



Thèse Présentée
par MFOPAIN,
Aboubakar

UNIVERSITE DE
YAOUNDE II

**Essai d'évaluation financière des
entreprises au Cameroun: cas des
entreprises du secteur
secondaire à participation S,N.I**

YAOUNDE, 1993

24 MARS 1994

UNIVERSITE DE YAOUNDE II

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES
ET DE GESTION



Programme de Petites Subventions

ARRIVEE

Enregistré sous le no 0877

Date

16 MARS 1994

**ESSAI D'EVALUATION FINANCIERE
DES ENTREPRISES AU CAMEROUN :
CAS DES ENTREPRISES DU SECTEUR SECONDAIRE
A PARTICIPATION S.N.I**

T H E S E

POUR DOCTORAT 3^e CYCLE EN SCIENCES DE
GESTION

PRESENTEE ET SOUTENUE PUBLIQUEMENT PAR:

MFOPAIN ABOUBAKAR

LAUREAT DU CODESRIA

SOUS LA DIRECTION DE :

PR.H.E.GERMAIN NDJIEUNDE

AGREGE DES FACULTES DES SCIENCES ECONOMIQUES

YAOUNDE, 1993

DEDICACE

A *Mon père,* **PEFIEMBO Jacques,**

A *Ma mère,* **NCHOUT AWAWOU,**

Qu'ils trouvent ici un réconfort moral après de longues années de souffrances et de sacrifices

A *Mes Frères:* **MBEMOUN INOUSSA, VEPOUMBOT ISSAH, JOUOWET SEIDOU, SANOU ZAKARI ET ZEMBOP MOUAFO AMIDOU.**

A **EYONG PAULINE**

Qui est pour moi une source de consolation et d'encouragement

A **N. Elisabeth SONFACK**

A qui je dois beaucoup

A *Tous les amis et amies:* **HENRI Marcel NZONE, NDOFFO FONGUE Joseph, LONGKENG Pierre Marie, YOUBI B. Chantal et AUTRES,**

dont le climat social qui a toujours régné entre nous n'a cessé de favoriser mon plein épanouissement dans tout domaine de ma vie.

REMERCIEMENTS

Au terme de notre travail, l'occasion nous est offerte pour exprimer notre profonde gratitude à ceux qui, de près ou de loin, ont contribué à son édification et à son élaboration .

*Qu'il nous soit donc permis d'adresser nos vifs remerciements au **PROFESSEUR GERMAIN NDJIEUNDE** qui a bien accepté diriger ces travaux, et n'a ménagé aucun effort tout au long de cette supervision, malgré ses multiples occupations.*

*Notre reconnaissance va à l'endroit de messieurs **KEMKENG Bernard, WAMBA Henri, NGANN BALEBA et TAMO** aux efforts desquels cette recherche doit beaucoup.*

*Que nos remerciements fassent aussi écho à l'endroit de tous mes enseignants de l'université de Yaoundé, qui ont conjugué leurs efforts pour assurer ma formation au sein de cette institution. cette reconnaissance s'adresse également aux **PROFESSEURS BORDES, Gérard DENIS et Marc PENOUIL** qui ont été mes encadreurs en D.E.A.*

De profonds remerciements s'adressent également à:

Monsieur NAMBA Justin, D.G. UNILUX - CAMEROUN

Monsieur FONNA

Tous mes frères

M^{lle} N. SONFACK Elisabeth

pour leur assistance tant matérielle que financière et surtout pour les conseils oh! combien enrichissants qu'ils n'ont jamais cessés de me prodiguer.

*A Monsieur **SAHA Antoine***

*Au **CODESRIA** (Conseil pour le développement de la recherche économique et sociale en Afrique) pour leur participation déterminante et encourageante à l'édification de ce travail de recherche.*

*Des considérations exceptionnelles sont envoyées à **EYONG Pauline** pour tout son soutien moral qu'elle continue de m'apporter.*

INTRODUCTION GENERALE

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Le développement et la croissance d'une entreprise dépendent des conditions internes telles que, les comportements des différentes fonctions qui la composent et l'environnement extérieur dont elle est fortement tributaire.

Ces deux phénomènes influencent grandement les activités de toute entreprise au cours de sa durée de vie, qu'il est chaque fois nécessaire de mesurer les différents effets sur l'évolution de cette dernière.

L'évolution permet donc de déterminer la valeur d'échange d'une unité économique, compte tenu de ces conditions internes et externes. A cet effet, la crise économique qui sévit dans le monde est à l'origine de nombreuses manifestations (inflation, détérioration des termes de l'échange, fluctuation du dollar) qui, combinés à d'énormes problèmes de structure, ont plongé les entreprises dans une situation très préoccupante:

- Des résultats déficitaires dûs à des coûts de structure de gestion peu productive,

- le poids de l'endettement et l'appel des concours bancaires à court terme croissants qui sont à l'origine des dépréciations des marges d'exploitation et contribuent pour une large part à la détérioration de la structure financière de la firme,

- La marge brute d'autofinancement (M.B.A.) est le plus souvent insuffisante pour à la fois assurer le service de dette, le financement des investissements permettant l'accroissement des biens nets d'exploitation et de la formation d'un taux d'autofinancement satisfaisant.

Le secteur primaire au CAMEROUN comme partout ailleurs dans les P.V.D. se trouve durement frappé. Les responsables politiques et économiques s'accordent à reconnaître dans le secteur secondaire, non moins épargné par cette crise, le modèle d'entreprise le mieux adapté à notre processus de développement industriel.

Compte tenu de cet enjeu politique et économique, de nombreuses réformes sont envisagées. Ces mesures de réhabilitation et de restructuration ont conduit entre autres à des cessions de parts dans certaines entreprises à participation S.N.I. (organisme de prise de participa-

tion au CAMEROUN) et à de nombreuses liquidations et dissolutions. Mais au départ, chaque entreprise est un cas particulier à examiner, ne présentant pas forcément avec les autres les mêmes difficultés ou les mêmes atouts. D'où la nécessité d'évaluer chacune d'entre elles pour déceler ses forces et faiblesses afin de lui apporter des prescriptions nécessaires ou qui sont jugées adaptées à sa situation.

Eu égard au rôle primordial que doivent désormais jouer les entreprises du secondaire dans les stratégies de développement (substitution des importations, transformation des ressources locales), des difficultés qu'elles connaissent à l'heure actuelle et de nombreuses réformes entreprises par les autorités gouvernementales camerounaises, on voit dès lors apparaître l'intérêt du problème d'évaluation des entreprises du secteur secondaire à participation S.N.I dans la conjoncture actuelle, marquée ces dernières années par l'application de nombreux pays des mesures d'ajustement, le plus souvent imposées par les institutions de BRETTON WOODS.

Par ailleurs, l'inexistence de certaines structures (absence de marché boursier et d'un marché inter entreprise efficace), l'inflation, les difficultés liées à la définition et au calcul de certains taux de base, nécessaires aux phases d'actualisation ou de capitalisation qui constituent pour bon nombre de méthodes la principale opération de l'évaluation financière, l'absence dans le cadre national de nombreux éléments servant à l'évaluation des immobilisations, la diversité des régimes fiscaux, rendent difficile et inadaptée l'application de certaines méthodes d'évaluation.

De plus, ces méthodes sont nombreuses et variées, au point de différer selon les entreprises, les objectifs de l'évaluation, des situations (en cours ou en fin d'activité, dans une optique de liquidation, de cessation ou de poursuite de l'activité) qu'il n'est pas toujours aisé de répondre à la question: quelle méthode choisir ?

De nombreux auteurs contemporains à l'instar d'**EUGENE SAGES'** **JEAN RAFFEGEAU** et **FERNAND DUBOIS**, **BRILMAN** et **GAULTIER** etc... ont chacun dans leurs travaux, apporté une large et importante contribution au choix des modèles et méthodes. Mais aujourd'hui d'autres sujets sont

encore possibles en matière d'évaluation.

Ainsi lorsqu'on sait que l'acheteur ne procède à l'acquisition des parts dans l'entreprise que dans l'espoir de poursuivre l'activité et de tirer un profit sous forme de bénéfices distribués à long et moyen terme, l'on peut se demander dans quelle mesure, l'utilisation de certaines méthodes d'évaluation pourrait - elle conduire à l'aménagement de la gestion des entreprises du portefeuille S.N.I pour la plupart en difficultés?

Dans le cadre de notre étude, l'évaluateur externe que nous sommes est amené à se poser certaines questions:

- Ces entreprises sont - elles suffisamment performantes pour poursuivre normalement leurs activités?

- Ne courent - elles pas de risque de cessation d'activité?

Autrement dit, les méthodes existantes sont-elles adaptées à l'évaluation des entreprises publiques et para-publiques aux objectifs souvent beaucoup plus sociaux?

Sinon, quelles sont les aménagements à effectuer pour les rendre opératoires dans le cas des entreprises en difficultés?

Tels sont les grands axes de la réflexion que se propose notre travail de recherche.

La présente étude se propose aussi pour effet, d'orienter le nouvel actionnariat dirigeant vers l'opportunité d'une action immédiate, car l'analyse des difficultés auxquelles font face les entreprises en général, montre que leur gravité provient des réactions lentes et trop tardives de la part des différentes hiérarchies.

L'hypothèse de travail retenue à savoir: les différentes approches de la notion de valeur de l'entreprise dans l'analyse de la défaillance semblent insuffisantes pour la prédiction de la faillite à court terme, conduit à adopter la démarche suivante:

1^{ère} Partie: Modèles d'évaluation existants et difficultés d'application des différentes méthodes.

2^e Partie: Pour une régénération de l'évaluation financière de l'entreprise.

PREMIERE PARTIE

MODELES D'EVALUATION EXISTANTS ET DIFFICULTES D'APPLICATION DES DIFFERENTES METHODES

CODESRIA BIBLIOTHEQUE

La détermination de la valeur d'une entreprise va être fonction des critères susceptibles de faire évoluer le désir d'achat ou de vente à savoir:

- Les critères subjectifs (notoriété, rareté, l'attitude favorable des tiers etc...)
- Les critères objectifs qui recensent toutes les méthodes de calcul permettant de situer la juste valeur de l'entreprise.

Nous nous pencherons dans le cadre de cette étude sur ces derniers critères pour définir deux grandes approches de la valeur de l'entreprise: l'une se fondant sur la notion de patrimoine (valeur patrimoniale), l'autre argumentant l'idée d'une prise en compte du futur ou de l'avenir de la firme (valeur par les flux).

Il est certain que dans les deux espèces, l'appréciation humaine a un très grand poids, mais aussi, l'absence d'une prise en compte du facteur humain et de l'environnement limite la portée de l'utilisation des méthodes qui en découlent.

De plus, leur application n'est pas sans problèmes.

Avant d'exposer l'essentiel théorique de ces approches d'évaluation, nous rappellerons d'abord les différentes conceptions de la notion de valeur.

CHAPITRE I

LA NOTION DE VALEUR

La valeur a été à la base de la compréhension du fonctionnement d'une économie basée sur l'échange monétaire.

Comme fondement de cet échange, elle a été le premier problème qu'ont eu à débattre les économistes.

S'agissant de ce premier problème, les querelles n'ont pas été stériles. Deux grandes écoles sont nées et la pertinence de l'argumentation de leurs auteurs a permis à son tour, de distinguer deux grandes théories de la valeur: la théorie de la valeur utilité et la théorie de la valeur travail.

Il convient d'abord, de présenter l'essentiel de ces différentes théories, avant de se pencher sur le cas spécifique de l'entreprise.

SECTION I

THEORIE DE LA VALEUR

Au départ, nous exposons les fondements des deux théories avant d'appréhender leur évolution à travers les développements des différents auteurs appartenant ou non à la même école.

A/ LA VALEUR UTILITE

Elle est le fait d'une école qui privilégie le point de vue du consommateur.

1) FONDEMENT

La théorie subjective de la valeur ou valeur utilité repose sur deux concepts importants:

- L'utilité qui est la satisfaction, le plaisir ou le bien-être que procure la possession ou la consommation d'un bien. Dans la théorie du consommateur, il s'agit de l'aptitude présumé d'un bien à satisfaire un besoin. Elle est susceptible d'une évaluation cardinale ou ordinale. Ce qui

confère le caractère de subjectivité à cette théorie, car l'individu seul est capable ou habilité à estimer le plaisir qu'il ressent.

- La rareté, une des conditions sans laquelle une chose ne saurait bénéficier de l'appellation "bien économique", est la relation entre quantités existantes d'un bien et les services qu'il rend.

Ces deux notions sont à la base de toute argumentation de la part des auteurs théoriciens de la valeur subjective. Ce sont pour quelques uns d'entre eux: **FERDINANDO GALIANI** (mercantiliste), **ROBERT TURGOT** et **ETIENNE BONNOT DE CONDILLAC** (antiphysiocrates), **J.B. SAY** et **SCHUMPETER** (école classique).

2) EVOLUTION A TRAVERS L'ARGUMENTATION DES DIFFERENTS AUTEURS

Il y a lieu de préciser que ces auteurs, quel que soit leur courant de pensée, relèvent l'existence d'une valeur d'usage et d'une valeur marchande. Leur particularité réside dans l'option et surtout dans l'importance qu'ils accordent ou attribuent à l'une ou l'autre des deux valeurs.

Mais la base de toute argumentation repose sur la résolution du paradoxe de la valeur tel qu'exposé par **ADAM SMITH**: *<< les choses utiles n'ont aucune valeur d'échange >>*⁽¹⁾.

Devant ce paradoxe, les économistes vont tenter plusieurs explications.

En reprenant au départ la définition de **FERNANDO GALIANI** à savoir que *<< La valeur est une relation d'équivalence subjective entre quantité d'un bien et quantité d'un autre bien >>*⁽²⁾

TURGOT et les autres (**CONDILLAC**, **J.B SAY** etc...) fondent la valeur sur l'utilité. Il (**TURGOT**) distingue la valeur estimative, représentante d'une valeur d'usage et qui résulte de l'ordre ou du degré d'utilité attribué au bien par son consommateur ou son détenteur, et la valeur appréciative qui est une valeur d'échange issue d'une confrontation d'une offre et d'une

(1) **TOUNA MAMA**: *Cours d'Histoire de la pensée économique de 2^e année Sciences économiques, Yaoundé, 1991.*

(2) *Idem.*

demande, assimilable à un prix de marché. Cette idée semble reprise par **CONDILLAC** lorsqu'il écrit : << *La valeur des choses est fondée sur leur utilité ou ce qui revient au même sur le besoin que nous en avons. Il est naturel qu'un besoin plus ressenti donne aux choses une plus grande valeur et qu'un besoin moins ressenti leur donne une moindre. La valeur des choses croît donc dans la rareté et diminue dans l'abondance* >> ⁽¹⁾

Le prix est donc, comme l'estime **J.B. SAY**, la mesure de la valeur des choses et la valeur, la mesure de l'utilité. Toutefois, **CONDILLAC** en réfutant toute idée de valeur fondée sur le coût, revient à l'argumentation de **J.B. SAY** sur l'insertion du coût de production dans le schéma de l'offre et de la demande. Selon lui, le coût des produits n'est autre que la valeur des services productifs consommés dans la production et que la valeur des services productifs à son tour n'est rien d'autre que la valeur des marchandises qui en résulte. Et **CONDILLAC** d'écrire: << *Une chose n'a pas une valeur parce qu'elle coûte comme on le suppose, mais elle coûte parce qu'elle a une valeur.* >> ⁽²⁾ et plus loin, << *le prix n'est donc que la valeur estimée d'une chose par rapport à la valeur estimée d'une autre par ceux qui en font l'échange.* >> ⁽³⁾

Il en ressort donc que, l'estimation supérieure attribuée par l'acquéreur à la chose acquise sur la chose cédée, est essentielle à l'échange car à travers cette opération, on obtient plus qu'on en donne.

A cette tradition essentiellement française, s'oppose une tradition anglaise, selon laquelle, le travail est la seule source de la valeur.

B/ THEORIE DE LA VALEUR TRAVAIL

Théorie objective de la valeur, elle privilégie le point de vue du producteur.

1) FONDEMENTS

Elle fait dépendre la valeur d'un bien de la quantité de

(1) *TOUNA MAMA*: op. cit.

(2) *Idem.*

(3) *Ibidem*

travail qui lui est incorporée ou essentiellement nécessaire pour le produire. Par extension, la valeur d'un bien s'explique par l'ensemble des facteurs qui ont contribué à sa réalisation, c'est à - dire son coût de production.

En estimant que le capital n'est que le produit d'un travail passé et que toute production pouvant être estimée en travail, l'on traduit par là - même la double considération de ce facteur comme source et mesure de la valeur.

Ces conceptions marquent les réflexions D'ADAM SMITH, RICHARDO, CANTILLON et autres tels que WILLIAM PETTY' JOHN LOCKE dans leurs analyses.

2) LA VALEUR D'ÉCHANGE CHEZ CANTILLON, ADAM SMITH ET RICARDO

Choisis parmi tant d'autres, les argumentations de ces trois auteurs résument l'essentiel de la théorie de la valeur travail.

Pour plus de clarté, nous insistons sur une analyse séparée, auteur par auteur.

2-1 R. CANTILLON (1697-1734)

Le point de départ de la réflexion de CANTILLON est le principe suivant lequel, la terre est la source de toute richesse et le travail la forme qui la produit.

Partisan de la théorie objective de la valeur, il estime pour sa part que < < le prix ou valeur intrinsèque d'une chose en générale est la mesure de la terre et du travail qui entrent dans sa production. > > ⁽¹⁾

CANTILLON fait une distinction entre le prix réel d'une chose ou la valeur intrinsèque qui correspond à la terre et au travail qui entre dans sa production et le prix sur le marché, fonction de l'offre et de la demande de ce bien.

Cette valeur intrinsèque est stable, puisqu'elle ne dépend pas des

(1) MICHEL SIMEON, "TEXTES POUR UNE HISTOIRE DE L'ANALYSE ECONOMIQUE" cours polycopié, Tome I, Yaoundé, Novembre 1980, Page 5.

loin au prix du travail ou salaire minimum.

Il vient donc que le plus souvent, la valeur d'échange de chaque marchandise s'estime plus en monnaie que par la quantité de travail ou de toute autre marchandise que l'on pourrait avoir en échange.

b) Les Parties Constituentes du Prix de la Marchandise

L'auteur de la "RICHESSSE DES NATIONS" fait observer que trois parties sont prenantes dans la constitution du prix d'une marchandise à savoir: la rente foncière du propriétaire, le produit du travail et les profits de l'entrepreneur.

Salaire, profit et rente sont trois sources primitives de tout revenu, aussi bien que de toute valeur échangeable.

Toutefois, il fait une distinction entre société primitive et société évoluée. Dans une société primitive sans appropriation du sol ni accumulation du capital, le coût de production consiste uniquement en travail qui est à la fois source et mesure du prix réel ou naturel⁽¹⁾

Il en est autrement dans une société évoluée où le prix, le profit du capital et la rente foncière parce que le produit naturel du travail fait l'objet de prélèvements de la part des capitalistes et des propriétaires fonciers.

La quantité de travail demeure la mesure, mais n'est pas la cause de la valeur.

2-3 DAVID RICARDO (1772 -1823)

Dans son ouvrage "LES PRINCIPES DE L'ECONOMIE POLITIQUE DE L'IMPOT", RICARDO s'attarde dans un premier chapitre à énoncer une théorie de la valeur qui repose comme chez les autres partisans de la théorie objective, sur la valeur travail.

Il reprend les analyses d'A. SMITH et y apporte des précisions et des critiques importantes. Son approche est la suivante:

(1) *Le prix réel ou naturel d'une marchandise est celui qui permet juste de couvrir l'ensemble des coûts de production.
Le prix du marché quant à lui est celui qui résulte de la confrontation d'une offre et d'une demande sur le marché. Il oscille autour du prix naturel qui apparaît comme étant le prix d'équilibre.*

<< *humeurs et des fantaisies des hommes et de la consommation qu'ils feront* >>⁽¹⁾ et c'est pourquoi elle doit constituer la base des comparaisons en matière d'échange.

2-2 ADAM SMITH (1723 - 1790)

Traitant de la richesse, il fonde son analyse sur le principe selon lequel, la division du travail est la source de l'enrichissement des nations.

Cette division du travail s'explique par la propension des individus à échanger car une fois établie, << *La plus grande partie des besoins de l'individu ne peut être satisfaite que par l'échange du surplus du travail des consommations contre un pareil surplus des autres* >>⁽²⁾

Ainsi, à partir du moment où chaque homme subsiste d'échanges, il devient une espèce de marchand et partant la société toute entière.

A.SMITH va donc se pencher sur les règles de cet échange en posant le problème de valeur d'échange, car celle d'utilité n'a de signification que lorsqu'elle permet de mesurer le coût réel d'un bien.

Les questions essentielles sont celles de la mesure et des éléments constituants de cette valeur.

a) La Mesure

A propos de ce premier problème, il estime que << *la valeur d'une denrée quelconque pour celui qui la possède, et qui n'entend pas user ou la consommer lui-même, mais qui a l'intention de l'échanger pour autre chose, est égale à la quantité de travail que cette dernière le met en état d'acheter ou de commander* >>⁽³⁾

Le travail est donc la mesure réelle de la valeur d'échange de toute marchandise. Il ne s'agit pas ici du travail incorporé dans la marchandise (celui nécessaire pour la produire), mais perçu dans le sens de la peine que l'acquéreur doit s'imposer pour l'obtenir, assimilable comme on le verra plus

(1) MICHEL SIMEON, op. cit. page 6.

(2) *Idem*; page 31.

(3) *Ibidem*;

Au départ, il convient avec **ADAM** que l'utilité ne constitue pas le fondement de la valeur échangeable bien qu'elle lui soit essentielle car: << les choses une fois qu'elles sont reconnues utiles par elles mêmes, tirent leur valeur échangeable de deux sources: de leur rareté et de la quantité de travail nécessaire pour les acquérir. >> ⁽¹⁾

En effet, les biens qui ne sont pas reproductibles à volonté ont une valeur fixée par leur rareté et ne représente qu'une très petite partie des biens échangés, tandis que la valeur des autres, constituants la quasi-totalité des biens échangés, dépend contrairement pour le même auteur de la quantité de travail incorporé ou nécessaire à leur production. Ainsi, il estime que << la valeur d'une marchandise ou la quantité de toute autre marchandise contre laquelle elle s'échange, dépend de la quantité relative de travail nécessaire pour la produire et non de la rémunération plus ou moins forte accordée à l'ouvrier >> ⁽²⁾

RICARDO démontre qu'il serait donc exact de dire que les quantités proportionnelles de travail nécessaires pour obtenir chaque objet paraissent offrir la seule donnée qui puisse conduire à poser une règle pour l'échange des uns contre les autres. Autrement dit, c'est la << quantité comparative des denrées que le travail peut produire qui détermine leur valeur relative présente ou passé et non les quantités comparatives de denrées qu'on donne à l'ouvrier en échange de son travail >> ⁽³⁾

Par ailleurs, le caractère variable de la rémunération accordée à l'ouvrier suivant la nature du travail, ne constitue pas une cause à la variation de la valeur relative des différentes marchandises. Elle se trouve plutôt modifiée non seulement par le travail immédiatement appliqué à leur production, mais aussi par le travail consacré aux outils, aux machines, aux bâtiments qui servent à les créer.

Le principe fondamental de la valeur est valable même dans les sociétés évoluées dans lesquelles, le capital est utilisé conjointement au travail pour la production des biens.

