers relèvent de la loi de l'offre et de la demande du marché financier, celui-ci n'étant pas limité au marché officiel.

2.2. L'acquisition des parts ou des actions

Investir dans une entreprise par l'acquisition de ses parts ou actions peut être le fait de deux approches différentes. Il peut en effet s'agir d'un acte relevant d'une approche financière ou industrielle.

¹⁶ C. JANSSENS, « Réflexions sur les méthodes de valorisation des entreprises », *Forum de l'audit « Conflit des minoritaires »*, Bruxelles, OGH, séances des 20 et 30 avril 2002.

2.2.1. L'approche financière

Dans le cadre de l'approche financière, l'acquéreur fait l'acquisition de valeurs mobilières et attend de celles-ci un certain *return*. Il s'agit de l'approche financière et le *return* ou *cash-flow* est constitué principalement des dividendes futurs espérés. Il est ici question d'une action vue sous son angle d'instrument financier, indépendante de la valeur économique de l'entreprise et de sa rentabilité réelle, et sujette à la loi de l'offre et de la demande sur le marché financier.

L'approche financière conduit à la valeur estimée d'un moyen de financement de l'entreprise et non à la valeur de celle-ci. Il ne peut être démontré qu'il existe une relation entre les valorisations des actions sur le marché financier et les résultats d'une entreprise.

2.2.2. L'approche industrielle

En ce qui concerne l'approche industrielle, elle s'inscrit dans une optique plus large, mettant en jeu des facteurs principalement stratégiques, des ressources humaines, technologiques et financières. Dans le cas de l'approche industrielle, l'acquéreur fait l'acquisition d'une entreprise ou d'un sous-ensemble d'entreprise. Il s'agit de l'approche de l'investisseur industriel et le *return* espéré est constitué d'un ensemble de *cash-flow* et/ou de produits sociaux.

Il est important de souligner une notion que certains veulent ignorer dans la pratique : les flux financiers correspondent à la contrepartie des flux des biens et non à ceux-ci.

L'approche financière conduit à la valeur estimée d'un moyen de financement d'une entreprise et non à la valeur de celle-ci. Comme déjà expliqué ci-avant, il ne peut être démontré qu'il existe une relation entre les valorisations financières et les résultats d'une entreprise.

En résumé :

L'approche financière correspond à l'acquisition de valeurs mobilières (instrument financier), desquelles l'acquéreur attend un *return* dont les dividendes font partie.

L'approche industrielle correspond à l'acquisition d'un outil ou d'un sous-ensemble de celui-ci en vue de l'exploiter ou de participer à son exploitation pour en tirer des revenus qui lui sont liés, que ceux-ci soient monétaires ou constitués de produits sociaux.

Section 3. Autres notions liées à la valeur de l'entreprise

3.1. Le *goodwill* et le *badwill*

- Le *goodwill* correspond à la *différence positive* entre la valeur économique de l'entreprise et l'actif net corrigé à la valeur du marché.
- Le *badwill* correspond à la *différence négative*.

Toutefois, de nombreux professionnels et auteurs considèrent que le *goodwill* correspondrait à une notion de rente économique résultant du caractère spécifique de l'approche de ses activités, de la qualité particulière de ses produits, de sa position sur le marché, etc. Cela se traduit par la différence entre la rentabilité réellement dégagée par l'entreprise et la rentabilité normale des actifs. Mathématiquement, cela s'exprime par :

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{B_t - rA_t}{(1+i)^t}$$

Formule simplifiée dans la pratique par l'utilisation de la *formule de l'annuité constante* :

$$GW = \left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] (B - i \cdot AN)$$

B = bénéfice ou rentabilité dégagée

i = intérêt

AN = actif net corrigé

t = intérêt retenu pour l'actualisation

n = la durée

$$\left[\frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right] = \text{le } a_n \text{ des tables financières}$$

On retrouve également le même type de formule avec le *superprofit* calculé sur la base de la différence entre la capacité bénéficiaire et ce que pourrait rapporter le placement de la valeur substantielle réduite. Dans cette approche, il doit s'agir uniquement du calcul d'un profil marginal, comme expliqué ci-avant.

$$GW = \left[\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \right] (CB - i.VSR)$$

VSR = valeur substantielle réduite.