Cette définition de la valeur par **RICARDO** est reprise par **K. MARX**

(1) **MICHEL SIMEON** op.cit P. 76 et 79.

(2) *Idem.*

(3) *Ibidem*

qui pense comme lui, qu'il faut retrouver la véritable réalité sociale qui est le travail: la valeur pour lui est égale à la quantité de travail moyen socialement nécessaire, incorporée dans les choses.

Les deux théories s'opposent, chacune servant de base à un certain type d'organisation de la production et des échanges.

Elles ont pour but de fournir un modèle aux fins de l'activité économique afin de comprendre le système des prix des biens et services.

Ces différentes approches résument l'essentiel des opinions et des idées exprimées par de nombreux théoriciens, et permettant d'appréhender l'évolution de ce concept de valeur tout en le situant par rapport au prix et au marché.

L'entreprise en tant qu'unité de production combine le capital au travail pour la réalisation de ses objectifs fondamentaux. Malgré ces caractères spécifiques, elle reste un bien marchand, susceptible d'une estimation ou d'une évaluation.

SECTION II NOTION DE VALEUR DE L'ENTREPRISE

La valeur d'un bien peut être définie comme étant le prix d'équilibre accepté à la fois par le vendeur et l'acheteur. C'est *<< le prix d'équilibre auquel le vendeur accepte de vendre et l'acheteur accepte d'acheter >>* ⁽¹⁾

En effet, des théoriciens et praticiens ont proposé pour la détermination de cette valeur, un ensemble de procédés très variés qui reflètent pour la plupart, l'argumentation ou les idées qu'ils se font de cette notion. Cette évolution se fonde encore sur l'histoire économique.

Ainsi la période datant d'avant la seconde guerre mondiale n'a presque pas connu d'importants débats à cause des négociations rares (mis à part pour les petites unités) et la stabilité des affaires.

La grande crise mondiale, dans ses manifestations et la recherche

(1) PATRICE VIZZAVONA "GESTION FINANCIERE", Litac, 3^e édition, page 523.

perpétuelle des solutions va pour certaines opérations (nationalisations, échanges d'entreprises, concentrations etc. . .) révolutionner le concept d'évaluation et par conséquent de la valeur de l'entreprise.

La valeur de l'entreprise ne se réfère plus au passé, mais est devenue un élément de la théorie de l'investissement et en matière boursière, un élément de la théorie ou de sélection des portefeuilles.

D'une façon conceptuelle, évaluer << C'est contribuer à la détermination de la valeur d'échange en tenant compte des caractéristiques internes de l'entreprise et des références externes, lesquelles sont à examiner à travers soit les conditions du marché des entreprises à cette date, soit plus généralement celles du marché financier >> ⁽¹⁾

Avant d'analyser les différentes approches de la notion de valeur de l'entreprise, nous parlerons d'abord de la valeur et d'autres concepts, tels que le concept de prix et le concept de marché.

A) VALEUR ET AUTRES CONCEPTS

L'Entreprise est considérée comme étant une unité économique, dotée d'un statut juridique, qui a pour objectif la production des biens et services destinés soit à la vente, soit à la satisfaction gratuite des besoins de la collectivité.

Elle est en même temps un ensemble de biens (terrains, immeubles, machines, créances) et dettes.

D'autres estiment qu'elle est un bien social avant d'être un bien économique.

Sa fonction principale serait d'une part d'assurer l'emploi et la rémunération des salariés, d'autre part de réaliser un quelconque objectif d'une planification économique.

Ainsi, sa nature de bien économique devient complexe au milieu de la combinaison de tous ces facteurs, et le concept de valeur marchande de l'entreprise contestable.

En dépit de ces caractères spécifiques, l'évaluation financière

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS "L'ÉVALUATION FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE" PUF PARIS 1988, page 6

s'intéresse à l'entreprise en tant qu'objet d'échange entre un acheteur et un vendeur, éventuellement sur un marché organisé et dont le prix est notamment fonction de la capacité à produire divers biens et services avec profit.

Deux questions méritent d'être posées:

- La valeur se confond-elle au prix? autrement dit, l'évaluation doit-elle aboutir à la fixation du prix ou peut-elle contribuer à préciser une zone de négociation entre l'acheteur et le vendeur?

L'analyse de la notion de valeur et ces concepts de prix et marché nous fourniront des éléments de réponse.

1) VALEUR ET PRIX

Le prix d'un bien résulte de la confrontation sur un marché, d'une offre et d'une demande de ce même bien. Comme définie ci-dessus, l'entreprise est un bien spécifique qui possède une valeur ou un prix. Ce prix est fonction de plusieurs considérations (les conditions internes, l'environnement etc. . .) qui pour l'essentiel doivent attirer l'attention des parties négociantes.

La distinction classique en Sciences économiques entre prix et valeur réside dans le fait que le premier traduit un échange réel alors que le second peut exister sans intervention ou existence d'une transaction. Dans ce dernier cas, la transformation de la valeur en prix exige la confrontation d'une offre et d'une demande réelles.

L'évaluation ne sera donc concernée que par la valeur. Sa mission sera de préciser les conditions d'un échange futur. Sa contribution est << d'expliquer les facteurs d'un équilibre rationnel entre l'offre et la demande d'un bien que constitue l'entreprise >> ⁽¹⁾

(1) RAFFEGEAU et F. DUBOIS op. cit page 07.

2) VALEUR ET MARCHÉ

Le marché est le lieu de la confrontation des rapports économiques. Le prix qui y provient se rapproche de la valeur de l'entreprise suivant que le marché est organisé ou pas.

Ainsi, en économie libérale, l'organisation du marché impose aux contractants d'une manière directe ou par les règlements, des prix qui se confondent aux valeurs des entreprises. Le cas retenu en matière d'évaluation est celui du marché boursier qui s'intéresse aux transactions affectant les actions représentatives de la valeur de l'entreprise.

L'évaluateur n'intervient donc plus que, lorsque le marché ne remplit plus son rôle. Il se limite à l'utilisation des références boursières dans l'appréciation des éléments spécifiques à l'entreprise.

En l'absence d'une structure marchande bien organisée, l'évaluateur se contente de déterminer une zone acceptable de négociation. Mais il est opportun d'appréhender les différentes approches de la valeur de l'entreprise, éléments caractéristiques ou de base essentielle à l'édification des différentes méthodes et modèles d'évaluation qui seront ultérieurement exposés.

B) **LES DIFFÉRENTES APPROCHES DE LA NOTION DE VALEUR DE L'ENTREPRISE**

Les diverses méthodes d'évaluation existantes des entreprises se fondent sur trois types de valeur:

- Soit une valeur d'inventaire
- Soit une valeur financière
- Soit une valeur économique.

1) LA VALEUR D'INVENTAIRE

Comme son nom l'indique, c'est une valeur qui se définit à base des opérations d'inventaire des biens. La détermination d'une telle valeur est donc sujette à une double opération:

- L'identification et le dénombrement des actifs et passifs

détenus,

- La revalorisation de l'ensemble des éléments patrimoniaux de l'entreprise.

Ces opérations ont pour but de confirmer les valeurs comptables, mais aussi dans le cas des immobilisations, de les réévaluer pour une meilleure appréciation.

La valeur d'inventaire constitue l'une des premières approches de la valeur de l'entreprise, et ses techniques de détermination ou d'évaluation caractérisent de nos jours, l'essentiel des méthodes fondées sur le patrimoine.

Souvent recommandé pour le petit commerce dans la vente du fond, lors de la liquidation de l'entreprise où elle confirme sa disparition et sert au désintéressement des créanciers, ce type de valeur correspond à la situation de la firme à une date bien précise.

Elle est considérée comme composante de la valeur globale pour une entreprise poursuivant son activité et correspondant généralement à la valeur d'actif net réévaluée. La prise en compte de nombreuses critiques et insuffisances à l'encontre de cette valeur d'inventaire a conduit à l'apparition de notions nouvelles.

2) LA VALEUR FINANCIÈRE

La principale critique adressée à la valeur d'inventaire reste l'absence d'une prise en compte de l'avenir de l'entreprise dans son processus d'évaluation. Or le fonctionnement d'une telle structure s'entoure d'un grand nombre d'aléas, de risques et d'incertitudes.

La valeur financière répond en estimant qu'il est nécessaire de savoir dans quelles conditions s'est constitué le patrimoine, donc des possibilités de gains ou de pertes pouvant se manifester ultérieurement. C'est ainsi qu'est née la notion de valeur financière.

Elle est retenue dans les évaluations boursières (à partir du marché financier) et se traduit par le système d'actualisation ou de capitalisation en matière d'évaluation des rendements.

Malgré les progrès réalisés dans le domaine de l'information financière, les analyses menées à la lumière des seuls documents disponibles ou obligatoirement publiés par les entreprises s'avèrent insuffisantes, surtout lorsqu'on voudrait appréhender les facteurs d'évolution ou les perspectives d'une firme.

3) LA VALEUR ECONOMIQUE

Elle est le prolongement de la valeur financière et considère l'entreprise comme projet économique et non comme placement.

La valeur économique permet de mieux apprécier les possibilités de développement (rentabilité et perspectives) et exige une parfaite connaissance interne de l'entreprise. Elle conduit à un diagnostic général qui permet d'une part, une meilleure évaluation du patrimoine et d'autre part, la mise en évidence des facteurs positifs ou négatifs à prendre en compte dans les projections et capitalisation des résultats.

Elle permet à travers les états financiers de chaque entreprise, de porter un jugement sur la maîtrise de l'exploitation et la pertinence de ses options de développement.

Pour ces avantages, la valeur économique d'une firme est d'une grande utilité pour un repreneur ou un nouvel actionnariat dirigeant en charge du devenir de l'entreprise.

Ces différents types de valeur servent de base de classification pour les divers modèles et méthodes d'évaluation.

Cependant, il existe pour chaque modèle, un ensemble très varié de techniques permettant d'aboutir ou de mesurer la valeur recherchée, et à chaque fois l'on s'appuiera sur les notions classiques ou traditionnelles de la valeur⁽¹⁾. La valeur économique retiendra le plus notre attention au cours de cette étude, car elle englobe les deux autres et nous permettra de distinguer trois grands modèles: le modèle patrimonial, la valeur rendement

(1) *Les notions de valeur d'usage et d'échange ne passeront pas inaperçues dans la mise en oeuvre des différentes méthodes d'évaluation. On peut citer le cas de la valeur utilité dans le principe de la réévaluation des bilans dans la détermination de l'actif net évalué. De même l'évaluation des actifs se fera le plus souvent par référence à des prix déterminés sur les différents marchés d'actifs.*

(y compris le modèle boursier) et le modèle de rente différentielle. Cependant l'on peut tout aussi noter que les facteurs socio - économiques et culturels jouent souvent un rôle important dans le succès et l'essor de ces méthodes d'évaluation.

De plus, il semble qu'il existe un certain parallélisme entre l'évolution des méthodes, les phases de développement industriel et les moyens de l'analyse économique et du traitement informatique.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

CHAPITRE II L'ESSENTIEL THEORIQUE DES MODELES D'EVALUATION

Les différentes méthodes d'évaluation classiques peuvent être regroupées en deux grands ensembles:

- le modèle patrimonial
- le modèle par les flux.

SECTION I LE MODELE PATRIMONIAL

Le patrimoine constitue pour l'entreprise un enrichissement. << IL est l'ensemble des actifs qu'elle a acquis au cours de son exploitation passée et qui subsistent, déduction faite des dettes qui existent à la date considérée. >> ⁽¹⁾ Le modèle patrimonial repose de ce fait sur le postulat selon lequel, la valeur de l'entreprise se confond au montant ou à la valeur du patrimoine détenu par la société. Ainsi, une des premières approches de la notion de valeur de l'entreprise s'est définie à partir des opérations d'inventaire des actifs et des passifs. Cette technique vise à recenser, identifier et valoriser l'ensemble des éléments patrimoniaux qui par convention, doivent être comptabilisés pour leur valeur d'origine ou figurer dans les comptes pour leur valeur historique.

Elle implique d'une part, des opérations de réestimations pour obtenir des valeurs économiques qui considèrent les phénomènes monétaires dans le temps, des éléments de fiscalité des amortissements qui le plus souvent accentuent cet écart entre valeur historique et valeur économique, et d'autre part, un retraitement pour un reclassement et une valorisation des différents postes du bilan. Ceci conduit à l'examen des concepts tels que: l'actif comptable, l'actif net comptable, l'actif net comptable réévalué et l'actif net corrigé, qui constituent les principales méthodes d'évaluation traditionnelles fondées sur le patrimoine à côté des notions de valeur de liquidation et d'assurance. Les méthodes de valeur substantielle et des capitaux perma-

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS op. cit. page 10

nents nécessaires à l'exploitation résumeront l'essentiel des approches modernes du modèle patrimonial d'évaluation.

A) LA VALEUR MATHÉMATIQUE

Elle est la valeur de l'entreprise déterminée au moyen de ses capitaux propres et est représentée par l'actif net comptable, l'actif net corrigé ou l'actif net réévalué.

1) L'ACTIF COMPTABLE ET L'ACTIF NET COMPTABLE

Ce sont deux notions en réalité pas très distancées l'une de l'autre.

1-1 DEFINITION

L'actif comptable peut être défini comme étant tout ce qu'une entreprise possède à une date donnée, (biens meubles ou immeubles, stocks, créances sur les clients, sommes détenues en comptes etc. . .) Il indique l'emploi que l'entreprise a fait des fonds mis à sa disposition et n'a de signification que s'il est rapporté au passif exigible de l'entreprise communément appelé dettes. On obtient ainsi l'actif net comptable qui mesure le montant des capitaux propres détenus par l'entreprise ou encore patrimoine. L'obtention de ces deux valeurs se fait d'une manière séquentielle.

1- 2 PROCEDE DE CALCUL

La détermination de ces deux valeurs passe par une évaluation des différents postes de l'actif et du passif.

Le montant de l'actif est donné par la valeur totale de tous ses éléments, estimés pour chacun d'entre eux à leur valeur d'entrée ou d'inscription au bilan. Les sources de financement nécessaires à leur acquisition sont diverses et la plupart de temps, parce que jugés insuffisants ou par simple option de politique financière de la firme, les capitaux propres et les dettes financières sont utilisés à cet effet.

Pour mesurer l'enrichissement réel de l'entreprise, il convient de sous-

traire du montant de l'actif total, l'ensemble des dettes afférentes aux opérations d'achat: ainsi, on obtient l'actif net comptable encore appelé situation nette, qui correspond à la somme algébrique des apports, des écarts de réévaluation, des bénéfices autres que ceux distribués et des pertes reportées . Soit la formule:

Actif net comptable ou
situation nette = Actif - (frais d'établissement + dettes à court,
long et moyen terme)

En matière d'évaluation, il s'agit d'une approche très simple et rapide qui donne une première expression de la valeur de l'entreprise. En raison de la dépréciation monétaire qui enlève toute signification à la valeur historique attribuée à chaque immobilisation, cette méthode présente à l'heure actuelle, un intérêt moindre par rapport à celle de l'actif net comptable corrigé ou réévalué. Néanmoins, elle reste très significative à la création de l'entreprise ou dans les trois ou cinq ans qui suivent le début des activités.

2) L'ACTIF NET COMPTABLE REEVALUE ET L'ACTIF NET COMPTABLE

< < Réévaluer le patrimoine, c'est reprendre l'intégralité des postes d'actif et de passif et leur affecter une valeur économique différente par définition de la valeur comptable. > > ⁽¹⁾

Dérivé de l'actif net comptable, cette méthode consiste à affecter à l'ensemble des immobilisations, des indices qui tiennent compte de l'évolution nominale des prix.

Mais , des problèmes liés au choix d'indices et de la réévaluation des amortissements sont difficiles à résoudre, et ne rendent pas le résultat opérationnel car, cette façon de valoriser l'actif ne se fonde ni sur la valeur des biens sur les marchés d'occasion, ni sur le coût de remplacement. Par conséquent, il ne correspond ni à une valeur de liquidation, ni à une valeur

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS op. cit. page 49

mesurée dans l'optique de la poursuite de l'exploitation, principal objectif des méthodes de l'actif net corrigé, de la valeur substantielle et des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Très répandue et encore appelée valeur intrinsèque, la méthode de l'actif net corrigé consiste à substituer à l'actif net comptable, une reconstitution de l'actif et du passif exigible réel. Autrement dit, << C'est le montant du capital qu'il serait nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine utilisé de l'entreprise dans l'état où il se trouve >> ⁽¹⁾

Par ailleurs, le passage d'une estimation comptable à une valeur réelle exige d'une part, la prise en compte de nombreux éléments tels que l'usure, la vétusté, le progrès technique, l'obsolescence, les conditions de marché, la valeur de la monnaie etc... qui sont autant de facteurs qui modifient la valeur d'origine d'un bien et d'autre part, le concours des spécialistes et de nombreux experts aussi bien dans le choix de la méthode adaptée à telle catégorie de biens (terrains, constructions, matériels, stocks etc...) que pour son utilisation et la vérification de la matérialité des biens ou de la dette.

Il est aussi nécessaire d'opérer un certain nombre de redressements, compte tenu des principes retenus par la comptabilité notamment en matière d'évaluation et surtout dans le cadre de la détermination de l'actif net corrigé.

Son calcul exige aussi la recherche de tout ce qui, n'étant pas inscrit au bilan, peut avoir une incidence sur la valeur et la prise en compte des biens hors exploitation.

Elle constitue donc, l'un des trois éléments de valeur totale de l'entreprise qu'on obtient en ajoutant à l'actif net comptable corrigé, les éléments incorporels et hors exploitation.

Cette valeur a aussi l'avantage d'être d'abord une valeur d'inventaire et peut servir d'approximation à une valeur patrimoniale, à une valeur d'exploitation et à une valeur de remplacement qu'elle ne peut être véritablement .

(1) O.E.C.A. "LE COMMISSARIAT AUX APPORTS ET LES MÉTHODES D'ÉVALUATION": cité par ALLA .J: "L'ÉVALUATION DE L'ENTREPRISE" page 22

Ainsi, nous présenterons d'abord, les principes d'évaluation des différentes composantes de l'actif, de la réévaluation des bilans, puis enfin la détermination de l'actif net comptable corrigé (ANCC) et réévalué.

2-1 EVALUATION DES DIFFERENTES COMPOSANTES DE L'ACTIF NET REEVALUE ET CORRIGE

Cette évaluation permet d'inventorier toutes les méthodes de calcul permettant d'apprécier la juste valeur de l'entreprise qui elle même sera fonction de deux estimations:

- Celle portant sur les biens tangibles (immobilisations, titres, créances, dettes etc. . .)
- Celle portant sur les éléments incorporels (fonds de commerce, droit au bail, clientèle et achalandage etc...).

2-1-1 Evaluation des elements corporels (biens tangibles)

Les critères d'évaluation des biens sont multiples et peuvent conduire à la distinction entre plusieurs valeurs de l'entreprise (valeur de liquidation ou à casser, valeur liquidative, valeur à neuf, ou valeur de reconstruction, valeur vénale ou valeur marchande et valeur d'utilisation).

Toutes ces estimations de base sont possibles à partir de nombreux procédés qui peuvent varier d'un bien à l'autre. D'une manière générale, l'on peut distinguer les biens qui sont généralement évaluables, soit sur la base de leur valeur marchande sur les marchés primaires ou secondaires avec éventuellement des corrections en hausse ou en baisse, soit sur la base de leur prix d'acquisition corrigé par des coefficients de revalorisation et de vétusté (construction, bâtiments servants à l'exploitation), soit sur la base des flux qu'ils peuvent générer, économiser ou coûter (frais d'établissement, logements). Toutes ces méthodes peuvent se regrouper en trois grandes catégories: méthodes directes (prix du marché, le coût de remplacement, évaluation par comparaison), méthodes indirectes (prix de revient, méthode indiciaire) et autres méthodes n'appartenant pas aux deux premières catégories (coût de reconstitution, méthode de la charge foncière, l'estimation par les revenus, la valeur de casse).

Plusieurs méthodes sont ainsi proposées suivant les cas, les époques, les circonstances ou même la doctrine dominante. Cependant, il est possible de relever pour chaque immobilisation la où les méthodes les plus usitées. Elles sont:

- **Pour les terrains:** Le prix retenu est une moyenne entre au moins deux procédés, puisque les approches d'évaluation fournissent des valeurs très proches l'une de l'autre.

- **Pour les constructions:** La méthode indiciaire et les méthodes directes (prix du marché et évaluation par comparaison) sont conseillées pour leur simplicité. Mais dans la pratique l'évaluation des terrains et des bâtiments est liée⁽¹⁾.

- **Enfin, en ce qui concerne les matériels,** la méthode indiciaire apparaît comme la plus indiquée. Il peut s'agir par exemple d'une moyenne pondérée d'indices. Mais par dessus tout, la réalité camerounaise conduit à retenir dans un cadre plus général le prix de revient des immobilisations acquises comme estimateur de base pour éviter la multitude d'abattements et d'affectations des coefficients dont font l'objet la plupart des méthodes usitées. Pour les immobilisations créées par l'entreprise, elle sont considérées au coût de production. Cette option est beaucoup plus motivée par l'absence des structures aptes à favoriser une détermination exacte des paramètres à prendre en compte par les différentes méthodes (coefficients, taux d'abattement) ou lorsqu'elles existent, elles ne s'y intéressent pas ou ne fournissent pas suffisamment d'information à cet effet. Par ailleurs, certaines immobilisations présentent le plus souvent des caractères particuliers. C'est notamment le cas des éléments acquis par crédit - bail. Mais aussi celui des agencements, aménagements et installations n'est pas à négliger.

Pour le premier cas, soit ils sont évalués comme propriété de l'entreprise et dans ce cas, les annuités à payer et le solde s'incorporent dans les dettes, soit ils n'ont aucune utilité réelle et ne doivent par

(1) *Lorsqu'on parle du prix au mètre carré, l'ensemble comprend déjà le prix foncier. Dans nombre d'entreprises, la dissociation est artificielle et elle vise à élargir la base d'amortissement.*

conséquent figurer dans le patrimoine, même s'ils occasionnent des charges. Pour les derniers, ils sont appréciés en termes d'utilisation et peuvent donner lieu à une valeur négative (cas des agencements).

Dans la plupart des temps, l'on se réfère à une revalorisation des dévis produits par l'installateur.

2-1-2 Les éléments incorporels

Plusieurs raisons motivent un traitement séparé des postes d'éléments incorporels et conduisent à une évaluation cas par cas de chacune des composantes de l'actif incorporel. De nombreuses méthodes sont envisagées à cet effet et tiennent compte de la particularité de ce type d'actif car, contrairement aux biens matériels qui possèdent une valeur marchande, ceux incorporels sont réputés pour nombre d'entre eux être sans prix, puisque correspondent pour la plupart à des frais engagés par l'entreprise.

Leur estimation de base donne lieu à de nombreuses remarques:

- La valeur du droit au bail dépend de l'emplacement des locaux, des aménagements à réaliser.
- L'entreprise peut ou non en même temps être titulaire et exploitant du brevet; de la licence de la marque etc...
- Les procédés ne sont appréciés qu'à des conditions bien précises.
- La clientèle dans la plupart des cas, englobe la marque.

Dans le cadre d'une évaluation, seuls les éléments incorporels ayant une valeur propre, indépendante de l'entreprise, sont pris en compte, tandis que la valeur de ceux liés à l'exploitation font partie de celle du fonds commercial.

L'appréciation de tous ces éléments se fonde sur des approches hybrides, qui visent à reconstituer les valeurs obtenues par des méthodes actuarielles. Elle se fait soit par référence aux gains futurs, soit à partir du chiffre d'affaires.

Cependant, compte tenu des difficultés de mise en oeuvre de

certaines de ces méthodes (insertion ou prise en compte de certains éléments non quantifiables), l'avis qui repose sur une évaluation séparée des éléments constituant l'actif incorporel est loin d'être partagé par de nombreux théoriciens qui sont partisans d'une évaluation globale connue sous la dénomination de "goodwill".

2-2 DETERMINATION DE L'ACTIF NET CORRIGE ET REEVALUE

Ce processus passe par deux phases successives:

- Appréciation sur les autres postes du bilan.
- Evaluation proprement dite de l'actif net réévalué ou corrigé.

2-2-1 Appréciation sur les autres postes du bilan

L'évaluateur a tendance à se fier aux informations issues des documents comptables qui lui sont soumis. Dans la plupart des temps, de nombreux redressements sont nécessaires surtout dans une optique d'évaluation.

Il ne sera pas question de passer en revue tous les postes concernés, mais cette opération vise éventuellement à retraiter, corriger et redresser les différents comptes de l'actif et du passif pour permettre l'obtention des valeurs réelles. Elles vont concerner pour les actifs: les immobilisations financières, les valeurs d'exploitation et les valeurs réalisables et disponibles pour le passif: le capital, les réserves, le report à nouveaux, provisions et subventions reçues.

Toutes ces précisions données, nous pouvons sans ambiguïté déterminer l'actif net corrigé.

2-2-2 Evaluation finale

2-2-2-1 Evaluation de l'actif net réévalué

Elle obéit aux mêmes principes que l'actif net corrigé. Pour certains auteurs, ces deux notions tendent à se confondre dans la pratique. Ceci traduit le fait que, dans la plupart des manuels traitant de

l'évaluation financière de l'entreprise, seul l'un des concepts est développé pour faire allusion aux deux. Mais en réalité aucune confusion ne doit être permise.

Nous exposerons successivement les principes généraux et les mécanismes de réévaluation.

a) Les principes généraux de réévaluation

La réévaluation se réfère à la notion de valeur d'utilité. Cette référence s'exprime à travers la valeur des immobilisations, supposée être fonction, de l'utilité que leur possession présente pour l'entreprise à la date de l'opération, à leur coût estimé d'acquisition ou de reconstitution en état. Elle se fonde donc sur une valorisation individuelle de chacun des biens, mais replacée dans l'ensemble des actifs engagés dans l'exploitation. La valeur à donner à ces immobilisations dans le cadre de leur réévaluation peut se baser soit sur les cours pratiqués sur des marchés appropriés (prix sectoriels), soit au coût d'acquisition affecté d'un indice de prix spécifique à la famille des biens ou au niveau général de prix. En somme, ce prix à attribuer doit correspondre: *<< aux sommes qu'un chef d'entreprise prudent et avisé accepterait de décaisser pour obtenir cette immobilisation s'il avait à l'acquérir, compte tenu de l'utilité que sa possession présenterait pour la réalisation des objectifs de l'entreprise. >>*⁽¹⁾

Ces modalités de réévaluation, en mettant en évidence les principaux usages confirment la difficulté d'une telle opération ou mécanisme.

b) Mécanisme de réévaluation

L'application de ces principes amène à distinguer les biens indissociables de l'exploitation dans une perspective de poursuite et de l'activité, des éléments dissociables dont une cession ne modifierait en aucun cas les conditions de poursuite de l'activité. Ainsi il s'agira d'une réévaluation par groupe ou catégories de biens, ou d'une réévaluation individuelle, élément par élément.

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS *op. cit.* page 49

Pour le premier cas, il est question d'une valeur de négociation, inséparable d'une estimation globale de l'entreprise. << Il s'agit de la fraction attribuable à l'immobilisation considérée à l'intérieur du prix d'achat estimé de l'ensemble de l'entreprise et non du prix d'achat d'un bien considéré isolément. >> ⁽¹⁾. L'utilité pour l'entreprise reste la référence pour le coût d'acquisition ou de reconstitution en état. ⁽²⁾

Pour le second cas, les biens sont séparés et l'évaluation entreprise selon les modes et procédés définis antérieurement. On estime que le produit de cession doit être supérieur à la valeur d'utilisation de l'entreprise.

La réévaluation de chaque élément se fera par application:

- Aux valeurs d'origine des biens considérés d'un coefficient dit coefficient de réévaluation .
- Aux amortissements cumulés, d'un coefficient moyen correspondant à la période allant de la date d'acquisition du bien à la date de prise d'effet de la réévaluation⁽³⁾.

A cet égard la nouvelle valeur comptable nette de chaque immobilisation sera obtenue par différence entre la valeur d'origine et les amortissements cumulés réévalués, et la plus - value, soumise à de nombreuses normes, par différence entre les valeurs comptables nettes figurant au bilan avant et après la réévaluation.

2-2-2-2 Evaluation proprement dite de l'actif corrigé et réévalué

L'actif net comptable corrigé tout comme l'actif net comptable réévalué se détermine par la différence entre les valeurs d'actif et de passif corrigées ou réévaluées suivant les méthodes et les remarques formulées.

Toutefois cette façon de faire restera très délicate pour un évaluateur

(1) J. RAFFEGEU et F. DUBOIS op.. cit. page 50.

(2) Cela implique qu'à chaque fois que la valeur d'utilité pour l'entreprise est inférieure au coût de reconstitution, il faut se limiter à la valeur d'utilité.

(3) Ce coefficient moyen est une valeur arithmétique simple de réévaluation applicable aux coûts afférents aux exercices écoulés depuis l'acquisition des biens.

externe. Une autre méthode existe et consiste d'abord à déterminer les capitaux propres au sens comptable et ensuite d'en déduire l'ensemble des charges activées et l'imposition latente sur les provisions réglementées et les subventions d'investissements. Ceci reste plus valable pour la détermination de l'actif net corrigé.

L'actif net comptable corrigé, encore appelé valeur intrinsèque ou valeur d'usage, correspond ainsi au montant des sommes qu'il serait nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine de l'entreprise dans son état actuel. Contrairement à la valeur comptable et à l'actif net réévalué, envisagés du point de vue du vendeur, il s'agit d'une méthode qui participe de l'optique de reconstitution et retient le plus l'attention de l'acheteur.

Elle a le mérite de laisser apparaître la valeur patrimoniale réelle de l'entreprise et permet une relation très utile avec le revenu⁽¹⁾.

Cependant, l'aspect rentabilité n'est toujours pas envisagé. L'entreprise, saisie à un moment précis du temps, ne laisse pas apparaître les éléments de son dynamisme pouvant s'exprimer à travers des flux et des variations.

Aussi, ce patrimoine est une masse hétérogène qui ne permet pas de distinguer les biens qui servent réellement à l'exploitation ou qui procurent des flux de revenus⁽²⁾, puisqu'elle suppose que l'acquéreur s'intéresse à l'ensemble des actifs et non exclusivement à ceux nécessaires à la poursuite de l'activité.

Elle ne prend pas en compte l'influence de la structure de l'entreprise, de la hiérarchie et de son environnement. A titre d'exemple, aucun facteur humain n'entre en compte.

Enfin, la recherche de l'actif net corrigé perd son intérêt s'il s'agit d'une petite affaire et n'est non plus indispensable dans le cadre de l'évaluation des grandes entreprises.

Par ailleurs, il existe d'autres méthodes patrimoniales qui définissent

(1) Cette relation se traduit par le ratio (Bénéfice)/(actif net) qui mesure très exactement la rentabilité des éléments investis dans l'entreprise.

(2) Cette critique traduit la préoccupation de nombreux auteurs et la naissance de la valeur substantielle et des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation:

des valeurs d'actifs, correspondant à d'autres objectifs que la poursuite de l'activité.

B) VALEUR D'ASSURANCE ET DE LIQUIDATION

La caractéristique essentielle de ces deux types de valeurs reste qu'elles sont des estimations de base secondaire à usage très précis. Ainsi la valeur d'assurance se rapporte aux risques, quand celle de liquidation est relative à la cessation d'activité.

1) LA VALEUR D'ASSURANCE

< < Elle correspond à l'évaluation des biens faite par les dirigeants de l'entreprise et les experts, dans la perspective des risques spécifiques et de l'indemnisation de ces biens en cas de dommages > >.⁽¹⁾

Elle peut fournir des indications intéressantes sur la valeur que l'entreprise et la compagnie d'assurance attribuent à telle ou telle catégorie de biens. Elle s'obtient à partir de l'évaluation opérée par des cabinets spécialisés ou d'experts dans la recherche d'une valeur à neuf ou de reconstruction⁽²⁾ à laquelle on affecte un coefficient de vétusté pour tenir compte de l'usure. Son usage reste bien précis et limité.

2) LA VALEUR DE LIQUIDATION

Elle correspond à la valeur de l'entreprise en cessation immédiate d'activité, effectuée dans les conditions les plus mauvaises possibles et variant selon que l'on envisage une liquidation progressive et ordonnée ou une liquidation forcée. Encore appelée valeur à casser, elle est définie par le prix de vente d'un bien dans les conditions normales (cas d'une liquidation progressive) ou par le produit qu'on peut effectivement tirer de la vente (cas d'une liquidation forcée) moins les dettes, les commissions

(1) *DIDIER PENE "VALEUR ET REGROUPEMENTS DES ENTREPRISES: Méthode et pratiques" DALLOZ, GESTION - FINANCE, Paris 1979, page 157*

(2) *La valeur à neuf représente le montant de l'investissement indispensable à la création des conditions normales d'une entreprise identique à celle qui est étudiée.*

les indemnités de licenciement, les taxes sur les plus-values, les honoraires de liquidation, les frais de recouvrement, de publicité, et de radiation du registre de commerce.

Elle peut constituer la valeur minimale de l'entreprise à défaut d'une valeur de casse qui représente le prix de vente des biens d'équipements considérés hors d'usage. Elle ne tient pas compte des possibilités d'utilisation des biens liquidés.

La valeur liquidative quant à elle paraît plus ambiguë et contestable, puisqu'elle envisage une cession d'actif dans une optique de poursuite de l'activité.

Cependant, elle peut être destinée à l'évaluation des actifs qu'on espère vendre dans les meilleures conditions, tout en poursuivant l'activité.

Les méthodes analysées jusqu'alors, à savoir: l'actif comptable, l'actif net réévalué, l'actif net corrigé, relèvent d'une approche patrimoniale traditionnelle. Elles présentent certes des facilités, mais il y a lieu de souligner que ces dernières ressortent d'énormes marges d'ambiguïtés et de nombreuses divergences. Leurs efforts se sont matérialisés dans la proposition de méthodes récentes, dites modernes qui s'efforcent de dissiper ces ambiguïtés et de rapprocher au maximum en les conciliant, les résultats obtenus à travers différentes méthodes traditionnelles.

C) LES APPROCHES FONCTIONNELLES D'ÉVALUATION DU PATRIMOINE

Elles sont fondées sur la notion du capital économique et décrivent l'entreprise dans son aptitude à exercer une activité.

Leur principale caractéristique repose sur le fait qu'elle ne prennent en compte que l'ensemble des actifs nécessaires à la poursuite de l'activité.

Leurs définitions sont extrêmement fluctuantes qu'une grande confusion règne quant aux modalités de leur mise en oeuvre.

A l'exception de la valeur de liquidation qui est une valeur fonctionnelle particulière: celle de l'entreprise en cessation immédiate d'activité, il s'agit essentiellement des méthodes de la valeur substantielle et des

capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (C.P.N.E.)

1) LA VALEUR SUBSTANTIELLE

La valeur substantielle est une notion floue et soumise à de diverses définitions. Elle décrit non seulement la valeur réelle des actifs d'exploitation dont l'entreprise est propriétaire, mais aussi celle des autres actifs qu'elle détient pour d'autres causes que la propriété.

Son processus de détermination permet de distinguer une valeur substantielle brute d'une valeur nette ou réduite. Cette distinction a fait l'objet d'une spéculation de la part de nombreux théoriciens qui s'interrogent sur le bien fondé ou l'opportunité d'une valeur substantielle dans la détermination d'une valeur globale de l'unité de production.

Après l'avoir définie nous insisterons sur ses procédés de calcul.

1-1 DEFINITION

La valeur substantielle sera définie selon les points de vue des auteurs et par rapport à ce qu'elle renferme (sa composition).

PATRICE VIZZAVONA dans "GESTION FINANCIÈRE: PRINCIPES ET ETUDES DES CAS" définit cette valeur comme étant celle qui *<< 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 >>*⁽¹⁾.

Contrairement à l'actif net comptable corrigé, la valeur substantielle brute n'intègre pas les biens non engagés dans l'exploitation et inclut certains non inscrits au bilan et contribuant à la formation du bénéfice. Ainsi sont exclues de la valeur substantielle, la valeur du fonds commercial et de l'actif corporel ou incorporel non nécessaires à l'exploitation et sont inclus, entre autre, l'actif circulant, la valeur des autres éléments corporels tels que les frais d'établissements et incorporels autres que le goodwill (marque et brevets) évalué selon les critères traditionnels.

En définitive, elle comprend tous les biens qui ont effectivement

(1) **PATRICE VIZZAVONA** "GESTION FINANCIÈRE: principes et études des cas". Litec, 3^e éd., page 533.

participé à l'activité dans le cadre du fonctionnement normal de l'entreprise et évalué à leur valeur d'utilisation. C'est ici qu'on rejoint l'idée d'**EUGENE SAGE** dans "COMMENT EVALUER UNE ENTREPRISE" selon laquelle: << la valeur substantielle est à rapprocher d'une valeur d'utilisation ou d'usage correspondant au prix qu'il serait nécessaire de déboursier pour acquérir à l'époque présente un élément susceptible des mêmes usages dans les mêmes conditions d'emploi, ayant la même durée présumée d'usage résiduel, possédant les mêmes performances et ayant la même appropriation à l'utilisation qui en est faite. >>⁽¹⁾. Et plus loin, **BARNAY** et **CALBA** ajouteront: << la valeur substantielle regroupe les valeurs d'utilisation de tous les moyens mis en oeuvre; c'est donc une valeur purement théorique, différente de l'actif réel. Elle suppose l'adaptation de ces moyens aux besoins de l'exploitation; elle suppose l'adoption de ces moyens aux besoins de l'exploitation; elle est établie dans l'optique de la poursuite de cette exploitation dans les conditions existantes lors de l'évaluation sinon avec les mêmes éléments du moins avec des éléments identiques >>⁽²⁾.

Le terme de la valeur substantielle réduite utilisé par certains auteurs exprime la valeur substantielle brute, corrigée de la valeur des capitaux mis gratuitement à la disposition de l'entreprise par les dirigeants et du crédit inter-entreprises obtenu des fournisseurs dans des conditions plus favorables.

Tout comme l'actif comptable net corrigé, la détermination d'une telle valeur est sujette à de nombreuses corrections.

1-2 PRINCIPES DE DETERMINATION DE LA VALEUR SUBSTANTIELLE

a) Principes

La définition qui vient d'être donnée de la valeur substantielle appelle à un certain nombre de remarques quant à son évaluation:

- Le travail préalable consiste d'une part à réintégrer à l'actif tous les investissements des biens n'appartenant pas à l'entreprise et

(1) **EUGENE SAGES** OP. CIT. P. 104

(2) **BARNAY** et **CALBA** cité par **EUGENE SAGE** op. cit. P. 111.

nécessités par l'exploitation (cas des biens loués, prêtés, donnés ou fournis en leasing) et d'autre part d'en exclure tous ceux supposés non indispensables à l'exploitation.

Ce qui n'est pas du tout facile, dans la mesure où une telle opération pose un problème d'identification des éléments selon leur utilité ou nécessité. Autrement dit, est-il facile d'opérer une distinction entre biens nécessaires et biens facultatifs? et si oui comment?

Telles sont les questions que suscite une telle évaluation.

b) La détermination de la valeur substantielle

La valeur substantielle brute est une valeur de remplacement des biens économiques existants, nécessaires à l'exploitation. Elle est égale à la valeur corrigée et rectifiée des immobilisations utilisées dans l'exploitation, (appartenantes ou non à l'entreprise), plus les valeurs d'exploitation, réalisables et disponibles.

Valeur substantielle = Actif brut comptable corrigé (ABCC) + éléments exploités sans être propriétaires - coûts de réparation et de remise en état.⁽¹⁾

Lorsqu'elle ne fait plus abstraction du passif, elle devient une valeur nette et tend à se rapprocher, voire se confondre à l'actif net corrigé.

Cependant, certains auteurs penchent pour une valeur substantielle réduite qui correspond à la valeur substantielle brute corrigée des dettes sans intérêts, représentant la valeur des capitaux laissés à la disposition de l'entreprise par ses dirigeants gratuitement, et des crédits obtenus des fournisseurs dans des conditions plus favorables.

La valeur substantielle apparaît comme le prolongement de l'actif net corrigé. Elle n'est pas du tout facile à mener à cause de l'épineux problème de la séparation des biens. L'autre défaut tient au fait qu'il n'y a pas

(1) G. HIRIGOYEN et J.G. DEGROS "EVALUATION DES SOCIÉTÉS ET DE LEURS TITRES" VUIBERT GESTION, 1988, page 26.

homogénéité entre le bénéfice prévisionnel (un élément dynamique) et la valeur substantielle brute qui inclut un fonds de roulement brut (élément statique). A cet égard, la méthode des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation paraît séduisante.

2) LA METHODE DES CAPITAUX PERMANENTS NECESSAIRES A L'EXPLOITATION (C.P.N.E.)

Ce concept, contrairement au précédent s'efforce de cerner la réalité de l'actif économique de l'entreprise. Cette méthode repose sur la règle d'équilibre prévoyant une couverture des investissements et du fonds de roulement normatif par les capitaux permanents. Elle a été préconisée par BARNAY et CALBA pour pallier les inconvénients de la méthode de la valeur substantielle.

2-1 NOTION DE BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT NORMATIF ET DEFINITION DES C.P.N.E

Deux remarques ont permis à BARNAY et CALBA de se rendre compte du fait que, l'idée des moyens permanents nécessaires à l'exploitation ne peut s'étendre de la même façon à l'actif-circulant. Elles sont:

- La valeur substantielle est constituée en partie d'actif en permanente fluctuation (cas des éléments circulants dont la rotation n'est pas toujours régulière).
- Faisant abstraction du passif exigible (financement d'origine externe), elle suppose que les fonds propres restent la seule source de financement de l'actif et conduit à corriger l'incidence des charges financières relatives au financement externe dans les résultats.

Au regard de ce qui précède, cette correction semble difficile à opérer surtout lorsqu'il s'agit d'un financement à C.T. se renouvelant sans cesse. C'est ainsi qu'ils proposent de substituer le besoin en fonds de roulement aux valeurs d'exploitation, réalisables et disponibles retenues dans le cadre de la valeur substantielle. Ce BFR s'entend du seul point de vue normatif c'est - à - dire << celui qui est nécessaire pour employer l'outil de production à sa pleine

capacité > > ⁽¹⁾

Le seuil de cette normalité selon M. MAD'HUY correspond à un volume d'activité compatible avec les études prévisionnelles effectuées et la capacité de l'outil de production. Ainsi:

- Lorsque le fonds de roulement existant sera supérieur aux besoins en fonds de roulement, il s'agira d'un excès de capitaux permanents qui doit être ajouté aux actifs hors exploitation et épargné du calcul du goodwill.

- Le cas d'une égalité entre deux n'appelle à aucune correction.

- Le troisième cas, le plus intéressant, survient lorsque le BFR est supérieur au FDR. Il s'agit là d'une insuffisance de capitaux permanents qui doit être compensée par des crédits à C.T. Dans une telle circonstance, l'entreprise nécessite des fonds supplémentaires qui doivent être rémunérés par la suite.

Cette hypothèse préalable d'augmentation des fonds propres doit se faire avant toute évaluation. D'où la notion des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

Le problème dans sa détermination reste l'évaluation du besoin en fonds de roulement normatif.

2-2 DETERMINATION DES C.P.N.E.

Ils comprennent l'ensemble des immobilisations utilisées dans l'exploitation et évaluées à leur montant net et le BFR, fonction du niveau d'activité prévisionnel. Soit encore, valeur substantielle brute moins le passif normal d'exploitation constamment reconstitué par l'activité de l'entreprise.

Cependant, comme nous l'avons déjà précisé, le problème de l'évaluation des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation reste la difficulté d'une détermination concrète du besoin en fonds de roulement normatif.

(1) E. SAGE *op. cit.* page 113.

Par ailleurs, cette méthode n'a pas eu le succès qu'elle était en droit d'attendre, malgré ses atouts, à savoir:

- L'avantage théorique à pouvoir mieux définir l'actif nécessaire pour atteindre le volume d'activité souhaité.

- D'être une conception favorisant rapidement ou directement le calcul du goodwill.

On lui reproche de substituer l'évaluation externe au chef d'entreprise, quand il faut par exemple apprécier les techniques à employer ou les investissements à réaliser, lesquels découlent des décisions financières qui lui échappent.

Aussi, il serait souhaitable d'apprécier le patrimoine tel qu'il se caractérise au moment de l'évaluation.

Il faut enfin déplorer la complexité des calculs.

Ces développements nous permettent de dégager plusieurs expressions de la valeur patrimoniale de l'entreprise. Il s'agit successivement de l'actif net (très insuffisant), de l'actif net corrigé et de la valeur substantielle pour les plus usités et la méthode de C.P.N.E. encore assez théorique.

En dépit des qualités qui lui sont reconnues à travers ses diverses méthodes, le modèle patrimonial d'évaluation financière des entreprises présente de nombreuses insuffisances telles que:

- Les facteurs humains ne sont pas suffisamment pris en compte, sauf lors du calcul du goodwill où l'intégration est partielle. A ce même titre, il néglige l'environnement dont l'entreprise est fortement tributaire.

- La valeur de l'entreprise obtenue est une juxtaposition de plusieurs autres correspondantes à celles relatives à chaque actif; or la valeur d'un ensemble n'est jamais exactement la somme de ses composantes.

- Le modèle est statique, car la valeur résultante n'est valable ou ne reflète que l'activité actuelle. A cet égard, elle est figée et n'enregistre pas l'évolution de l'entreprise.

D'autre part, l'acquisition d'une entreprise à sa valeur patrimoniale se fait dans l'optique d'une poursuite de l'activité. Ce patrimoine acquis est

susceptible de générer des profits futurs qui assureront la pérennité de l'entreprise. Alors cette valeur ne peut de ce fait se déconnecter du rendement.

SECTION II LA VALEUR PAR LES FLUX

Le concept de patrimoine tel que dégagé antérieurement reflète une expression comptable, car il correspond à l'état d'enrichissement de l'entreprise à une date bien précise au moyen d'un inventaire. Il se distingue d'une notion plus économique et plus dynamique qu'est la valeur économique, définie par **MAURICE ALLAIS** comme étant celle des profits futurs.

Cette valeur économique encore appelée valeur rendement ou de rentabilité fait recours d'une part, à la technique d'actualisation ou de capitalisation et d'autre part, à une étude des flux futurs, lui permettant ainsi d'envisager le risque et l'incertitude qui caractérisent tout investissement. Ainsi, la valeur rendement représente la somme qui, placée à un taux de capitalisation produirait un revenu égal au bénéfice de l'entreprise. Elle a pour but de déterminer un capital que l'on se propose d'investir d'après une rentabilité essentiellement future qui correspond au bénéfice durablement réalisable dans l'avenir.