On peut évidemment se poser beaucoup de questions sur la rentabilité normale des actifs. En effet, on peut voir dans l'application des formules que la rentabilité normale des actifs se fait en fonction du coût des fonds propres, voire du coût moyen pondéré du capital. Or, ce type de coût peut être influencé par les caractères spécifiques de l'entreprise. Si ceux-ci doivent réellement entraîner une rente, pourquoi le rendement normal ne relève-t-il pas d'une comparaison statistique, qui susciterait d'ailleurs d'autres questions ? Cette méthode ne peut avoir de sens que pour autant que le taux d'intérêt du placement corresponde à l'espérance du taux de rentabilité du secteur et que l'écart type de celui-ci ne soit pas significatif. L'utilisation de tout autre taux correspond au calcul de l'espérance d'un profit marginal né de l'acquisition de l'entreprise.

Cette VAN du *superprofit* ne peut en aucun cas être la différence entre la valeur économique d'une entreprise et sa valeur normale, sauf si l'on part avec la profonde conviction, qui relève plus de la foi que du raisonnement scientifique, qu'indifféremment l'actif net ou la valeur substantielle réduite ou brute, sommé du *goodwill*, donne la valeur économique. En effet, tout le monde sait que si $A = C + B$, B sera égal à $A - C$.

On constate que le terme concernant le revenu comprendra des données issues de la comptabilité. Est-ce vraiment normal dans un calcul d'investissement ?

Les trois méthodes pertinentes dans la littérature sont les suivantes :

a) La méthode dite « des Anglo-Saxons »

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{RN_t - r(AN_t)}{(1 + i)^t}$$

pour

AN = actif net corrigé
RN = résultat net courant
r = coût des fonds propres

Le résultat net est une donnée comptable, alors qu'on est normalement dans un raisonnement d'investissement, donc financier. Est-ce bien normal ?

b) La méthode de l'Union des experts comptables (UEC)

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{RNE_t - r(VSB_t)}{(1 + i)^t}$$

pour

VSB = valeur substantielle brute
RNE = résultat net d'exploitation corrigé
r = coût des fonds propres

Cette approche est plus connue sous sa forme nette :

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{RN_t - r(VSN_t)}{(1 + i)^t}$$

pour

VSN = valeur substantielle nette
RN = résultat net courant corrigé
r = coût des fonds propres

c) La méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, dite CPNE

$$GW = \sum_{t=1}^n \frac{RN_t - r(CP_t)}{(1+i)^t}$$

pour

CP = capitaux permanents nécessaires à l'exploitation

RN = résultat net avant frais financiers sur dettes à long terme et à court terme

r = coût des fonds propres

Même si on peut comprendre aisément que ce raisonnement soit légèrement biaisé, il l'est encore plus par la simplification apportée par les praticiens. Comme il n'est pas aisé d'appréhender tant le coût des fonds propres que le coût moyen pondéré du capital, ils l'ont simplement remplacé par un taux correspondant généralement à la rentabilité d'un investissement à long terme.

Cette manière d'aborder la valorisation du superprofit n'est pas inintéressante en soi, puisqu'elle va pouvoir permettre d'appréhender une certaine approche de la valeur que représente cet outil pour un acquéreur, c'est-à-dire une espérance de prix acheteur où le taux de rémunération de l'actif pourra être choisi en fonction de la notion de superprofit pour l'acquéreur.

3.2. La capacité bénéficiaire

Il faut entendre par « capacité bénéficiaire » non le bénéfice espéré, mais bien la rémunération totale des capitaux qui finance la valeur substantielle. Compte tenu du fait que certaines ressources nées de créances de tiers liées au fonctionnement (fournisseurs, dettes sociales, etc.) ne demandent pas de rémunération, les auteurs considèrent qu'il ne faut tenir compte que de la valeur substantielle réduite. C'est un choix dont je ne perçois pas la raison. Cette approche me semblerait plus correcte avec la valeur substantielle brute. ●