Le rendement est appréhendé en pratique à travers une analyse des comportements de cinq masses de référence, considérées comme base de toute prévision pour la détermination de la valeur de l'entreprise. Il s'agit:

- Des différentes marges de l'entreprise
- Du résultat net et dividendes
- Du résultat économique avant frais financiers et après impôt
- Du cash - flow
- de la capacité d'autofinancement

La liste n'est pas exhaustive.

A cet égard, la valeur rendement s'exprime par le biais de plusieurs méthodes d'évaluation dont les unes sont dites des méthodes de rentabilité

basées sur les bénéfices, les dividendes, le profit futur distribué, sur la M.B.A. (marge brute d'autofinancement) et le cash - flow. D'autres sont fondés sur le niveau d'activité (évaluation en fonction du chiffre d'affaires et des profits).

Cependant, l'évolution économique et financière permet d'insister sur les perfectionnements apportés par certains auteurs regroupés au sein d'une approche nouvelle. Enfin, la notion du goodwill se trouve liée à la rentabilité future de l'entreprise.

A) LE MODELE DE VALORISATION PAR CAPITALISATION OU ACTUALISATION DES RESULTATS

Le rendement constitue l'un des facteurs principaux, sinon le premier d'appréciation de la valeur de l'entreprise dans les cas les plus courants de cession et de transmission. Il existe beaucoup de formules qui, partant d'un résultat, permettent de calculer la valeur globale de l'entreprise pour un taux de rendement exigé.

Le principe est simple et suppose au départ la connaissance du flux de revenus créés par l'entreprise et dont l'évaluateur déterminera le rendement susceptible de rémunérer le capital que l'actionnaire consacrera à l'achat des actions ou parts, avec la récupération à terme de celui-ci.

Différentes variantes du modèle existent et proviennent, soit des notions de revenus prises en compte par l'évaluateur, soit du mode de détermination des flux futurs⁽¹⁾.

1) LES APPROCHES FONDEES SUR LA RENTABILITE

L'approche par les valeurs de rentabilité est fondée sur deux grands principes:

- Il s'agit d'une méthode globale, parce qu'elle s'attache non pas à la valeur des actifs et passifs exigibles, mais à la rentabilité qui découle de leur utilisation.

(1) *Cette détermination se fonde sur une analyse de la rentabilité passée ou sur des prévisions.*

- Une entreprise est achetée pour un multiple de sa capacité bénéficiaire.

Elle repose sur une capitalisation ou actualisation soit des bénéfices, des dividendes ou des cash - flows.

1-1 LE MODELE DE CAPITALISATION DU BENEFICE

a) Fondements

Il retient pour base de capitalisation l'ensemble du résultat de l'activité, qu'il soit distribué ou mis en réserves.

La valeur de l'entreprise est obtenue au moyen du bénéfice capitalisé, le taux de capitalisation étant l'inverse du taux de rentabilité.

Il vient que:

$$V_e = B \times \frac{1}{i}$$

V_e est la valeur de l'entreprise
B: bénéfice
i: taux de rentabilité

Par ailleurs, les expressions diverses du bénéfice, la diversité des taux de référence, sont autant d'éléments qui remettent en cause la simplicité de la méthode: Quel bénéfice ou quel taux choisir?

Chacun des termes de cette formule mérite donc quelques commentaires qui posent en clair les difficultés d'une application.

Par ailleurs, cette formule reste soumise à une constance du bénéfice à capitaliser, dans l'esprit qu'il se renouvellera à l'infini; hypothèse difficilement concevable dans la réalité.

D'où l'intérêt de la prise en compte dans les formules de capitalisation ou d'actualisation les courbes d'évolution des bénéfices.

b) La prise en compte de la courbe d'évolution des bénéfices

Pour les raisons évoquées ci-dessus, de nombreux paramètres entrent en jeu et nous permettent d'imaginer de nombreux cas ou comportement de la courbe d'évolution des bénéfices à savoir:

- La durée d'obtention du profit est limitée ou non.
- L'entreprise admet une valeur de revente en fin de période.
- Le bénéfice peut être constant, croître à taux croissant ou à variable.

Mais avant toute estimation de la valeur de l'entreprise dans chacun des cas, trois paramètres doivent être retenus:

- Le taux de capitalisation (i)
 - Les hypothèses d'évolution des courbes des résultats(r)
 - Les périodes de capitalisation (t ou n)
- **Rente de résultats connus et limitée dans le temps.**

$$V = \frac{R_1}{1+k} + \frac{R_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{R_t}{(1+k)^t}, \text{ Soit encore}$$

$$V = \sum_{t=1}^t \frac{R_t}{(1+k)^t}$$

Où R_t est la rente du bénéfice par période, k le taux de capitalisation, t la période finie de capitalisation et v la valeur de l'entreprise.

- **Cas d'une rente connue et limitée avec valeur de rente**

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

Où V_n est la valeur de vente à la période n

- **Cas d'une rente infinie**

$$V = \frac{R}{1+k} + \frac{R}{(1+k)^2} + \dots + \frac{R}{(1+k)^n}$$

Soit à l'infini

$$V = \frac{R}{k}$$

Ces trois premiers cas supposent une rente constante des bénéfices. Mais on peut imaginer avec la réalité, le cas de croissance à taux croissant ou à taux variable. Ces mêmes formules seront retrouvées dans la capitalisation des dividendes.

Cependant, de nombreux auteurs, de par leur renommée, ont mis en évidence des méthodes axées sur les bénéfices, traduisant déjà le souci de prise en compte du futur et du partage de gain entre acquéreur et cédant que nous développons encore plus amplement dans le cadre de l'étude du goodwill.

Cette méthode basée sur la capitalisation des bénéfices sera utilisée par la plupart des évaluateurs dans la détermination de la valeur rendement et pour l'appréciation du goodwill. Toutefois, deux objections apparaissent:

- Il faut tenir compte du risque dans le choix du taux et éviter des cumuls d'abattement.

- Aucune formule basée sur le rendement n'est possible pour les entreprises déficitaires. Seule la méthode de **BARNAY** et **CALBA** s'impose dans le cas où « un bénéfice peut être opéré avec un effort financier permettant la

modernisation ou l'assainissement de l'outil de production > >⁽¹⁾.

Ainsi, elle permettra d'évaluer les capitaux nécessaires, la neutralité de l'outil de production amélioré et conforté et le rendement financier qui aboutira à la valeur rendement. Le goodwill dans ce cas se mesurerait mieux à travers les méthodes directes.

La situation des entreprises en difficulté, où aucun espoir n'est plus permis conduit à une valeur de rendement nulle et une valeur patrimoniale restante à apprécier en valeur de casse modifiée ou corrigée du passif latent à toute liquidation, du passif social en fonction des engagements vis - a vis du personnel et des frais de liquidation.

D'autre part, très utilisée, la capitalisation des résultats se heurte à de nombreuses limites:

- Dans l'argumentation des masses de référence, le caractère récurrent du bénéfice est très difficile à cerner. De plus, la distinction entre résultat courant et résultat exceptionnel est très délicate à opérer.

- Enfin, cette méthode doit être combinée à d'autres, dites patrimoniales puisqu'elle ne permet pas seule d'envisager le partage du profit futur entre l'acheteur et le vendeur.

Si donc le bénéfice moyen n'a pas grande signification, l'on peut se tourner vers le cash-flow avec sa variante de flux nets de liquidité.

1- 2 MODELE D'EVALUATION PAR CAPITALISATION DES CASH - FLOWS.

L'influence de la fiscalité sur la gestion d'une part et l'assujettissement du concept de rentabilité à travers les bénéfices et la distribution des dividendes à la volonté des dirigeants d'autre part, ont conduit à la recherche de nouvelles notions pouvant exprimer réellement ou fiablement la valeur de l'entreprise.

L'on a donc estimé plus intéressant d'asseoir ou de retenir comme base de capitalisation, le montant total des ressources nettes dégagées par l'exploitation que l'on a appelé le cash - flow.

(1) *EUGENE op. cit. p. 136.*

Celle-ci fait l'objet de nombreuses définitions dans lesquelles elle tend à se confondre à l'autofinancement, notion qui lui est bien différente.

a) Fondement du modèle

Le modèle de base se fonde sur la théorie d'investissement et repose sur une capitalisation des cash-flows et des flux nets de liquidités.

L'évaluation à partir de la MBA n'introduit qu'une sécurité souvent apparente dans la mesure où, bien qu'étant une grandeur objective épargnée de l'influence de toute manipulation sur le bénéfice, elle ne permet pas d'effectuer des comparaisons pour plusieurs raisons:

- L'évaluation des stocks par la méthode FIFO a pour effet d'augmenter artificiellement le résultat d'exploitation et la MBA par le supplément de valeur constaté sur les stocks existants en début de période provenant d'une hausse de cours.

- Les méthodes d'amortissement peuvent varier d'une entreprise à l'autre et conduire à différents effets: Par exemple, l'amortissement dégressif accélère le cash-flow au cours des premières années et le ralentit par la suite. D'où l'avènement d'une méthode basée sur le cash-flow.

L'équation d'évaluation est alors:

$$V = \frac{CFD}{K} \quad \text{où } CFD \text{ représente le cash-flow disponible}$$

et K le facteur d'actualisation

Lorsqu'on envisage une évolution du cash-flow disponible en tenant compte du rythme de progression de l'entreprise et des investissements nécessaires à cette croissance,

l'équation précédente devient:

$$V = \frac{CFD_p}{K}$$

où CFD_p est appelé cash-flow disponible prévisionnel.

En se renfermant à l'équation classique de la théorie du choix d'investissement où $(CFD)/K$ est le premier terme de la série et où K représente le facteur multiplicateur

$1/(1+K)$, la valeur de l'entreprise pour une série limitée et admettant une valeur résiduelle en fin de période devient:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CFD_p t}{(1+k)^t} + \frac{V_n}{(1+k)^n}$$

où k est le taux de rendement exigé, n la période de récupération exigée et V_n la valeur de revente en fin de période.

L'hypothèse de constance de la rente peut être remise en cause lorsqu'on envisage une variation du cash-flow d'une année à l'autre. C'est donc l'objet des méthodes d'actualisation des flux financiers futurs ou méthodes de discounted cash-flow que nous présenterons dans le cadre des modèles économiques actuariels.

Dans la pratique, ce modèle se heurte à plusieurs difficultés qui rendent son emploi délicat:

- Le cash-flow est le plus souvent assimilé à la capacité d'autofinancement et les mêmes remarques ou critiques adressées à l'évaluation de MBA hantent le modèle.

- Le taux de rendement interne est supposé être celui permettant le renouvellement ou l'extension des investissements d'une part, et la distribution du résultat aux actionnaires d'autre part. Il est donc difficile de définir ce qu'il recouvre, surtout que ces deux exigences sont de nature différente.

L'hypothèse de la valeur résiduelle introduit une nouvelle difficulté puisqu'il s'agit précisément d'évaluer la valeur actuelle d'acquisition.

Pour toutes ces raisons, l'on peut penser à une autre méthode, mieux

argumentée, qui renvoie à un rendement à partir d'un résultat apprécié en tant que mouvement de trésorerie.

b) Évaluation à partir des flux nets de liquidités

Dans une première approximation, les flux de liquidités nets réels << correspondent au solde des flux positifs générés par le fonctionnement de l'entreprise et des emplois de fonds nécessaires à son activité, indépendamment de leur financement >>⁽¹⁾

Il représente sur une longue période, le résultat observé du point de vue du trésorier et est calculé comme suit:

	Bénéfice net
+	Dotations aux amortissements
+	Provisions
=	<hr/> Cash-flow net réel ou MBA avant frais financiers hors cessions
+	Valeur des cessions
-	investissements
-	Augmentation du besoin en fonds de roulement
	<hr/> Flux de liquidité net

Il s'agit en fait d'un flux de liquidité après réinvestissement ou hors endettement, calculé avant frais financiers et après impôts sur les bénéfices que l'entreprise aurait versé si elles n'avaient pas recouru à la dette financière.

Les flux nets de liquidité disponibles pour l'acquéreur correspondent quant à eux aux flux de liquidités nets réels après frais financiers, plus les variations positives de l'endettement, moins l'augmentation de l'encaisse et les augmentations de capital.

L'analyse de ces flux doit être prévisionnelle et stratégique dans la mesure où l'étude du passé de l'entreprise est essentiellement destinée à

(1) DIDIER PENE "VALEUR ET REGROUPEMENTS DES ENTREPRISES" DALLOZ, 1979, page 77.

éclairer le futur et que l'évaluation stratégique conduit à l'introduction dans la détermination des flux de liquidités prévisionnels de l'entreprise à acquérir, les conséquences des décisions de l'acquéreur⁽¹⁾

Cette évaluation stratégique constitue donc pour l'acquéreur << le prix maximum qu'il serait prêt à payer et qu'il va s'efforcer de payer le prix moins élevé possible >>⁽²⁾

Ces résultats étant spécifiés, on peut dès lors déterminer la valeur de l'entreprise en appliquant les taux qui sont les mêmes que ceux retenus pour les bénéficiaires en prenant les mêmes précautions puisque le modèle repose sur les mêmes fondements. Par ailleurs, la détermination de la valeur de l'entreprise à partir des flux de liquidités nets réels actualisés doit tenir compte de l'endettement financier dans le taux et le choix des flux.

En conclusion au modèle d'actualisation des flux de liquidité, l'on peut dire qu'il apparaît comme une variante du modèle par actualisation du cash-flow. Mais il y a lieu de remarquer que les investissements pris en compte dans les calculs des cash-flows courants peuvent varier d'une période à l'autre et entraîner dans des proportions considérables des variations de flux nets de liquidités.

En dépit de cette limite, il présente néanmoins quelques avantages:

- La méthode est souple et peut s'adapter à n'importe quel horizon temporel.

- Elle recouvre l'ensemble des méthodes d'évaluation dites classiques et permet d'analyser n'importe quel type d'entreprise. A ce titre, elle permet d'une part d'évaluer aussi bien les entreprises cotées partiellement ou totalement sur un marché efficient que les entreprises non cotées, inadaptées aux méthodes boursières, et d'autre part, les entreprises bénéficiaires que déficitaires, difficilement soumises aux méthodes centrées sur la valeur rendement. Elle donne la possibilité aussi bien

(1) Les décisions de l'acquéreur sont fonction de ses objectifs, des modifications éventuelles à apporter à la structure ou à la gestion et au risque de l'entreprise à acquérir. L'entreprise peut aussi être acquise pour donner naissance à une nouvelle structure différente de l'ancienne. Par exemple l'acquisition d'une société immobilière pour être transformée en une société hôtelière.

(2) D.PENE op. cit. 79.

d'analyser les entreprises à forte intensité capitalistique que des entreprises dépourvues de tout actif qui ne se prêtent à aucune méthode de détermination du goodwill.

Elle permet enfin de prendre en compte des flux invisibles qui correspondent à la part d'effet de synergie qui apparaît dans les comptes de l'acquéreur et de ceux résultant du prix de transfert avantageux pour ce dernier ou des prêts faits par ce dernier à l'entreprise acquise.

Si donc à travers toutes ces analyses le modèle d'évaluation par actualisation des cash-flows permet d'obtenir une valeur de l'entreprise plus exacte que sa valeur boursière, les problèmes théoriques qu'il pose et les difficultés de mise en oeuvre évoquées, rendent ses méthodes inadaptées à certaines situations au point qu'on n'hésite pas souvent à recourir à des méthodes nouvelles d'évaluation classiques.

1-3 MODELE D'EVALUATION AU MOYEN DE L'ACTUALISATION OU DE CAPITALISATION DES DIVIDENDES

Ces évaluations concernent l'ensemble des entreprises, mais se fondent sur une logique qui s'adresse particulièrement à celles qui sont cotées en bourse.

Cette logique s'accorde à assimiler la valeur de l'entreprise à la valeur globale de ses actions définie sur le marché boursier.

Il est bien vrai que la capitalisation ou l'actualisation peuvent se baser soit sur le dividende actuel, soit sur une moyenne de dividendes, mais la prise en compte de sa courbe d'évolution permet de tenir compte d'hypothèse réalistes.

1-3-1 Principes

Dans sa formule la plus simple, la valeur de l'entreprise est égale au dividende capitalisé au moyen d'un taux d'intérêt non moins controversé.

Soit:
$$V = d \times \frac{1}{i}$$

Où d est le dividende actuel et i le taux d'intérêt.

Généralement le dividende est donné par action. En fait il s'agit de

multiplier la valeur
de l'action par le
nombre détenu par
l'entreprise pour obtenir sa valeur.

$$V = d \times \frac{1}{i}$$

Cependant, de nombreuses réserves sont à émettre à l'endroit de l'utilisation de cette formule. Elles tiennent aux diverses hypothèses retenues implicitement ou explicitement par celle-ci.

En effet, lorsqu'on suppose que les actions sont de même rang et perçoivent le même dividende, elle néglige l'éventualité d'une variation de cours de l'action et campe d'une part, sur l'idée de la constance des bénéfices ou revenus et d'autre part, sur le maintien de la politique qui détermine la distribution des dividendes. Or la rentabilité espérée d'une entreprise se mesure par ces modifications dans le temps comme l'indique l'équation:

$$E(R_t) = \frac{D_t + V_t - V_{t-1}}{V_{t-1}} \quad (1) \quad E(rt) \text{ est la neutralité espérée pour la période } t,$$

$D\bar{t}$ est le dividende espéré pour la période,

$V\bar{t}$ est le cours espéré de l'action à la fin de la période

V_{t-1} le cours de l'action à la fin de la période $t-1$.

(1)

D'autre part, la volonté de rétention d'une valeur représentative de dividende correspondant, soit à la dernière année, soit à une arithmétique pondérée ou pas sur trois ou cinq ans, ne semble pas résoudre ce problème de rente constante. Pour le dernier cas, la formule devient:

$$V_F = \frac{\text{dividende moyen}}{k}$$

Où V_F désigne la valeur financière de l'entreprise qui se base sur le fait qu'un dividende ou moyenne de dividende représente à un taux donné, la valeur d'une action ou part sociale et où k est soit le taux de rentabilité

(1) D. PENE *op.cit* p.19.

des capitaux propres, soit le taux d'intérêt du marché ou un taux moyen de la branche.

Enfin, cette formule implique que le dividende est versé durant un nombre infini d'années (hypothèse de rente perpétuelle).

Pour toutes ces raisons, des perfectionnements envisageant d'une part, une limitation de la durée de versement de ces dividendes et d'autre part, la prise en compte de leur courbe d'évolution sont proposés.

La valeur rentabilité s'inspire du modèle d'actualisation des dividendes, et peut également s'évaluer à partir des plus-values en capital (dotation aux réserves appartenantes aux associés). Autrement dit, elle peut être déterminée à partir du bénéfice net courant c'est à dire du bénéfice normal après correction éventuelle des prélèvements anormaux et en considérant les amortissements économiquement justifiés.

$V_R = B/i$ est donc une application directe du modèle d'actualisation du bénéfice.

Toutefois, la rentabilité à long terme de l'entreprise peut être plus réaliste lorsque référence est faite à la courbe d'évolution des dividendes.

1-3-2 La prise en compte de la courbe d'évolution des dividendes

La distribution des dividendes dépend beaucoup plus de l'attitude de la firme qui peut leur assurer un minimum de stabilité ou de progression régulière même en puisant dans les réserves distribuables.

Leur évolution apparait donc plus facile à appréhender que celle du bénéfice qui est à son origine.

L'on peut désormais avec moins de risque pronostiquer l'évolution des dividendes à partir de certaines références boursières et le réalisme de certaines données économiques et financières.

A cet égard, deux situations extrêmes au sein desquelles des comportements intermédiaires sont appréhendés peuvent être envisagées.

a) Le Dividende s'accroît

Il peut augmenter à un taux inférieur ou supérieur à celui

du taux d'intérêt.

- **Le dividende s'accroît à un taux $c < i$ pendant un nombre infini d'années**

Soit d_1 le dividende de l'année en cours. Celui de l'année suivante sera:

$$d_2 = d_1(1 + c) \text{ où } c \text{ est le taux d'accroissement}$$

Le dividende de l'année t sera:

$$d_t = d_1(1 + c)^{t-1}$$

Par définition, la valeur de l'action est une somme de valeurs actualisées des dividendes dont les termes forment une progression géométrique de raison $(1 + c)/(1 + i)$

Alors:

$$V_a = \frac{d_1}{1+i} \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+c)^{t-1}}{(1+i)^{t-1}} = \frac{d_1}{1+i} \left[\frac{1 + \left(\frac{1+c}{1+i}\right)^t}{1 - \frac{1+c}{1+i}} \right]$$

Soit ⁽¹⁾

$$\frac{d_1}{1+i} \left[1 + \frac{\left(\frac{1+c}{1+i}\right)^t}{\frac{i-c}{1+i}} \right]$$

$$D'où $V_a = \frac{d_1}{1+i} \left| \frac{1+i}{i-c} \right| = \frac{d_1}{i-c}$ ⁽¹⁾$$

- **Le dividende s'accroît à un taux supérieur au taux d'intérêt**

L'on suppose théoriquement que la croissance est limitée dans le temps de telle sorte qu'à partir d'une certaine période ($(n + 1)^{\text{ième}}$ année), le taux de croissance c du dividende deviendra plus faible que le taux d'intérêt et on revient de ce fait au premier cas.

La formule établissant la valeur de l'action intègre par conséquent

(1) *EUGENE SAGE op. cit. p. 142 et 143.*

celle du cas précédent. ⁽¹⁾

$$V_a = \frac{d1}{1+i} \sum_{t=1}^n \frac{(1+c)^{t-1}}{(1+i)^{t-1}} + \sum_{t=n+1}^{\infty} \frac{d1(1+c)^{n-1}(1+c)^{n-1}(1+c')^{t-n}}{(1+i)^t}$$

où $t > n$

développant, on obtient :

$$V_a = \frac{d1}{(1+i)^n} \left[\frac{(1+c)^n - (1+i)^n}{c-i} + \frac{(1+c)^{n-1}(1+c')}{i-c'} \right]$$

En posant $u=1+i$, $V=1+c$, $V'=1+c'$

$$V_a = \frac{d1}{u^n} \left[\frac{V^n - U^n}{V-U} + \frac{V^{n-1} \cdot V'}{U-V} \right] \quad (2)$$

(2)

3-3-2 Le dividende diminue

Dans ce cas précisément, référence est faite à la formule initiale en supposant cette fois une diminution des dividendes à un taux c -

En posant les mêmes équations et en effectuant les développements nécessaires, la valeur de l'action est donnée par la relation:

$$V_a = \frac{d1}{1+c}$$

Les bénéfices peuvent être soumises à la même courbe d'évolution et dans chaque phase, les relations correspondantes établies dans le cas des dividendes seront retrouvées.

En plus des problèmes de masse et taux de référence, il est donc difficile pour l'évaluateur de juger de la pérennité de la politique de distribution des dividendes qui ne reflète qu'imparfaitement l'ensemble de la capacité bénéficiaire de l'entreprise.

(1) EUGENE SAGE *op. cit.* p. 142 .

(2) *Idem.* page 143.

Si jusqu'à lors, les méthodes envisagées trouvent leur explication dans l'existence des grandes unités, l'on ne doit pas perdre de vue le cas des petits commerces très répandus dans un pays comme le Cameroun.

2) LES APPROCHES FONDEES SUR LA NOTION DE MARCHE OU DU NIVEAU D'ACTIVITE

La taille et la dimension des petites unités sont autant d'éléments, qui ne favorisent pas le plus souvent l'existence des structures de nature à permettre, l'application ou l'utilisation de certains modèles et méthodes d'évaluation classiques de l'entreprise.

Par exemple, une entreprise industrielle ou familiale ne peut retenir pour son évaluation, les méthodes basées sur L'actualisation ou la capitalisation des dividendes dans la mesure où, sa taille ne lui permet pas de solliciter des partenaires ou actionnaires.

Ainsi pour le petit commerce, l'offre et la demande de cette catégorie d'entreprises vont également permettre d'en fixer la valeur.

Les méthodes couramment utilisées ne sont pas moins nombreuses. Mais pour l'essentiel, il s'agit de :

2-1 L'EVALUATION PAR COMPARAISON

Seule la connaissance et la maîtrise du marché des fonds de commerce permet d'adopter la méthode d'évaluation par comparaison. La décision d'achat ne s'imposera que si la valeur véritablement calculée de l'affaire⁽¹⁾ est supérieure aux prix du marché.

2-2 L'EVALUATION EN FONCTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES

Très utilisée en matière de commerce de détail, elle vise à appliquer au chiffre d'affaires moyen de 3 ou 5 derniers exercices ou de la dernière année, un taux qui varie de même que le chiffre d'affaires selon le type de l'exploitation qui est soumise à transaction.

(1) *Par la méthode du goodwill.*

2-3 L'ÉVALUATION FONDÉE SUR LES PROFITS

Cette méthode intéresse le plus les commerçants de gros. Elle préconise une valeur de l'entreprise à partir de l'affectation au bénéfice moyen d'un coefficient propre à chaque exploitation.

Toutefois, la mauvaise comptabilité et des prélèvements abusifs de l'exploitant ne favorisent pas une correcte appréciation des bénéfices.

Il est aussi possible de pondérer les bénéfices par des coefficients variables selon l'antériorité des bénéfices.

2-4 L'ÉVALUATION D'APRÈS LA SURFACE

A défaut des critères basés sur des résultats d'exploitation antérieurs, l'évaluation de certains commerces de gros peut se fonder sur le principe selon lequel: *<< Une boutique attirera d'autant plus de clients qu'elle est grande, bien placée et que sa largeur de vitrine est élevée. >>*⁽¹⁾

La base d'évaluation du pas de porte⁽²⁾ est la valeur au m² pondérée, selon qu'ils appartiennent à la surface de vente, à l'arrière boutique ou à la réserve.

Les développements qui ont jusqu'à présent fait l'objet des méthodes de capitalisation ou d'actualisation des bénéfices, des cash-flows ou des dividendes, concernent pour la plupart, des principes de base qui ne sont pas le plus souvent exempts de critiques.

Des auteurs préconisent des perfectionnements pour pallier aux insuffisances, et l'on assiste de ce fait à l'apparition soit de nouveaux modèles, soit des variantes au modèle de base, regroupés au sein d'une approche moderne.

B) LES APPROCHES MODERNES

L'analyse de la courbe d'évolution des dividendes s'est au départ limitée à une croissance à taux supérieur ou inférieur et à une

(1) P. VIZZAVONA *op. cit.* page 566.

(2) *Le droit au bail.*

diminution des dividendes. Partant de cette formule générale de la croissance à un taux rapide, puis au bout n années, progression à taux faible, l'on a pu construire d'autres profils de croissance.

Ces perfectionnements de la méthode des dividendes ont permis à bon nombre d'auteurs d'imaginer de nouvelles relations du dividende avec le bénéfice. D'où des modèles dits d'équilibre, basés sur la distribution et la rétention, sur la relation cours/bénéfice (modèles de déséquilibres) ou sur des prolongements du modèle d'équilibre et à la limite une quasi-synthèse avec l'autre type.

Par ailleurs, les imperfections de la méthode axée sur les cash-flows disponibles et les bénéfices actuels, permettent d'envisager une actualisation sur la base des flux prévisionnels.

Avant de présenter l'essentiel théorique des modèles économiques actuariels, nous insisterons d'abord sur le modèle boursier dont l'importance n'est plus à démontrer dans l'évaluation des sociétés cotées.

1) LE MODELE BOURSIER

Encore appelé modèle de recoupement, le modèle boursier par manque d'information, s'appuie sur la seule connaissance externe de l'entreprise et repose sur une capitalisation des dividendes encore dénommée capitalisation boursière.

Elles sont nombreuses et on peut citer sans nier l'importance des autres:

1-1 LE MODELE DE MODOLOWSKI

Il passe pour être l'un des modèles d'évaluation basé sur la distribution et la rétention. Il s'agit donc de prendre en compte l'influence des sommes non distribuées et d'établir un nouveau profil de croissance en supposant :

- une croissance du bénéfice à taux constant pendant m années
- une croissance à taux décroissant pendant n années suivantes et qui deviendra nulle à la fin de cette seconde période
- enfin, une constance du bénéfice jusqu'à l'infini

1-2 LE MODELE DE BATES

Il s'appuie sur l'équation:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+i)^t} + \frac{V_n}{(1+i)^t}$$

qu'il transforme en intégrant des paramètres nouveaux pour mieux rendre compte de l'évolution des multiples rapports cours/bénéfice.

La formule générale exprime la relation suivante:⁽¹⁾

$$M = m \left(\frac{1+i}{1+g} \right)^n \frac{P}{O} \times 0,10 \cdot \left(\frac{1+i}{1+g} \right)^n \sum_{t=1}^n \left(\frac{1+g}{1+i} \right)^t$$

où la division de P/O par 10% est neutralisée par une multiplication du dernier terme par 0,10 pour une meilleure représentation des paramètres, et où M est le PER de fin de période, m le PER actuel, P/O le taux de distribution, i le rendement désiré, g le taux de croissance des bénéfices et des dividendes.

La forme réduite du modèle de **BATES** résume les 3 critères fondamentaux de décision à savoir le P.E.R. actuel, le P.E.R. final et le taux de distribution attendu. Soit:⁽²⁾

$$\underline{M = mA - d(B)}$$

A partir de cette relation, plusieurs cas peuvent être aussi envisagés (modèle sans distribution de dividendes, avec distribution sur une ou plusieurs périodes).

Cependant, l'évolution conditionnée des références boursières associées aux modèles précédents par de multiples facteurs dont l'intégration est difficile à apprécier, ne facilite tout de même pas leur utilisation.

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS *op. cit.* pages 88..

(2) *Idem.* pages 89..

1-3 LE MODELE DE HOLT⁽¹⁾

Ce modèle met en évidence les relations qui existe entre un P.E.R., le taux de croissance des bénéfices et la durée de cette croissance. Il conduit plus précisément à déterminer la durée de croissance exceptionnelle afin d'aider les investisseurs à justifier ou non une certaine valeur de croissance.

HOLT estime que lorsque la période de croissance forte est achevée, le P.E.R. diminue et retrouve le niveau normal de celui des sociétés courantes. Cette chute de valeur s'effectue dans un délai non facilement maîtrisable par des investisseurs. Pour déterminer cette durée de croissance exceptionnelle, il compare le rapport des P.E.R. à celui de la croissance des bénéfices de l'action plus son rendement, et la croissance moyenne des autres valeurs de rendements.

Elle s'exprime par la relation:

$$\frac{\frac{P_i(0)}{E_i(0)}}{\frac{P_m(0)}{E_m(0)}} = \frac{(1+\Delta E_i+\Delta_i)^T}{(1+\Delta E_m+\Delta_m)^T} \text{ dans laquelle}$$

$P_i(0)$ représente le cours de la valeur de croissance de l'année 0.

$E_i(0)$, le bénéfice par action de la valeur de croissance de l'année 0

ΔE_i , le taux de croissance du B.P.A. de la société

$P_m(0)/E_m(0)$, le rapport Cours/Bénéfice de l'indice du marché

D_i , le rendement de la valeur de croissance

ΔE_m , le taux de croissance du B.P.A. du marché

D_m , le rendement du marché

T , la durée de la période de croissance exceptionnelle.

La croissance de ce délai constitue une information très importante, tant pour la gestion de porte feuille que pour les évaluateurs.

(1) G.HRIGROYEN et J.G.DEGOS op. cit. page 96.

1-4 LE MODELE DE G. DE MURARD

Selon cet auteur, trois phases peuvent être distinguées dans le processus qui conduit à l'évaluation des actions:

- Une première est consacrée à l'interprétation et à la projection dans un avenir prévisible (1 à 3 ans) des données comptables, économiques et financières.
- La deuxième, qu'on a souvent tendance à sauter, consiste à évaluer actuellement ou dans un avenir prévisible l'entreprise.
- La troisième vise à rechercher la valeur optimale en choisissant et en combinant un certain nombre de valeurs du portefeuille en fonction d'un objet bien défini. Elle s'appuie sur des concepts fondamentaux propres, leur rendement et leur croissance.

L'équation de la valeur de l'entreprise proposée:⁽¹⁾

$$V = CP \frac{\gamma CP - C}{y' - C}$$

Où C est le taux de croissance déflaté, CP le montant des capitaux propres, γ_{cp} la rentabilité des capitaux propres et y' le taux de rendement du marché.

Ce modèle apporte une nouvelle estimation des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, qui correspond à la somme des capitaux investis et des encours commerciaux, des capitaux propres au sens économique pour sa part égale aux capitaux engagés moins les dettes.

Une nouvelle appréciation du résultat apparaît en déduisant du résultat brut d'exploitation, le montant des amortissements économiques et celui nécessaire à la reconstitution du stock: il s'agit de la rentabilité nette des capitaux engagés.

Celle des capitaux propres est obtenue en enlevant le coût des capitaux empruntés et l'influence du prélèvement fiscal.

L'utilisation de ce modèle n'échappe pas aux difficultés soulevées par

(1) *EUGENE SAGE op. cit page 159.*

le choix du taux d'actualisation, car la formule précédente intègre un double taux d'actualisation que les auteurs ont qualifié d'interne (propre à l'entreprise) et externe (celui du marché) et dont l'écart entre les deux explique le risque attaché à la valeur résiduelle.

1-5 LE MODELE D'EVALUATION DES ACTIFS FINANCIERS (MDAF)

Il constitue avec la formule mettant en jeu l'effet de levier, les méthodes d'estimation de la rentabilité financière future de l'entreprise, qui permettent de résoudre le problème de l'évaluation du taux de croissance anticipé des dividendes.

Il occupe une place importante dans la problématique de l'évaluation. Son objectif n'est pas comme pensent LEVASSEUR et B.PIGANIOL de fournir une valeur pour le titre étudié, mais plutôt de déterminer le taux de rentabilité qui doit être exigé par l'investisseur pour ces titres.

Ce taux de rentabilité est obtenu par addition au taux sans risque d'une prime de risque, qui est déterminée par différence entre le taux de rentabilité espéré du marché et celui d'intérêt sans risque multiplié par le coefficient de volatilité de l'action. Soit la relation:

$$K_j = K_F + (K_m - K_F)\beta_j \quad \text{où}$$

k_j est le taux de rentabilité espéré de l'action, K_F , le taux d'intérêt sans risque (inférieur à K_m), K_m le taux de rentabilité espéré du marché, β_j , le coefficient de volatilité de l'action j .

La plupart de ces méthodes sont axées autour d'une variable centrale qu'est le P.E.R, traduisant le succès d'un titre par rapport à son bénéfice et permettant d'expliquer la formation du cours de l'action et de relier la valeur de l'entreprise à ses performances. Ainsi, il apparaît comme un indicateur de la qualité de l'entreprise et un instrument de comparaison entre entreprises de même type.

Par contre, on lui reproche d'être statique et d'ignorer l'environnement économique. Or, les taux d'intérêt, d'inflation, d'impôt et les évolutions

monétaires sont des facteurs essentiels d'explication des mouvements boursiers.

De nouveaux instruments sont proposés pour pallier ces insuffisances tels que le P.S.R. (price sale ratio), le délai de recouvrement et le graphique en étoile.

En somme, dès lors qu'on raisonne en termes de P.E.R., l'on se réfère explicitement ou implicitement à un modèle boursier sans intérêt pour les entreprises non cotées. Par ailleurs, d'autres méthodes fondées sur la rentabilité se proposent d'actualiser soit des bénéfices futurs, soit les cash-flows futurs.

2) LES MODELES ECONOMIQUES ACTUARIELS

S'agissant des modèles économiques "actuariels" nous pouvons citer la méthode d'actualisation des bénéfices futurs, la méthode du "discounted cash-flow" et la méthode du "Sinking fund".

2-1) LA MÉTHODE D'ACTUALISATION DES BÉNÉFICES FUTURS

Il convient d'utiliser comme spécifié dans l'estimation des bénéfices futurs, la comptabilité prévisionnelle de l'entreprise, spécialement le compte d'exploitation prévisionnel. Ces bénéfices sont dits réels et courants.

Réels, ils excluent les provisions à caractère de réserves, intègrent les amortissements techniques à la place des amortissements fiscaux, corrigent les évaluations des stocks, certaines charges et notamment les traitements des dirigeants.

Courants, ils éliminent tous les éléments de perte ou des profits non récurrents. Ces bénéfices sont bien entendu amputés de l'impôt théorique qui les atteindrait.

L'estimation de ce bénéfice est développée en début de chapitre 2 (cf paragraphe Section I).

La formule donnant la valeur de l'entreprise est:

Où B_t est le bénéfice prévisionnel, k le taux d'actualisation choisi,

$$V = B \times \frac{1 - (1+k)^{-t}}{k} \text{ dans le cas d'un bénéfice constant}$$

$$\text{ou } V = \sum_{i=1}^n \frac{B_i}{(1+k)^i}$$

le nombre d'années pour lesquelles ont été établis soit les comptes prévisionnels, soit des budgets d'exploitation prévisionnels.

2-2) LA MÉTHODE DU DISCOUNTED CASH-FLOW

Le cash-flow étant défini par les flux de trésorerie, le procédé ne mène pas à un bénéfice prévisionnel, mais à un enrichissement ou appauvrissement prévu de la trésorerie. La méthode du discounted cash-flow se fonde sur des prévisions des recettes et des dépenses et s'inspire directement de la théorie économique de la rentabilité des investissements et vise à actualiser les cash-flows futurs.

Ainsi la valeur d'une entreprise résulterait de l'actualisation à un certain taux de cash-flow s'étalant sur au moins une dizaine d'années. soit dans le cas d'un cash-flow constant.

$$V = Cf \left[\frac{1 - (1+k)^{-n}}{k} \right]$$

Où Cf représente le cash-flow constant, k le taux d'actualisation choisi, n le nombre d'années.

Elle constitue avec le Sinking fund, les variantes de la méthode d'actualisation des cash-flows. Le problème de choix de taux et de la durée d'actualisation demeure comme dans les modèles précédents.

2-3) LA MÉTHODE DU SINKING FUND

Littéralement, l'expression "sinking - fund" signifie:

Fonds accumulés pour éteindre une dette. Elle s'appuie sur trois concepts⁽¹⁾ et vise à reconstituer d'une part et à rémunérer d'autre part, les capitaux investis.

L'avantage de cette méthode réside dans le fait qu'elle ne permet pas de proposer une valeur unique mais une grille de valeurs correspondant à l'échelle de taux de rentabilité requis par l'investisseur. Ainsi, le flux à actualiser tel que déterminé par la méthode du "discounted cash-flow" est décomposé en deux parties:

- Celle qui permet de garder à l'investissement sa valeur réelle par le jeu d'une annuité.
- Celle qui correspond par solde à la rentabilité de l'investissement.

Toutefois, l'annuité est déterminée à un taux de réinvestissement ou emploi prévu et le fonds de reconstitution annuel est égal à l'annuité de reconstitution plus l'intérêt sur le fonds de reconstitution cumulé. La différence entre le flux à actualiser et l'annuité correspond pour sa part à la rentabilité nette des capitaux investis au taux exigé par l'investisseur.

L'objectif de cette méthode est de proposer un multiplicateur du cash-flow disponible⁽²⁾ qui puisse permettre de dégager la valeur de l'entreprise.

La formulation de l'ensemble amène à distinguer deux situations:

- a) **Absence de valeur résiduelle à l'expiration de la période requise de réinvestissement.**

L'annuité nécessaire à la reconstitution de l'actif est égale à:

$A = V/(S_n i)$ où V est la valeur de l'actif et $S_n i$ le coefficient de sinking fund pour une durée n et un taux de réinvestissement i .

Le multiplicateur du cash-flow disponible se détermine pour le cas des

(1) *Le sinking fund fait appel à trois concepts*
- *La reconstitution du capital*
- *Le double taux de rentabilité*
- *La durée de vie du goodwill*

(2) *Cash-flow disponible = cash-flow comptable - investissements nets - variation en fonds de roulement.*

actifs sans valeur résiduelle. à partir de la relation

$$CFD = \frac{V}{S_n I} + JV$$

où J est le taux de rentabilité voulu.

où $V/(S_n I)$ représente l'annuité de reconstitution et JV le bénéfice distribuable
Il vient:

$$V = CFD \times K \quad \text{et} \quad K = \frac{1}{j + \frac{1}{S_n I}}$$

b) Existence d'une valeur résiduelle.

La valeur de l'entreprise est donnée par la relation : $V = V_1 + V_2$ dans laquelle V_1 est la valeur des actifs résiduels et V_2 , celle des actifs incorporels à reconstituer. En utilisant la démarche précédente, il vient

$$V_2 = (CFD - JV_1) \left[\frac{1}{J + \frac{1}{S_n I}} \right] = (CFD - JV_1) K$$

La méthode du sinking fund présente donc des avantages substantiels:

- En formalisant un multiplicateur de cash flow, elle permet par capitalisation du cash-flow non distribué (sinking fund) de prévoir sur un horizon limité avec hypothèse précise, la valeur finale de l'entreprise supposée identique à sa valeur actuelle. Ensuite, elle favorise la répartition des biens de l'entreprise entre actifs résiduels et actifs devant être reconstitués. Elle tient compte des situations concrètes où le taux de rentabilité interne de l'entreprise diffère de celui exigé par l'acquéreur pour fournir les éléments de négociation à un acquéreur prudent.

Cependant, son utilisation et sa mise en oeuvre présentent quelques difficultés telle que, la manipulation non aisée d'un double taux de rentabilité

(taux de rentabilité interne et taux emprunt).

Les perfectionnements ainsi présentés des différents modèles de base permettent de dissiper les ambiguïtés des méthodes traditionnelles et à les rapprocher de la réalité.

Malgré la pertinence des hypothèses et le souci constant des auteurs à traduire fidèlement la réalité, il n'en demeure pas moins vrai que ces analyses modernes restent encore théoriques pour quelques unes entre elles.

Par ailleurs, la notion de maintien de l'entreprise et la rémunération du capital investi d'une part et celle de capital nécessaire pour développer l'entreprise et de rendement souhaité d'autre part sont peut-être, si ce n'est pour la plupart fondées en partie sur la notion du goodwill.

C) LA NOTION DU GOODWILL

La notion du goodwill apparaît pour la première fois en 1924 à travers les travaux de M.L. RETAIL dans son ouvrage intitulé "EVALUATION DES FONDS DE COMMERCE ET D'INDUSTRIE" qui sans la nommer, en formulait déjà les diverses expressions à partir d'une méthode d'évaluation des éléments incorporels, basée sur une série d'annuités de profit ou indirectement sur une différence entre la valeur liquidation et la valeur rendement.

Elle fait l'objet de plusieurs interprétations qui donnent lieu à de nombreux modes de détermination.

1) DEFINITION

L'évaluation financière de l'entreprise permet de distinguer deux catégories d'éléments incorporels à savoir d'une part, ceux ayant une valeur propre indépendante de l'entreprise (le droit au bail, les brevets et licences, les desseins, marques et modèles) et d'autre part ceux dont la valeur est directement liée à l'exploitation celle-ci (fonds commercial).

Par ailleurs, tous les constituants du fond commercial ne sont évaluables qu'à travers une grandeur globale dénommée "goodwill" qui

constitue dans la détermination de la valeur globale de l'entreprise un supplément à la valeur patrimoniale de base choisie.

D'une manière générale, le goodwill se définit 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 de l'entreprise. On déduira que le goodwill est positif (à l'inverse on aurait le badwill) dans la mesure où tous les éléments précités permettent de dégager un profit supérieur à la rémunération des capitaux engagés et (ou) nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. La valeur de l'entreprise sera selon ce principe égal à l'agrégat des valeurs corporelles et du goodwill >> ⁽¹⁾

Les experts internationaux (ordre des experts comptables français, institut des comptables agréés Canadiens et institut des réviseurs d'entreprises belges) sous la direction de F. SYLVAIN se sont mis d'accord dans le "Dictionnaire de la comptabilité et des disciplines connexes pour définir le goodwill comme << l'excédant de la valeur globale d'une entreprise à une date donnée sur la juste valeur attribuée aux éléments identifiables de son actif à cette date. Cet excédant est un élément d'actif incorporel qui tire sa source des bonnes relations de l'entreprise avec ses clients, de ses ressources humaines, d'un emplacement favorable, de sa réputation et de nombreux autres facteurs qui permettent à l'entreprise de réaliser des bénéfices supérieurs à la normale >>. ⁽²⁾

Ces définitions, quoique simples, n'exclut pas de nombreux développements qui sous-tendent l'ensemble des modes de calcul.

2) LES MODES DE DÉTERMINATION DU GOODWILL

Ils tiennent aux différentes conceptions faites du goodwill et se résument en trois grandes méthodes:

- La méthode indirecte ou méthode des praticiens

Le goodwill est défini par différence entre la valeur globale d'une entreprise et une valeur de base.

$$\text{Soit } Gw = Vg - Vb \text{ où}$$

Gw est le goodwill, Vg la valeur globale et Vb la valeur de base

(1) P. VIZZAVONA OP. CIT. P. 533.

(2) Repris et cité du "DICTIONNAIRE DE LA COMPTABILITÉ ET DES DISCIPLINES CONNEXES " par G. HIRIGOYEN et j. g. Degos op. cit. page 77.

représentant soit l'ANCC, soit la valeur substantielle ou les C.P.N.E.

- **La méthode directe ou anglo-saxonne**

La valeur du goodwill est obtenue par capitalisation d'une rente de super bénéfice et non pas par l'intermédiaire de la valeur rendement.

Cette rente de super-bénéfice, assimilée à l'intérêt du goodwill et représentant le revenu provenant des éléments incorporels, résulte de la différence entre l'intérêt que rapporterait dans les conditions normales de placement, un capital égal à la valeur substantielle ou à l'actif net comptable corrigé et la rentabilité future obtenue.

$$RGw = B - IVs \text{ ou } RGw = B - IANCC$$

où RGw est la rente du goodwill, B le bénéfice ou rentabilité future, I le taux de rémunération de la valeur substantielle ou de l'actif net comptable corrigé. (capitaux engagés).

Le calcul pratique du goodwill conçu comme capitalisation d'un super - bénéfice se base sur cette relation.

Le bénéfice dont il est question est un bénéfice corrigé tel que présenté dans l'étude de la valeur substantielle, c'est à dire obtenu après redressements des bénéfices passés.

Par ailleurs, la troisième méthode qui consiste en une actualisation de cette rente du goodwill sur un horizon limité (5ans), encore appelée méthode de la rente abrégé du goodwill, établit une cohérence entre la capacité bénéficiaire prévisionnelle et le mode de détermination de la valeur de l'actif. Ainsi:

- L'actif net corrigé correspond à un bénéfice net courant, c'est à dire après frais financiers et impôts. L'évaluation de la partie dynamique de l'entreprise qui ne serait pas pris en compte dans le calcul de l'A.N.C.C. devrait correspondre à la différence entre le bénéfice net courant actualisé sur n années et une rémunération normale de l'A.N.C.C. selon la formule:⁽¹⁾

(1) D. PENE *op.cit.* pages 168 et 169.

$$\text{Partie dynamique (goodwill)} = \frac{BNC - i (ANCC)}{(1+i)^t}$$

où BNC est le bénéfice net courant, i le taux de rémunération normal de l'A.N.C.C., assimilable au coût des fonds propres, puisqu'on raisonne à partir des bénéfices nets et des fonds propres.

- La capacité bénéficiaire correspondant à la valeur substantielle devrait être le résultat brut d'exploitation avant frais financiers et après impôts.

La partie dynamique de la valeur de l'entreprise est obtenue par la formule:

$$\frac{R.B.E.N - i (Vs)}{(1 + i)^t}$$

où RBEN est le résultat brut d'exploitation avant frais financiers et après impôts, Vs la valeur substantielle, i le taux de rémunération correspondant au coût moyen pondéré du capital ou coût économique des fonds.

- L'approche par les capitaux nécessaires à l'exploitation ne prend en compte que les actifs réalisables et disponibles liés à l'exploitation et qui sont normalement financés par des capitaux permanents. La capacité bénéficiaire doit donc en principe éliminer les frais financiers liés aux véritables crédits à court terme.

Soit donc:

Partie dynamique de la valeur de l'entreprise égale à:

$$\frac{(BNC + \frac{FF}{2}) - i (CPNE)}{(1+i)^t}$$

où BNC = bénéfice net courant

FF = frais financiers de la dette permanente

CPNE = capitaux nécessaires à l'exploitation

i = le taux d'actualisation qui devrait être le coût moyen pondéré du capital ou coût économique des fonds ajustés par le coût des

crédits à court terme.

Il ressort donc de ces formules que le goodwill ou survaleur, correspond à l'excédent du rendement économique futur estimé sur la rentabilité financière exigée des capitaux investis.

La détermination de cette survaleur implique donc, des prévisions d'exploitation permettant de calculer le bénéfice vrai prévisionnel de l'entreprise et le montant prévisionnel des capitaux nécessaires à l'exploitation qui conduisent à l'évaluation d'une rente de goodwill annuelle, correspondant à la définition suivante:

$$\text{Rente de goodwill de l'année} = Gwn = BVn - kC.NEn$$

BVn, le bénéfice vrai de l'année n, k le taux de rentabilité exigé par l'investisseur, C.N.En les capitaux nécessaires de l'année n.

Une fois la valeur du goodwill calculée, l'on peut déterminer la valeur globale de l'entreprise.

2) LES MÉTHODES D'ÉVALUATION A PARTIR DU GOODWILL

La valeur globale de l'entreprise calculée selon la méthode du goodwill correspond à la somme d'une valeur patrimoniale corporelle et la valeur actuelle d'une sur- rentabilité prévisionnelle.

$$V = Vp + Gw \text{ où } Vp \text{ est la valeur patrimoniale, } Gw \text{ le goodwill et}$$

$$Gw = an (BVn - KCN.En) \text{ avec,}$$

an la valeur actualisée de 1F versé pendant n années au taux k.

Le montant de goodwill varie selon que l'estimation est faite par l'acheteur ou le vendeur ou que l'amortissement est autorisé ou pas.

Cette valeur globale de l'entreprise apparaît directement comme une synthèse entre valeur patrimoniale et de rendement, et traduit ainsi d'une part, le partage de l'avenir et d'autre part, le fait que l'entreprise est non seulement industrielle ou économique, mais également financier.

C'est ainsi le fondement du modèle de rente différentielle.

En définitive la valeur de l'entreprise ne se réduit pas seulement à celle de son patrimoine. La méthode de la rente abrégée du goodwill fondée sur la notion de richesse et d'accumulation met en oeuvre deux

notions:

- La notion d'intensité capitalistique qui dépend à la fois du secteur d'activité et de la gestion de l'entreprise.

- La notion du coût de capital .

Elle permet également une approche de l'analyse de la gestion du risque soit à partir de la volatilité de la rente du goodwill directement dépendante du risque d'exploitation défini par la structure des coûts (effet de levier opérationnel,) par le niveau d'activité et la distance par rapport au point mort et du niveau de la stabilité des BFR, caractéristique de l'exploitation, soit à partir de la détermination de la durée de la rente qui tient compte de l'appréciation par l'acheteur du risque de l'entreprise achetée.

Elle offre au praticien deux avantages majeurs, dans la mesure où elle permet une évaluation rapide, fondée sur la réalité financière de l'exploitation et une approche très opérationnelle du risque. Aussi son intérêt apparaît lorsqu'on a présent à l'esprit les difficultés auxquelles se heurte parfois l'évaluateur des actifs dans le cadre d'un rachat de société et les incertitudes qui en résultent.

D'autre part, elle présente des limites qui tiennent à :

- **Ses fondements théoriques:** car fondée sur un accroissement de richesses, la méthode du goodwill méconnaît la logique des flux de fonds à laquelle est soumis tout investissement. Elle se fonde sur des données prévisionnelles volontairement simplifiée, souvent obtenues par simple extrapolation.

- **Son application pratique:** Méthode essentiellement simple et rapide, elle n'utilise que des paramètres macroscopiques relatifs à la structure de l'exploitation, excluant les problèmes d'équilibre financier, d'investissement et de financement.

Ainsi, elle paraît peu adaptée à l'évaluation des entreprises importantes, mais très appropriée à celle des petites unités et peut constituer une donnée très efficace, préalable à une étude approfondie.

En général, les modèles de rente différentielle posent en pratique le problème de la permanence du super-profit qui à la longue,

d'après la théorie économique disparaît. D'où la nécessité de justifier l'existence de la rente sur une certaine période.

Nous pouvons dire que la valeur rendement a assez satisfait les attentes en remédiant effectivement à certains défauts des approches patrimoniales au point même d'établir une liaison entre les modèles mathématiques et la réalité.

Au terme de ce chapitre, l'on note l'existence d'une pluralité de méthodes d'évaluation, chacune comportant une certaine logique et argumentation propres.

Toutefois, il reste à déplorer dans leurs démarches l'absence d'une prise en compte du facteur humain. Cette critique commune à tous les deux modèles dont les principes viennent d'être exposés, paraît très importante, compte tenu de l'émergence des problèmes humains au premier rang des préoccupations de l'entreprise ces dernières années.

Ce serait peut-être aussi, compliquer d'avantage leur application en intégrant des facteurs difficilement quantifiables et mesurables.

A ces premières difficultés s'ajoutent plusieurs autres.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

CHAPITRE III LES DIFFICULTES PRATIQUES DE L'EVALUATION

Le bien fondé de l'éventail des méthodes d'évaluation existantes est de pouvoir aboutir à une estimation aussi plus correcte de la valeur de l'entreprise.

De prime abord, ces méthodes paraissent faciles à mettre en oeuvre lorsqu'on s'attache à la simplicité de leurs formules, mais ce processus semble être confronté à de nombreuses difficultés dites d'ordre techniques ou pratiques et structurelles.

Ainsi, le modèle patrimonial se fonde sur l'évaluation des actifs, dont les principes paraissent plus utopiques ou souvent en contradiction avec l'optique même de la méthode.

De plus, de nombreux facteurs tels que, l'inflation dont les conséquences sur la réévaluation de ces mêmes actifs ou sur les masses de référence sont de nature à biaiser les résultats de l'évaluation, faute d'une estimation exacte.

L'évaluateur est souvent amené à user de son libre ou utiliser d'autres techniques qui exigent un savoir - faire particulier de sa part ainsi qu'une argumentation spécifique.

A ces facteurs subjectifs et techniques s'ajoutent l'inexistence de certaines structures dont la présence faciliterait ou favoriserait l'application de certaines méthodes.

A cet égard, l'évaluation ou la réévaluation des actifs, les problèmes techniques et l'absence de certains marchés appropriés, constituent en général les origines principales des difficultés d'application des méthodes d'évaluation financière de l'entreprise.

SECTION I LES PROBLEMES LIES A L'EVALUATION OU A LA REEVALUATION DES ACTIFS

Ces difficultés procèdent des méthodes ou des principes de la réévaluation des actifs et restent aussi liées au problème d'évaluation de l'investissement immatériel.

A) LA REEVALUATION DES ACTIFS

Selon les principes de la réglementation fiscale et comptable, les immobilisations sont enregistrées à leur valeur d'origine ou d'acquisition, et seule doit être constatée leur dépréciation.

La nécessité de la réévaluation résulte du fait que, cette comptabilisation accompagnée de la dépréciation monétaire, de l'évolution des prix sur les marchés, peuvent être à l'origine de fortes distorsions entre leur valeur comptable.

Elle s'appuie sur des méthodes aux principes pas toujours très opérationnels.

1) DISTINCTION ENTRE BIENS D'EXPLOITATION ET BIENS HORS-EXPLOITATION

Le premier principe de la réévaluation des actifs consiste à distinguer d'une part, les éléments nécessaires à la poursuite de l'activité de l'entreprise et d'autre part, ceux dont la cession éventuelle ne modifierait pas cette condition de continuation de l'exploitation.

Cette différenciation ne semble pas tout à fait facile à opérer ou à réaliser, dans la mesure où, le caractère excédentaire de certains actifs (immeubles seulement, puisque l'actif circulant est souvent exclu) n'est pas facilement repérable ou constatable. Il n'existe à cet effet aucune méthode, aucune technique susceptibles de mieux appréhender cette distinction.

Aussi, la position externe de l'évaluateur ne favorise pas cette nette distinction, car la plupart des temps, il opère par renseignements auprès des responsables de l'entreprise qui ont d'autres préoccupations plus importan-

tes que celles de savoir quelle est la fraction ou la partie du bâtiment, du terrain etc... ayant contribué le plus ou pas à la réalisation de leur objectif de profit.

Par ailleurs, la réévaluation se fonde sur cette distinction pour attribuer le juste prix à l'immobilisation concernée. Ainsi, qu'il s'agisse des biens nécessaires à l'exploitation ou destinés à la cession, les valeurs attribuées se réfèrent, soit à une valeur d'usage, à une valeur de remplacement et de reconstitution, soit à une valeur vénale, qui ont pour conséquence de gonfler artificiellement la valeur de l'actif, bien au-delà du prix fondé sur la rentabilité qu'un acquéreur avisé accepterait de payer.

Les approches fondées sur ce type de valeur ne sont guère opérationnelles.

2) LE CARACTERE PEU REALISTE DES METHODES UTILISEES

La réévaluation s'articule autour des considérations plus idéalistes que réalistes, et sur lesquelles se fondent les méthodes utilisées, à savoir:

la valeur vénale, la valeur de remplacement ou de reconstruction et la valeur d'usage.

L'hypothèse de la valeur vénale de l'entreprise, très difficile à cerner, suppose une juxtaposition de ses biens, dont la somme des valeurs vénales correspondrait à celle de la firme concernée. L'entreprise a donc une valeur, parce qu'elle dispose d'actifs qui ont eux - mêmes leur propre valeur.

Cette position paraît très réfutable dans la mesure où, l'entreprise est un ensemble composite de biens indissociables, indispensables à son fonctionnement et dont, la cession ne se réaliserait pas sans compromettre l'évolution ou la poursuite de son activité.

Cette démarche qui s'inscrit dans une perspective de liquidation où chaque élément est considéré séparément, se heurte au caractère transactionnel du bien considéré et au problème de la distinction fondamentale entre biens dissociables et indissociables de l'exploitation de l'entreprise.

La valeur de remplacement pour sa part, définie comme étant: <<La

valeur d'un bien identique quant à son état, susceptible des mêmes usages, donnant les mêmes rendements et procurant les mêmes services >>⁽¹⁾ conduit à rechercher une valeur de reconstruction de l'entreprise.

Cette opération semble quelque peu utopique, puisque la reconstitution rigoureuse et à l'identique d'une affaire déjà existante est rarement possible, dans la mesure où, il n'existe pas de marché d'occasion pour tous les biens et d'autant plus que les machines ne sont pas soumises aux mêmes conditions d'usure ou de dépréciation selon les entreprises.

D'autre part, les capacités techniques, les performances d'une installation demeurent difficiles à évaluer, lorsqu'elle est dépassée par tous les nouveaux matériels proposés pour remplir les fonctions similaires.

Ainsi, dans la plupart des cas, la valeur de reconstruction d'une entreprise n'est pas toujours chiffrable.

La troisième approche qui est celle de la valeur d'usage, permet d'évaluer les actifs en fonction de leur utilité. C'est *<< le prix qu'il serait nécessaire de déboursier théoriquement pour acquérir à l'époque actuelle, un élément susceptible des mêmes usages dans les mêmes conditions d'emploi, ayant la même durée présumée d'usage résiduel, possédant les mêmes performances et ayant la même appréciation à l'utilisation qui en est faite >>⁽²⁾.*

La pratique consiste à rechercher soit les valeurs à neuf qui se ramènent à une valeur de remplacement lorsque le type de matériel cesse d'être fabriqué, soit la valeur d'origine des différents éléments d'actif et l'on revient aux problèmes de la valeur vénale.

B) L'ÉVALUATION DES ÉLÉMENTS INCORPORELS

L'une des principales critiques adressées aux méthodes patrimoniales d'évaluation de l'entreprise, tient à l'absence d'une prise en compte des investissements immatériels⁽³⁾ dont la part dans l'investissement

(1) *EUGENE SAGE op. cit., Lexique, page 14.*

(2) *J. BRILMAN et CLAUDE MAIRE "MANUEL D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES" LES ÉDITIONS d'organisation, Paris 1990, page 136.*

(3) *Il s'agit de l'ensemble des dépenses consacrées à la recherche - développement, à la formation professionnelle au marketing *étude de marché, publicité, mobilisation de la force de vente, implantation commerciale etc...) et aux logiciels informatiques*

total ne peut rester sans influence sur la valeur et l'ensemble du système financier de la firme. La pratique assimile ce type d'actif au goodwill. Cette assimilation, si elle est possible dans une moindre mesure (le goodwill étant constitué de l'investissement immatériel), il est aussi à noter, que toute tentative d'évaluation spécifique se heurte à des difficultés qui relèvent essentiellement de leurs règles d'enregistrement comptable.

En effet, ces règles prévoient pour certains de ces frais, un enregistrement partiel et conditionnel dans un compte d'immobilisations incorporelles et une individualisation à partir du compte "charges à étaler". C'est ainsi que:

— Les frais de recherche et développement figurent en règle générale dans les charges de l'exercice au cours duquel ils sont engagés (cas des frais de recherche fondamentale), et ne le sont que d'une manière exceptionnelle dans le compte "frais de recherche".

— Les frais de logiciels informatiques, lorsqu'ils sont nettement distingués du matériel informatique ou créés (ou acquis) à usage interne ou commercial, pour une durée très longue dans l'entreprise, peuvent figurer en immobilisations incorporelles.

— L'utilisation du compte "charges à étaler" n'est possible qu'à la condition pour les différents frais, d'avoir non seulement un impact important sur le résultat de l'exercice, mais aussi des conséquences bénéfiques et durables sur les résultats suivants, se traduisant par des économies de charges et une meilleure rentabilité.

En définitive, l'investissement immatériel n'est soumis à une comptabilisation en immobilisations incorporelles que si, les projets sont nettement individualisés et présentent de sérieuses chances de rentabilité commerciale.

L'évaluation et la réévaluation des actifs se trouve donc confrontées à d'énormes difficultés de réalisation si bien que, généralement elle conduit à une sur ou sous-évaluation des biens considérés.

Cette situation se trouve accentuée par d'autres difficultés dites techniques telles que la prise en compte de l'inflation, dont les effets

s'étendent jusqu'aux masses de référence retenues par les méthodes d'évaluation financière.

SECTION II LES PROBLÈMES TECHNIQUES

Nous nous limiterons dans le cadre de ce sujet, aux problèmes de détermination de la période de capitalisation, de prise en compte de l'inflation et du choix des bénéficiaires et des taux de référence.

A) LA DETERMINATION DE LA PERIODE DE REFERENCE

La période de référence constitue l'une des variables qui peuvent à elles seules modifier significativement la valeur de l'entreprise.

Théoriquement, la durée de capitalisation est comprise entre deux bornes, le plus souvent rapprochées (un jour et l'infini).

Cette hypothèse s'avère critiquable dans la mesure où, pour tout investissement, il existe un délai de récupération qui permettra de pencher, soit pour une valeur de revente immédiate (durée très limitée), soit pour la pérennité du rendement (durée extrêmement long). Mais il se trouve que ces trois critères soient liés, car la valeur de revente dépend aussi bien du délai de récupération que du taux de rendement exigé.

La période de capitalisation ne peut donc être indépendante de ces trois éléments.

Ces développements soulignent la difficulté que relève la détermination de la durée de capitalisation à savoir, celle pour l'évaluation de pouvoir user de son habileté en se référant, soit à la position de l'investisseur (où la durée dépend de la valeur de revente et du taux de rendement), soit au cycle d'investissement (où la durée est fonction de la période des retours sur les investissements de la firme) ou au partage de l'avenir (où la période de capitalisation est celle qui donne le même résultat qu'une capitalisation à l'infini partagée en deux).

Le choix d'optique revient donc à l'évaluateur, et il n'est pas toujours sûr qu'il aura opté pour la méthode qui s'adapte aux exigences de l'acquéreur.

Cette tâche lui est difficile compte tenu du fait qu'il n'existe pas de règles scientifiques pour déterminer avec précision cette période de capitalisation.

B) LA PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION.

La prise en compte de l'inflation revêt un caractère important dans tout travail d'évaluation, puisque dans la majorité des cas, l'on s'intéresse à des données monétaires et surtout, la valeur de l'entreprise est fondée pour partie sur une projection des résultats dans l'avenir.

Il apparaît donc nécessaire de mesurer et d'intégrer l'incidence de ce facteur dans la mise en oeuvre des différents modèles d'évaluation dans le souci d'asseoir des raisonnements sur la base des données cohérentes et homogènes.

Toutefois, la difficulté d'une telle opération se situe au stade de la détermination exacte du niveau d'inflation servant comme base de correction ou d'anticipation.

Des formules alternatives sont retenues en matière d'évaluation, mais toutes conduisent à des résultats approximatifs tendant à accroître les distorsions entre les différentes valeurs.

1) LES CONSEQUENCES DE L'INFLATION

L'inflation a des effets non seulement sur l'évaluation des actifs, mais aussi sur les grandes masses de référence retenues par les différents modèles telles que les résultats.

1-1 LES EFFETS SUR L'EVALUATION DES ACTIFS

La règle comptable d'enregistrement des valeurs des actifs à leur coût d'acquisition (actifs physiques) ou par référence à leur valeur nominale (actifs financiers) conduit à de nombreuses conséquences, dues à des variations de cours ou à la dépréciation de la monnaie.

La réévaluation des actifs trouve ainsi sa justification dans la mesure où, l'inflation entraîne une sous-évaluation de l'annuité d'amortissement et

par conséquent le pouvoir d'achat des capitaux propres en raison de leur insuffisance à renouveler les immobilisations par investissements.

De même, en période d'inflation, la rétention d'une valeur d'actif sans indexation, peut conduire à d'importants manques à gagner. Citons ici l'exemple d'un cas de prêt accordé par une entreprise, dont le contrat ne tient pas compte d'un changement du rythme d'inflation dans les taux d'intérêts ou dans les montants des annuités de remboursements.

A cet égard, de nombreux retraitements et corrections sont nécessaires pour chiffrer quasi-exactement le montant réel des actifs d'une entreprise, car l'évaluation comptable n'est jamais le support de l'évaluation de l'entreprise et de ses actions.

1-2 LES EFFETS SUR LA FORMATION DES RESULTATS

L'inflation affecte non seulement la formation des résultats, mais aussi sa répartition.

Se manifestant par une hausse des prix, elle résulte du comportement d'adaptation à l'environnement de différents acteurs, qui tendent à anticiper la hausse des coûts.

Ce phénomène explique l'origine de l'inflation à partir d'une spirale qui traduit l'indexation d'une hausse des coûts sur les prix de marché, ou des salaires sur les prix.

La hausse des coûts de production a donc pour conséquence, la réduction de la marge bénéficiaire de l'entreprise.

Ainsi, l'augmentation nominale de la valeur des stocks par suite d'un accroissement des prix des approvisionnements, influence directement le résultat net et par voie de conséquence le bénéfice imposable.

Par ailleurs, l'inflation encourage l'endettement de l'entreprise et partant affecte la politique de financement de la firme à travers les taux d'intérêt (frais financiers), l'impôt et le prélèvement des dividendes. C'est donc la performance de la firme qui se trouve ainsi sur ou sous-évaluée.

Or, ces résultats sont utilisés comme base d'estimation de la valeur de l'entreprise. Pour remédier à ces variations monétaires, l'évaluateur est

souvent conduit à se fier, soit à l'évaluation courante (valeur exprimée en francs courants) ou à des moyennes pondérées des résultats, visant à rapprocher le résultat récurrent en privilégiant les années récentes, soit à une déflation des taux d'intérêts différenciés.

Toutes ces techniques ne conduisent qu'à une approximation de l'intégration de l'inflation, procédant comme nous l'avons déjà exprimé des difficultés relatives à la détermination du taux d'inflation dans chaque pays.

2) LES DIFFICULTES ET LES LIMITES DE LA DETERMINATION DU TAUX D'INFLATION AU CAMEROUN

L'inflation est communément définie comme un accroissement soutenu sur une longue période du niveau général des prix.

Le taux d'inflation correspond ainsi au taux de variation du niveau général des prix représentés par des indices dont les principaux sont: le déflateur du PNB, l'indice de prix à la consommation (prix de détail), l'indice de prix de gros ou indice de prix à la production. L'on retient aussi le plus souvent dans certains pays d'Afrique, l'indice de prix à la consommation extérieure (produits de luxe).

Généralement pour leur détermination, l'on se réfère aux indices statistiques de PAASCHES et de LASPEYRES.

Le taux d'inflation qui en résulte est un taux d'accroissement de l'un des indices par rapport à une période de base.

Cependant, les limites et critiques qui leur sont adressées enlèvent une grande part de leur signification.

Lorsqu'on sait que, le taux d'inflation tel qu'il est déterminé au Cameroun et dans nombre de pays africains s'en tient à l'évolution de ces indices relevée dans quelques grandes villes (Douala et Yaoundé pour le Cameroun), il y a là une inquiétude fondamentale, à savoir, celle de la représentativité des villes retenues.

Les indices ont tendance à être majorés et ne peuvent dans ce cas refléter la réalité, les prix étant généralement plus bas et s'accroissant moins vite dans les campagnes que dans les villes.

Sans nous attarder sur ce problème, nous estimons que la véritable difficulté réside, en dehors des critiques adressées à tout indice, dans la représentation ou le choix des biens ou groupe de biens inclus dans les différents indices de prix à considérer. Ainsi par rapport à l'indice de prix à la consommation (prix de détail), le déflateur mesure le prix d'un plus grand nombre de biens, lesquels changent d'une année à l'autre en fonction de la production de l'économie de l'année. L'IPC dont le panier de biens reste stable d'année en année, inclut les prix des produits importés alors que le déflateur ne prend en compte que ceux des biens intérieurs.

Le problème pour nous n'est pas de ressortir les mérites d'un indice par rapport à un autre, mais de relever le caractère insuffisant de leur mesure.

Par ailleurs, tous ces indices se réfèrent en partie ou en totalité à la production nationale (rapport entre PNB courant et PNB réel, coût d'un panier de biens) dont les difficultés d'évaluation ne passent pas inaperçues. En effet, le PNB est obtenu par l'agrégation de tous les biens et services produits dans une économie, pondérée par leurs prix de marchés respectifs. Or il n'existe pas de prix de marché pour tous les biens, et même lorsqu'ils existent, ils reflètent non seulement le degré de rareté, mais aussi les diverses structures de marché dans les différentes branches.

De plus, le système de comptabilisation ignore l'importance du secteur informel (marché noir où les prix ne sont pas officiels) qui ne rentre pas dans la détermination du P.N.B.

Tous ces obstacles et limites à la détermination du taux d'inflation, témoignent de la difficulté de prise en compte de ce phénomène dans les travaux d'évaluation et obligent le plus souvent à recourir à des solutions approximatives, source de nombreuses distorsions.

C) LE CHOIX DU BENEFICE ET DU TAUX

En matière d'évaluation financière de l'entreprise, plusieurs notions de bénéfice sont proposées, ainsi que de nombreuses

formules de taux d'intérêt, pour favoriser la mise en oeuvre des différentes méthodes.

Mais le souci constant de l'évaluateur à traduire le rendement normal de l'entreprise et à prendre en compte la notion de risque, implique de nombreuses manipulations qui ne favorisent pas toujours une appréciation assez correcte de la valeur de l'entreprise.

Si donc, le choix entre les différents bénéfices établis au cours d'un exercice et d'un taux de base peut se justifier et s'opérer facilement, il se pose un problème de bénéfice et de taux de référence, lorsqu'on doit considérer plusieurs exercices.

De plus, l'estimation du bénéfice futur s'appuie sur des projections, aux mécanismes souvent compliqués, et assises sur des hypothèses contestables, ou faisant appel à des instruments critiquables.

1) LE CHOIX DU BENEFICE

Des quatre notions de bénéfice proposées à savoir: le bénéfice fiscal, le bénéfice d'exploitation, le bénéfice comptable avant ou après impôt, il ressort que seul le bénéfice comptable après impôts soumis à d'éventuelles corrections et réintégrations est admis pour les raisons suivantes:

— Le bénéfice fiscal incorpore certaines charges non effectives et enregistre des déductions avec décalages.

— Le bénéfice d'exploitation est certes séduisant, car traduisant l'activité de l'entreprise, mais on lui préfère néanmoins le bénéfice comptable qui exprime le montant réellement disponible à la fin d'un exercice. L'écart pas très grand entre les deux ne peut provenir que d'une erreur de comptabilité ou du caractère exceptionnel de certains éléments.

Cette option s'avère être valable pour les seules entreprises soumises à l'IS.

La liste n'est pas exhaustive.

Le plus souvent, l'on doit s'intéresser à une notion de bénéfice net corrigé.

Il s'entend, bénéfice après impôts (IS) plus la part de profit qui peut être incluse dans les postes traitements et salaires pour les sociétés de capitaux et réintégration faite des avantages en nature non justifiés, diminué de la rémunération du travail personnel des dirigeants⁽¹⁾ dans les sociétés de personnes et complété par des redressements dûs à des contrôles fiscaux et des immobilisations passées en frais généraux.

Certains auteurs à l'instar de **JACOTEY** propose une notion de capacité bénéficiaire intégrant: << Les sommes versées au titre de crédit - bail (écart entre la location des biens équivalents et les redevances payées), le redressement opéré sur les valeurs d'exploitation et les provisions mal fondées >>.⁽²⁾

L'on pourrait aussi ajouter la différence entre l'amortissement pratiqué et l'amortissement économique.

Toutes ces corrections sont nécessaires pour une meilleure appréciation du rendement de l'entreprise. Mais doit-il s'appréhender au moyen des résultats d'un seul ou de plusieurs exercices?: D'où le problème de bénéfice de référence.

Dans une période où l'évolution économique est très rapide, et la conjoncture mouvante, le bénéfice moyen (3 à 5 ans) peut avoir une importance considérable. Mais quelle que ce soit la durée, il doit être corrigé des variantes des prix.

L'on se heurte souvent à un danger relatif à une absence d'uniformité de la conjoncture. D'où l'intérêt pour certains praticiens de préconiser une moyenne pondérée sur 3 ans pour mieux maîtriser ce phénomène.

En définitive le bénéfice moyen est fonction de la durée de la période prise en considération dans les calculs.

Les pondérations qui interviennent, consacrent un caractère de doute quant à la valeur de la méthode et surtout quant à ses possibilités de transposition.

(1) L'appréciation de la rémunération du travail des dirigeants tient compte de leurs activités réelle au sein de l'entreprise et se fonde sur les rémunérations qu'ils pourraient obtenir s'ils étaient de simples salariés avec les mêmes exigences et les mêmes responsabilités.

(2) E. SAGE op. cit. page 128.

D'autre part, le bénéfice comme différence entre produits et charges, synthétise plusieurs opérations influencées par de nombreux facteurs pour que la simple moyenne puisse fournir une base fiable de calcul.

2) LE CHOIX DU TAUX DE CAPITALISATION

La fixation du taux de capitalisation s'effectue généralement en deux étapes, dont la première consiste à sélectionner un taux de base et la seconde à introduire un différentiel par rapport à ce taux, pour tenir compte du niveau de risque estimé par l'entreprise.

Ce taux de base est supposé être celui du rendement attendu par l'investisseur à partir d'un arbitrage qu'il effectue par rapport à d'autres placements financiers. De nombreux auteurs ont à cet égard proposé plusieurs taux de référence dont les plus usités sont: le taux d'intérêt, le taux usuel de la branche, le taux de rendement moyen des valeurs à revenus variables, qui intègrent souvent, pour certains, une projection de l'inflation.

La deuxième étape qui prévoit une intégration du risque est très discutée. Pour certains auteurs, elle constitue un double emploi, dans la mesure où, le bénéfice en se référant à l'exploitation passée, intègre déjà les risques assumés. Aussi l'introduction d'une prime de risque constitue un facteur supplémentaire de subjectivité et d'arbitraire.

Selon d'autres, la prise en compte du risque traduit une exigence de rendement supplémentaire en raison d'une part, des aléas inhérents à toute activité industrielle et commerciale par comparaison à un placement financier sans risque, d'autre part, des incertitudes liées aux forces et faiblesses de l'entreprise et de son secteur d'activité. Dans ce cas, l'estimation du risque implique le calcul d'un différentiel de taux de rendement. Deux approches sont envisagées:

— Déterminer un rendement forfaitaire: on estime que les facteurs de risque liés à l'entreprise et à son environnement exigent un pourcentage de rentabilité supérieur par rapport au rendement de référence. Il peut également être motivé par l'existence d'un risque de non réalisation de

résultat sur une période donnée⁽¹⁾

— Décomposer l'analyse du risque entre les différents facteurs et déterminer l'incidence sur la reconduction du résultat ou sur le taux de capitalisation. On aboutit à la présentation suivante proposée par **J. RAFFEGEAU** et **F. DUBOIS** qui établit le caractère usuel de la forme additive du risque⁽²⁾

Taux de base: X_1

Complément de rentabilité exigé

— pour le risque d'exploitation: X_2

— pour le risque lié au marché: X_3

Taux de capitalisation définitif X

Ce taux (X) est par conséquent fonction d'un taux de référence choisi parmi ceux précités, et des différents taux complémentaires de rendement exigé.

Par ailleurs, dans l'hypothèse d'une indisponibilité immédiate de fonds relevant soit de l'actionnaire, soit de l'inexistence d'un marché (cas des sociétés non cotées) ou d'acheteur potentiel immédiat, la valeur finale obtenue, subit un nouvel abattement pour coût de liquidité, mesurant ainsi le coût financier de réalisation de la valeur de l'entreprise.

Cette gymnastique s'avère très complexe et ne peut être privilégiée par rapport à l'approche boursière qui propose un nouveau mode de recouplement du taux, basé sur le ratio cours/bénéfice encore appelé P.E.R. (price earning ratio).

3) L'ESTIMATION DU BÉNÉFICE FUTUR

L'unanimité selon laquelle, seuls les résultats durablement réalisables doivent être pris en compte dans la détermination du

(1) Par exemple sur une période de 5 ans, il peut être établi une probabilité de 1/5 de ne pas reproduire le résultat récurrent.

(2) **J. RAFFEGEAU** et **F. DUBOIS** *op. cit*, page 66.

goodwill se fonde sur le comportement de l'acheteur qui, en termes d'investissements s'interroge sur son rapport de placement, ou du vendeur qui ne retient pas forcément ce qui a été produit, mais ce que pourrait rapporter son affaire.

Ces projections appelle à deux situations:

— Certes l'avenir n'est jamais la répétition du passé, mais on admet d'une part, que les facteurs qui ont agi antérieurement ont un caractère permanent et que seule l'intensité de leur action varie et d'autre part, les événements extra-économiques font partie des risques généraux couverts par le montant du taux⁽¹⁾.

Dans une telle approche, les projections sont assises sur le passé, et visent à induire les tendances futures à travers l'appréciation des diverses variables qui ont permis la détermination du bénéfice.

— Le passé intervient après l'estimation des perspectives. La démarche est contraire à la précédente et consiste, après avoir étudié l'avenir de l'entreprise, d'effectuer à travers un modèle, des comparaisons pour mesurer la conformité des résultats obtenus à ceux réalisés dans le passé.

Ainsi, se présente les deux approches d'estimation du bénéfice futur.

En adoptant la première approche qui vise à asseoir les projections dans le passé, et en se souvenant des critiques adressées au bénéfice moyen comme base de calcul, de nombreux auteurs ont préconisé pour les projections, un bénéfice déterminé en fonction soit des ratios, des comparaisons inter-entreprises, des statistiques de vente, des taux de marge, soit des calculs de prix de revient ou des comptes de résultats intermédiaires.

Celui proposé par **J. VIEL, BREDIT et M. RENARD** dans leur ouvrage: "L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES ET DES PARTS D'ENTREPRISES" guide pratique avec exemples numériques" recommande une présentation de la DEUTSCHE INDUSTRIEBANK qui ressemble au tableau de financement d'un usage courant actuellement.

(1) Confère les différents recouvrements du taux pour la prise en compte de nombreux risques.

La démarche consiste à passer d'un bénéfice net corrigé à la capacité bénéficiaire future par l'établissement des comptes prévisionnels et une correction des pertes et des charges.

Les tendances futures sont analysées au moyen des méthodes statistiques (séries temporelles, les moyennes mobiles, moyenne appropriée, méthode des moindres carrés etc...). Cette méthode conduit à des calculs complets et longs qui ne facilitent pas toujours l'usage. Aussi, les résultats sont fonction de la pertinence des méthodes statistiques utilisées et de leur capacité à percevoir les aspects conjoncturels. C'est ainsi que RIEBOLD écrit en parlant de la liaison passée-futur << *L'estimation du profit futur par l'analyse et la projection des produits raisonnablement réalisables et des coûts opérationnels concernés peut aboutir à un chiffre différent de celui du prochain terme de la tendance des résultats des exercices écoulés. L'apparition d'un écart important entre les deux chiffres serait l'indication d'une erreur dans la prévision ou d'un revirement anticipé de la conjoncture que l'analyse statistique de la série des résultats passés ne pourrait signaler. L'examen critique des causes de l'écart révèle sa nature et motive essentiellement une révision de la projection.* >>⁽¹⁾

A cet égard de nouveaux tableaux financiers fondés sur une certaine stratégie vont être élaborés. Ce qui implique l'étude de la stratégie de l'entreprise et l'analyse des décisions stratégiques et leurs possibilités de réalisation.

Ces relations ne jouent que pour les grandes unités.

Par ailleurs, le principe de capitalisation implique que le bénéfice se renouvellera à l'infini. Il est aussi difficile de concevoir que le rendement de l'entreprise sera toujours le même aux fils des années, car les profits futurs ne seront pas toujours le fait d'une même entité économique qui peut évoluer ou être transformée.

SECTION III L'ABSENCE D'UN MARCHÉ SECONDAIRE

Il constitue l'un des blocages à la mise en application des

(1) RIEBOLD, cité par EUGENE SAGE op. cit. page 135.

modèles boursiers qui retiennent comme critère fondamental, la valeur des titres ou des actions de l'entreprise à estimer.

En tant que chronique de flux à percevoir dans le futur, cette valeur du titre dépend dès l'émission, de ses caractéristiques essentielles et de leurs évolutions sur les marchés financiers (marché boursier), car il sera échangé entre investisseurs ou servira de support à d'autres opérations. Le fonctionnement d'un titre financier est donc étroitement lié au fait qu'il puisse être acheté ou vendu à tout moment.

A) LE ROLE DU MARCHÉ SECONDAIRE.

Assurer l'équilibre entre les besoins et les excédents de financement relève de la vocation première de tout marché financier.

Le rôle du marché primaire apparaît alors à travers la création ou l'émission des titres qui par la suite, seront cotés et négociés sur un autre marché (marché secondaire) pour permettre aux agents économiques (entreprises, établissements financiers, Etat, collectivités locales et...) de se procurer des ressources nécessaires.

La distinction fondamentale entre ces deux types de marché réside dans le fait que, le premier est un marché de création de titre, alors que le second a pour fonction d'assurer la cotation et la liquidité de celui-ci.

Il apparaît donc qu'il s'agisse de deux marchés interactifs, sans cloisonnement et dont la complémentarité des activités exprime la nécessité d'une collaboration au sein de tout marché ou système financier.

Pour le cas d'espèce, il existe à un stade primaire, la création par le gouvernement des bons d'équipements souscriptibles par de nombreux organismes et établissements financiers (banques, autres établissements de crédits, les caisses d'épargne, chèques postaux, caisses de stabilisation, caisse de compensation des prestations familiales, les compagnies d'assurance etc...) à concurrence de 10% de leurs dépôts et avoirs liquides.

Ces bons sont incessibles, non négociables, mais réescomptables par la Banque centrale selon les modalités et conditions fixées par décret présidentiel.

Cette absence de négociation constitue un handicap pour le système financier dans la mesure où, la valeur d'un titre ou son taux de rendement exigé, sont fonction de son prix ou de son taux de rentabilité sur le marché secondaire.

Cette situation se trouve peut-être liée à la nature du système financier camerounais.

B) LA NATURE DU SYSTEME FINANCIER CAMEROUNAIS

Lorsque les marchés primaires et secondaires sont peu développés, le mode de financement privilégié de l'économie est l'endettement. L'on parle ainsi d'une économie d'endettement par opposition à une économie de marché financier.

Ainsi; dans le système camerounais, prédomine un financement par crédits bancaires, traduisant le fait que seule une faible part des besoins de financement des entreprises est couverte par une émission des titres financiers.

Sans nous attarder sur le rôle des différentes banques qui constituent le système bancaire (banques commerciales ou secondaires, banques d'affaires et banque centrale), il est à noter que cette tendance explique le fort endettement des entreprises auprès des banques qui à leur tour doivent se refinancer auprès de la banque centrale.

Cependant, le taux d'intérêt imposé ne reflète pas l'équilibre entre l'offre et la demande des crédits, ceci d'autant plus qu'il constitue un instrument de régulation de l'activité économique à la disposition des autorités monétaires (BEAC, ministre des finances, conseil national de crédits etc. . .)

Il vient donc que le taux d'intérêt fixé par la BEAC (taux directeurs) est une donnée exogène qui s'impose indirectement aux entreprises par l'intermédiaire des taux débiteurs pratiqués par les différentes banques à l'égard de leurs clients.

De plus, la définition de ce taux débiteur fait intervenir de nombreux

autres éléments qui ne font qu'accroître les écarts par rapport à la réalité du marché.

Le taux définitif s'obtient par addition au taux de base de plusieurs frais, des commissions, de l'impôt, de la taxe et de la marge bancaire. Soit:

Taux de base débiteur ou ordinaire

+ marge bancaire

+ commissions

+ I. C. A. I

+ Taxes sur la distribution des crédits

+ Frais de traites et d'avals

+ Frais d'assurance et hypothécaire

+ Frais du temps (coût de délai d'octroi de crédits)

= Taux débiteur définitif⁽¹⁾

Une capitalisation qui s'appuie donc sur un taux d'intérêt ne reflétant pas les conditions du marché, a de fortes chances de biaiser les résultats de l'évaluation.

Nous estimons que la libéralisation des taux d'intérêts, la programmation monétaire, la création d'un marché monétaire dans la zone et tout récemment celle de la COBAC (commission bancaire de l'Afrique centrale), qui sont autant de mesures modifiant essentiellement pour la plupart le rôle de la BEAC, offriront un cadre nouveau, plus adapté au fonctionnement et aux libres mécanismes des marchés.

L'application des différents modèles d'évaluation se heurte à de nombreux obstacles, obligeant le plus souvent l'évaluateur à recourir à des méthodes qui ne conduisent qu'à une approximation de la valeur recherchée.

Les différents problèmes énumérés sont dans la pratique contournés d'une manière ou d'une autre selon l'argumentation de l'analyste.

L'autre difficulté, celle-là même qui se trouve au coeur de notre

(1) *MOISE NZEMEN "THEORIE DE LA PRATIQUE DES TONTINES AU CAMEROUN" SOPECAM, YAOUNDE 1988, page 126.*

préoccupation, est relative à la capitalisation ou à l'actualisation des flux négatifs, vide de toute signification. Il s'agit en fait d'une inadaption des différentes méthodes à l'évaluation des entreprises en difficultés, dont les performances se dégradent progressivement sur plusieurs années.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

CONCLUSION DE LA PARTIE

Nous venons de voir, qu'il existe toute une panoplie non exhaustive de méthodes d'évaluation, qui aboutissent à des résultats différents. Le choix d'une méthode ou la combinaison de plusieurs autres dépendent des caractéristiques de l'espèce envisagée et de l'objectif poursuivi par l'évaluation.

Il ressort de cette étude, trois grandes tendances :

— La tendance patrimoniale qui suppose un démembrement de l'entreprise et une évaluation soit dans une optique de cession des différents éléments d'actif (point de vue du vendeur), soit dans une optique de reconstitution (optique de l'acheteur).

Les méthodes se rattachant au premier but sont celles de l'actif net comptable, de l'actif net réévalué, de la valeur de liquidation et d'assurance.

Du point de vue de l'acheteur et dans le but de la poursuite de l'activité, on distingue les méthodes de l'actif net corrigé, de la valeur substantielle et des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.

— La tendance par les flux qui assimile l'entreprise à un placement financier ou à un investissement dont la capitalisation ou l'actualisation des revenus générés (bénéfice, cash-flows, capacité d'autofinancement, dividendes etc), conduit à une valeur future de celle-ci, intégrant le risque et l'incertitude.

— Enfin la tendance qui combine une approche statique à une approche dynamique de l'entreprise, se fondant sur la notion du goodwill, conçue comme survalueur à une estimation patrimoniale (actif net corrigé, valeur substantielle ou capitaux permanents nécessaires à l'exploitation) pour déterminer la valeur globale de l'entreprise concernée.

Cependant, il paraît tout aussi utile d'insister sur l'importance et la qualité du savoir - faire ou de l'argumentation de l'évaluateur, dont l'arbitrage pèse d'un grand poids sur le choix et la mise en oeuvre des méthodes, et face, aux problèmes pratiques et techniques qui leur sont liés à savoir, les problèmes de masses et taux de référence, le traitement de

l'inflation, la durée de la rente ou la période de référence qui sont autant de facteurs pouvant avoir un impact majeur sur le résultat de l'évaluation à cause de l'estimation arbitraire dont ils font l'objet.

De plus elles ne semblent être conçues pour l'évaluation des entreprises déficitaires sauf pour un seul cas (celui de l'évaluation des C.P.N.E.)

D'autre part, certains praticiens et la plupart des théoriciens sont fidèles à une synthèse se traduisant par une moyenne arithmétique pondérée ou non de diverses valeurs, suivant la formule:

$$\text{Valeur de l'entreprise} = K \text{ valeur patrimoniale} + (1 + K) \text{ valeur de rendement}$$

Où K est un paramètre d'arbitrage.

Mais bien que cette approche par plusieurs méthodes soit indispensable, il existe des situations dans lesquelles une méthode d'évaluation est recommandée, car suivant la taille de l'entreprise, sa situation, son environnement et éventuellement le but de l'évaluation, l'on pourrait privilégier et même n'admettre qu'une seule méthode.

Par ailleurs, mis à part leur objet social et leur utilisation comme moyen de réalisation des objectifs du plan de développement économique, les entreprises publiques et para - publiques présentent comme caractéristiques nouvelles, des structures financières pas très satisfaisantes.

Et lorsque l'idée maîtresse de l'analyse moderne de l'entreprise est de rémunérer à la fois les capitaux engagés et logiquement contenir les germes de sa propre expansion, l'on pourrait admettre que pour l'intérêt des éventuels acquéreurs de parts, et pour une efficacité des mesures de redressement à entreprendre, l'évaluation devrait conduire à la mise en évidence des forces et faiblesses de celle-ci d'une part, et ses difficultés d'autre part, pour éclairer désormais l'action des acheteurs et des décideurs publics.

Ainsi, le souci dominant de notre travail est de déterminer à partir d'une analyse menée en termes de défaillance, la ou les méthodes d'évalua-

DEUXIEME PARTIE

**POUR UNE APPROCHE GLOBALE DE
L'EVALUATION FINANCIERE DE
L'ENTREPRISE**

CODESRIV - BIBLIOTHEQUE

L'Évaluation financière constitue dans sa conception classique, un instrument d'aide à la décision qui vise à situer les comportements ou attitudes des investisseurs face aux différentes transactions auxquelles peuvent être soumises les entreprises.

Son utilisation à ce juste titre nous semble insuffisante, car limitée à ces premières fonctions, elle restreint son rôle d'aide aux seules décisions de placements (celles qui ont trait à la conservation ou à la cession des parts détenues dans une société, à l'augmentation du capital ou à l'arrivée de nouveaux actionnaires dans l'entreprise etc...)

Toutes les méthodes d'évaluation classiques se sont bâties autour de cet esprit, en se bornant dans leurs phases de diagnostic à ne relever que les forces et faiblesses de l'entreprise à évaluer, sans pouvoir expliquer les causes et origines de ses éventuelles difficultés, dans une perspective qui vise à engager des actions allant dans le sens d'une amélioration de sa gestion. Même s'il s'agit d'une question d'objectif qui lui est assigné, elle regorge les possibilités d'aller plus loin dans ses attributions fondamentales, pour s'inscrire dans le cadre d'un véritable instrument de gestion, au service des entreprises. Elle peut dans une certaine mesure, au cours de certaines phases de son processus et à partir des formules qu'elles offrent, aboutir à la détermination de la valeur de l'entreprise tout en fixant des bases indispensables à des éventuelles actions concrètes, dans le but d'améliorer la situation financière de celle-ci. Ceci procède de la nouvelle vision de l'évaluation qui doit permettre aux modèles traditionnels d'élargir leur champ d'application, en s'adaptant à des situations qui ne se prêtaient jadis à l'utilisation ou à l'application de leurs méthodes.

Appliquées aux entreprises du portefeuille S.N.I. qui présentent quelques caractères particuliers, elle permet de mettre en oeuvre et à partir du diagnostic financier proposé par l'évaluation, une méthode qui tienne compte des effets biaisés des objectifs sociaux dans les résultats de ces entreprises et leur importance relative dans l'explication des difficultés de certaines d'entre - elles.

Seulement, pour jouer ce rôle, l'évaluation financière doit tenir compte

de la capacité relative de ses différents modèles à diagnostiquer le risque de défaillance.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

CHAPITRE I PROCESSUS D'ÉVALUATION ET ANALYSE DE LA DÉFAILLANCE

Aménager la gestion d'une entreprise, c'est améliorer sa situation financière par des actions concrètes, qui visent à respecter les deux contraintes financières qui s'imposent à sa survie: la solvabilité et la rentabilité.

Ces différentes décisions dépendent de la qualité managériale et de l'aptitude des décideurs à définir les objectifs et les stratégies de la firme, et de leurs réactions face aux éventuels problèmes qu'elle peut rencontrer à une certaine période de sa vie.

Leur efficacité passe donc par une parfaite maîtrise de la situation de celle-ci et une très bonne analyse et explication des difficultés observées.

L'analyse financière dispose d'un document de synthèse qu'est le diagnostic financier et dont le rôle est d'anticiper, de prévoir les risques. Il se trouve donc au coeur de toute analyse sur la défaillance.

L'évaluation financière quant à elle, lui assigne un autre objectif qui ne s'éloigne pas du tout de celui qui guide tout travail de diagnostic. Son aptitude à analyser les difficultés de la firme dépend de ce fait de la réorientation de cet objectif et de la manière dont est mené ce diagnostic aux fins d'une évaluation.

Avant de nous attarder sur le lien pratique entre le processus d'évaluation et l'analyse de la défaillance, il importe de passer en revue, l'essentiel des théories sur la relation valeur - structure financière de la firme.

SECTION I THEORIES FINANCIERES ET STRUCTURE OPTIMALE DU CAPITAL.

Depuis longtemps, l'endettement a été au centre des préoccupations de l'analyse financière en matière de risque de faillite, et aujourd'hui, elles semblent s'être accrues, surtout dans un monde où les difficultés croissantes d'entreprise ont conduit à une modification du rôle des banques: de prêteur passager à celui de prêteur permanent qui n'attend que de façon incertaine le remboursement des fonds alloués.

Les entreprises empruntent de plus en plus pour rembourser les dettes antérieures.

Dès lors, l'on peut se poser les questions de savoir: pourquoi s'endetter? Existe-t-il un taux d'endettement optimal que les dirigeants auraient intérêt à retenir pour financer leur activité?

La plupart des analyses de la défaillance ou du risque de faillite fondée sur un examen de la structure financière de l'entreprise tourne donc autour des ces deux interrogations.

Les théories dont il sera question, étudient l'influence de la nature de financement sur la valeur d'une entreprise ou en quelque sorte, l'incidence de structures différentes de capital sur la rentabilité de celle-ci. Elles peuvent être regroupées en trois catégories:

- La théorie traditionnelle qui consacre l'existence d'une structure optimale de capital.
- Les théories de **MILLER** et de **MODIGLIANI** qui analysent la relation entre valeur d'une entreprise et le coût de ses fonds (endettement).
- L'apport des nouvelles théories de l'agence et des signaux à la compréhension des problèmes liés à la politique financière de l'entreprise.

A) LA THEORIE TRADITIONNELLE

Elle trouve son fondement dans le CMPC (coût moyen pondéré du capital) qui lui prête son nom (théorie du CMPC).

Pour mieux l'appréhender, un bref exposé s'avère nécessaire sur le coût des différentes sources du capital.

1) LE COUT DE FONDS D'UNE STRUCTURE DE CAPITAL DONNE

Le coût d'une source de financement correspond << au *taux actuariel qui égale le montant de la somme mise à la disposition de l'entreprise à la valeur, actualisée à ce taux des versements (nets de toute charge et économies fiscales déduites) décaissés pour la rémunération du fournisseur de cette dette* >>⁽¹⁾.

Cette définition nous amène à distinguer deux sources de financement de l'entreprise qui donnent lieu à deux types de coûts:

— Le coût des fonds propres, correspondant à la rentabilité exigée par l'actionnaire, et qui égale le prix de l'action et les dividendes espérés, augmentés du prix de revente.

— Le coût de l'endettement qui constitue pour l'emprunteur, le taux qui relie le montant des engagements à celui des annuités de remboursement.

Ce coût réel correspond au taux nominal d'intérêt après impôts (lorsque les frais financiers sont déductibles). Soit:⁽²⁾

$r_e = i(1-t)$ où r_e est le coût réel de la dette, i le taux d'intérêt nominal, t le taux d'imposition.

Il y a donc dans l'entreprise un coût de capital spécifique pour chaque type de ressource sollicitée.

Par ailleurs, le coût d'une structure donnée de capital dépend, de ceux liés à chacune des sources et s'exprime comme une moyenne pondérée des deux. C'est le coût qui établit le seuil minimal de rentabilité des projets d'investissement de même risque que l'entreprise.

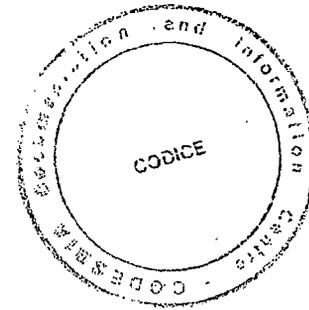
Soient:

K_c , le taux de rentabilité exigé par les actionnaires (coût des fonds propres)

K_D , le taux de rentabilité exigé par le prêteur (coût de la dette)

(1) AIMABLE QUINTAR, RICHARD ZISSWILLER: "THEORIE DE LA FINANCE" GESTION, PUF, 1985, page 150.

(2) Idem. page 151.



Le CMPC ou coût du capital est établi par la formule⁽¹⁾:

$$K = k_c \times \frac{C}{D+C} + K_D \times \frac{D}{D+C}$$

où C et D sont les montants respectifs des capitaux propres et de la dette, $C/(C+D)$ et $D/(D+C)$, les pondérations traduisant leurs poids respectifs dans l'ensemble des ressources de l'entreprise.

Lorsqu'on tient compte de l'impôt et de la déductibilité des frais financiers la formule devient:

$$K = K_c \cdot \frac{C}{V} + K_D (1-t) \frac{D}{V}$$

où V désigne la valeur de l'entreprise, t le taux d'imposition, C/V et $((1-t)D)/V$, les valeurs respectives de marché des fonds propres et de la dette.

Ce coût ainsi défini, et considéré comme le taux de rejet dans le choix des projets d'investissement présentant le même risque que l'entreprise, sera à l'origine de nombreuses théories dans lesquelles, il apparaît soit comme fondement pour les unes, soit le rôle (critère de choix de financement) est contesté par les autres.

2) FONDEMENT ET PRESENTATION DE LA THEORIE TRADITIONNELLE

La politique financière de l'entreprise a pour objectif, la maximisation de sa valeur, donc la minimisation de son coût de capital.

Le choix d'une structure financière optimale dépend donc, du coût des différentes sources de financement qui détermine l'arbitrage entre les fonds propres et l'endettement. Ainsi, choisir une structure de financement optimale, revient à déterminer le ratio endettement/capitaux propres qui minimise le coût global des fonds assimilés à leur moyenne pondérée.

(1) P. VERNIMMEN: "FINANCE D'ENTREPRISE: Logique et politique" FINANCE DALLOZ, 1989, page 214.

Le CMPC détermine à cet effet le niveau de l'endettement optimal, c'est-à-dire celui qui est minimum et maximise la valeur globale de la firme.

A ce niveau, apparaît le fondement de la théorie traditionnelle qui décrit à travers le mécanisme qui suivra, la relation qui lie la valeur de la dette à celle de la firme.

En effet, elle estime à partir de la formule établie du CMPC que plus la dette augmente, plus le risque des actionnaires s'accroît et le marché exige un taux de rentabilité élevé qui annule l'effet positif du recours à l'endettement.

L'entreprise a donc atteint sa structure financière optimale, car au-delà de ce seuil, les gains issus du recours à l'emprunt ne peuvent plus compenser l'accroissement de la rentabilité exigée sur les fonds propres. Ainsi, le coût de capital s'accroît considérablement du fait d'une élévation simultanée des taux exigés par les actionnaires sur fonds propres et sur le supplément de dette.

Il existe donc un niveau pour lequel l'endettement a des effets favorables.

B) THEORIES DE MILLER ET DE MODIGLIANI

Leurs premières analyses consacrent la neutralité de la structure financière. En effet, le coût du capital reste le même pour toutes les sources de financement dans un marché en équilibre et à fiscalité neutre. Il apparaît comme un critère de choix d'investissement et non de financement et par conséquent n'a aucune influence sur la valeur de l'entreprise. Il constitue donc pour P. VERNIMMEN qui rejoint MILLER et MODIGLIANI < < le lien direct qui existe entre les investisseurs industriels et commerciaux et la rentabilité exigée par l'investisseur. > > ⁽¹⁾.

Cependant, dans un contexte nouveau, cette neutralité de la structure financière tend à se modifier.

(1) P. VERNIMMEN "op. cit page 209.

Deux approches sous-tendent les analyses de ces 2 auteurs à savoir, l'approche fondée sur la déduction des frais financiers et celle axée sur la prise en compte de l'impôt sur les sociétés.

Le modèle s'appuie sur certains nombres d'hypothèses et aboutit à la remise en cause des résultats de l'analyse traditionnelle.

Ainsi pour eux, la valeur marchande de l'entreprise est indépendante de son mode de financement.

— Théoriquement, le coût des fonds propres d'une entreprise endettée est égale à celui de l'entreprise non endettée, plus une prime de risque financier atténué par l'économie d'impôts.

— La valeur de l'entreprise endettée est égale à celle d'une entreprise non endettée ayant les mêmes caractéristiques, plus l'économie d'impôt résultant du recours à la dette. Il vient :

$$V_y = V_x + t D_y$$

Généralement l'économie d'impôt est retenue pour sa valeur actuelle.

Les résultats ainsi obtenus conduisent dans une simple logique financière, à s'endetter au maximum pour accroître la valeur de l'économie fiscale liée à l'endettement et partant celle de la firme. Il n'existe donc pas de structure optimale de capital.

Mais elle reste irréaliste, quand elle suppose que toute entreprise a intérêt à être entièrement financée par endettement.

Cependant lorsqu'on prend en compte le fait qu'un fort endettement accroît la probabilité de l'entreprise à ne pas faire face à ses paiements, les relations de **MILLER** et **MODIGLIANI** qui viennent d'être établies se trouvent modifiées par l'apparition des coûts de faillite.

Ainsi, dans l'hypothèse d'une constance de la dette à un horizon infini, la relation entre valeur d'une firme endettée et une non endettée devient:

$$V^{Te} = V^{Tn} + TD \text{ où } TD \text{ est la valeur actualisée au coût de la dette des économies d'impôts sur frais financiers.}$$

L'introduction des coûts de défaillance permet d'obtenir:

$$V^{Te} = V^{Tn} + V_A (T.FF) - (V_A(C.F))^{(1)}$$

Autrement dit, la valeur d'une entreprise endettée en situation de cessation de paiement, est égale à celle de l'entreprise non endettée plus la valeur actualisée de l'économie d'impôts sur frais financiers ($V_A (T.FF)$) atténuée par la valeur actualisée des coûts de faillite.

Dès lors, il devient possible de déterminer une structure optimale à partir du ratio d'endettement optimal, atteint lorsque la valeur actuelle de l'économie d'impôts due à un endettement supplémentaire est juste compensé par une augmentation de la valeur actuelle du coût de dépôt de bilan.

Ces premières analyses ressortent les quatre variables principales qui déterminent une politique de financement de l'entreprise à savoir: le coût du financement, l'imposition, la rentabilité et le risque.

Celles qui suivent permettent de les affiner en accordant une place de choix à la réalité. C'est donc l'apport des théories de signaux et de l'agence.

C) LES THEORIES DE L'AGENCE ET DES SIGNAUX ET LA POLITIQUE FINANCIERE DE LA FIRME

Ces théories reviennent avec beaucoup plus d'intérêt certaines questions de la logique financière, et tentent d'apporter des solutions à quelques uns, plus précisément ceux qui concernent surtout les liaisons entre la valeur de la firme et la structure du capital, la politique d'investissement et la distribution des dividendes.

Comme déjà précisées, elles permettent d'affiner les analyses de **MILLER** et de **MODIGLIANI** en tenant compte de l'asymétrie de l'information d'une part, et des conflits d'intérêts entre les différents partenaires à la vie de l'entreprise d'autre part.

Nous ne nous intéresserons pas à toutes les applications de la théorie de l'agence et des signaux, mais après leur présentation, l'accent sera mis

(1) **GERARD CHARREAUX** *op. cit.* page 210.

sur le cas d'application à la politique financière de l'entreprise.

1) LA THEORIE DES SIGNAUX

La théorie des signaux remet en cause le postulat selon lequel l'information est parfaite et équitablement répartie, car elle n'est pas toujours disponible par tous au même moment. Elle part du fait que les dirigeants de la firme sont les seuls à déterminer les informations privilégiées qu'ils sont tenus de communiquer au marché (investisseurs) sans qu'elles soient erronées, de peur d'encourir des conséquences néfastes.

Il s'agit donc en fait comme le témoigne **A. QUINTART** et **RICHARD ZISSWILLER** << de découvrir un système d'incitation qui pousse les bons dirigeants à communiquer le bon signal et qui dissuade les mauvais d'imiter le message: pour être efficace et pour valider le signal, un tel système doit comporter des intéressements et des pénalités >>⁽¹⁾

Appliquée à la finance de l'entreprise, elle fait apparaître l'endettement ou la structure financière de la firme comme un élément essentiel de la signalisation.

Ainsi, l'accroissement de l'endettement indique au marché, que l'entreprise a des potentialités pour faire face à ses engagements financiers.

Cependant, cette augmentation accroît le risque de l'entreprise et par conséquent conduit à la faillite en cas de mauvais signal et à la perte de l'emploi du dirigeant.

La crainte d'une telle sanction les amène à s'endetter plus ou moins, surtout en tenant compte de la performance de leur firme. Ce niveau d'endettement critique correspond au montant maximum de dettes qu'une entreprise médiocre peut supporter sans tomber en faillite.

Cette théorie comporte deux implications fondamentales:

- Le coût du capital est indépendant des décisions de financement même si chaque firme peut avoir sa propre structure financière.
- Le risque de faillite (pénalité) croît avec le niveau d'endette-

(1) **A. QUINTART** et **R. ZISSWILLER** *op. cit.* page 211.

ment et avec la qualité ou la performance de l'entreprise.

Il existe donc dans ce dernier cas, une relation entre le niveau d'endettement et la valeur de l'entreprise.

La relation d'agence établit, mais sur la base d'une autre hypothèse, un résultat semblable.

2) L'APPORT DE LA THEORIE D'AGENCE

Tout comme la théorie des signaux, elle essaie de relever la théorie où elle a été incapable et permet de trouver des réponses à certaines questions embarrassantes.

L'analyse s'effectuera en trois étapes;

- Définition de la relation d'agence.
- Fondements de la théorie d'agence.
- La politique financière comme mode de résolution des conflits.

2-1 DEFINITION DE LA RELATION D'AGENCE

Les définitions originelles font intervenir implicitement ou explicitement les notions de contrat, de représentation et de délégation.

Ainsi selon **ROSS**, *<< on dira qu'une relation d'agence s'est créée entre deux ou (plusieurs) parties, lorsqu'une de ces deux parties, désignée comme l'agent, agit soit de la part, soit comme représentant de l'autre, désignée comme principal, dans un domaine décisionnel particulier >>*⁽¹⁾

Cette définition restreint la relation d'agence au seul cas où est possible l'identification d'un principal et d'un agent. Par contre, celle de **JENSEN** et de **MECKLING** s'étend à toute forme de coopération, à la seule condition qu'il y ait divergence de points de vue ou d'intérêts entre les parties en présence. A cette condition doit être associée l'incertitude, sans quoi il n'existerait aucun problème d'agence.

La relation d'agence apparaît donc pour ces auteurs comme *<< un contrat dans lequel une (ou plusieurs personnes) a recours aux services d'une autre personne*

(1) **GERARD CHARREAUX, ALAIN COURET, PATRICK JOFFRE et AUTRES "DE NOUVELLES THÉORIES POUR GÉRER L'ENTREPRISE"** gestion, *Economica*, 1987, p 24.

pour accomplir à son nom une tâche quelconque, ce qui implique une délégation de nature décisionnel à l'agent. >> (1)

A travers ces deux définitions, la relation d'agence s'applique aisément aux rapports qui existent entre les divers auteurs de la vie de l'entreprise. La théorie de l'agence trouve ainsi dans ces rapports son fondement.

2-2 LES FONDEMENTS DE LA THEORIE DE L'AGENCE

La théorie de l'agence remet en cause le postulat classique selon lequel, la firme est représentée par un acteur unique. Dans les formes organisationnelles modernes, l'on note une séparation entre les fonctions de propriété et de direction, surtout dans celles à capital diffus où le dirigeant n'a qu'une infime part ou presque pas dans le capital social de la firme.

La théorie d'agence se base sur le fait qu'il existe une divergence d'intérêts entre les actionnaires (propriétaires de la firme) qui recherche la maximisation de la valeur de leur patrimoine, et les dirigeants (mandataires des actionnaires) qui quant à eux, veulent accroître leur rémunération et avantages pécuniers ou non.

Elle se fonde sur l'analyse des conflits potentiels qui existent entre le mandant et le mandataire.

Appliquée à la finance d'entreprise, **JENSEN** et **MECKLING** identifient quatre sources de conflits entre actionnaires et dirigeants à savoir:

- Contradiction entre l'objectif de maximisation de l'utilité du dirigeant et l'objectif de maximisation de la richesse des actionnaires.
- Les dirigeants entreprennent des investissements moins risqués et non souhaitables par les actionnaires.

(1) **GERARD CHARREAUX, ALAIN COURET, PATRICK JOFFRE et AUTRES** *op. cit.*, p 24.

- L'horizon limité des dirigeants dans l'entreprise
- L'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires

Par ailleurs, il existe de nombreux modes de résolution de ces conflits qui entraînent de nouveaux différends et des coûts d'agence qui s'ajoutent à ceux liés à l'existence ou à l'éventualité même de ces conflits.

La théorie de l'agence, à travers ces modes de résolution de conflits, apporte des solutions ou des réponses à plusieurs problèmes de finance de l'entreprise.

2-3 LA POLITIQUE FINANCIÈRE COMME MODE DE RÉOLUTION DES CONFLITS ENTRE ACTIONNAIRES, DIRIGEANTS ET CRÉANCIERS DE L'ENTREPRISE

Il s'agit essentiellement de la résolution des conflits par le recours à l'endettement. - Deux cas sont à distinguer:

- Le cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants
- Le cas de conflits entre les actionnaires et les dirigeants d'une part, et les créanciers d'autre part.

2-3-1 L'endettement comme mode de résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants

Dans ce type de rapport, l'endettement permet de concilier les objectifs des deux parties dans la mesure où, il augmente la valeur globale de la firme et apparaît comme un facteur d'incitation à la performance pour les dirigeants qui visent à conserver leurs rémunérations, leurs avantages.

Le risque de faillite qui s'accroît avec le risque de l'entreprise, constitue une menace suffisante pour conduire à une gestion efficace.

Sous un autre angle, le recours à l'endettement limite les prélèvements de la part des dirigeants qui auront à faire face à des remboursements

et à des frais financiers élevés.

Il permet donc de maximiser la valeur de la firme. Cependant, l'émission de la dette engendre un autre conflit entre les créanciers ou prêteurs d'un côté, et les actionnaires et dirigeants de l'autre.

2-3-2 Résolution des conflits entre actionnaires et dirigeants d'une part et créanciers d'autre part.

Le recours à l'endettement entraîne un autre conflit entre les actionnaires, dirigeants et créanciers.

Deux sources de conflits peuvent être identifiées.

a) L'accroissement du risque de l'entreprise.

Les fonds propres représentent pour les actionnaires une option d'achat sur les actifs de l'entreprise, dont le prix d'exercice correspond à la valeur de remboursement de la dette à l'échéance.

Ainsi, plus la valeur de remboursement de la dette est faible, et plus le risque des actifs et la valeur de l'entreprise sont élevés, plus la valeur des fonds propres est aussi élevée. Les autres créanciers se trouvent donc lésés.

b) L'investissement sous-optimal

Les dirigeants et actionnaires sont attirés par des investissements risqués qui accroissent la valeur des fonds propres au détriment de l'endettement, quitte à ce que l'on ne cherche pas à maximiser la valeur de l'entreprise.

Face à ces deux situations qui affectent le montant de la dette, les créanciers peuvent se couvrir de ce risque par de nombreuses pratiques à savoir:

— La conversion des obligations qui leur permet de devenir actionnaires et de bénéficier des mêmes avantages.

— Les clauses de sauvegarde qui obligent des nantissements sur le financement de certaines immobilisations, la limitation du versement des dividendes à un minimum de l'actif pendant la durée des créances, la

restriction d'émission de nouveaux emprunts ou le plafonnement de l'endettement, la fixation d'échéancier et la clause de remboursement à C.T.

Toutes ces mesures visent à atténuer le risque de l'entreprise et évitent une dévalorisation de la dette.

Au terme de cette analyse, les solutions suggèrent plusieurs remarques et conclusions:

— Toutes les parties à la vie de l'entreprise tirent profit de l'endettement. Implicitement et contrairement à la position de **MILLER** et de **MODIGLIANI**, les décisions d'investissement ne sont pas tout à fait indépendantes des décisions de financement.

— L'endettement entraîne non seulement des coûts de faillite (coûts de réorganisation) susceptibles de modifier le coût et la structure du capital mais aussi des coûts d'agence (coûts de surveillance et d'obligation) qui sont de nature à affecter la valeur de l'entreprise.

En somme, les théories de l'agence et des signaux aboutissent à une reformulation des conceptions financières classiques, notamment en ce qui concerne la politique d'endettement et la valeur de l'entreprise. Elles reposent en fait le problème de la structure financière optimale, en démontrant qu'il y a une relation entre la valeur de l'entreprise et le niveau de ses dettes.

Ainsi, les hypothèses évoquées par **MILLER** et **MODIGLIANI** (capacité d'endettement), la présence d'impôt sur les revenus, le prétexte des marchés imparfaits ou incomplets, l'argument du rationnement du capital, la menace des coûts de faillite, sont des justifications plausibles, mais ne fournissent pas une explication rigoureuse à la politique d'endettement de la firme.

L'on comprend dès lors, pourquoi les entreprises ne s'endettent pas autant que possible grâce à leurs économies d'impôts, pourquoi certaines s'endettent plus que d'autres.

L'essentiel de ces théories consacrent sans le situer, l'existence d'une structure optimale du capital en se bornant d'établir une relation entre le

niveau de l'endettement et la valeur de l'entreprise.

Cette relation suscite par ailleurs pour le candidat plusieurs interrogations parmi lesquelles, celle de savoir si cette valeur ferait l'objet d'un indicateur fiable de structure financière, ou pourrait être utilisé à C.T. dans la détection ou la prévision des difficultés de l'entreprise.

SECTION II L'ÉVALUATION ET L'ANALYSE DE LA DÉFAILLANCE DE L'ENTREPRISE

Le processus d'évaluation tout comme celui de la défaillance passe par plusieurs phases.

Pour le premier, il s'agit des différentes opérations à mettre en oeuvre pour aboutir à une valeur reflétant les caractéristiques propres de l'entreprise, alors que pour le second, elles présentent l'évolution des situations (difficultés) qui peuvent concourir à sa disparition.

Dans les deux cas, le rôle du diagnostic paraît indéniable dans la mesure où, il permet de relever les forces ou les performances de la firme d'une part, et les éventuelles causes ou origines des difficultés présentes ou futures d'autre part .

Si l'analyse de la défaillance s'appuie sur le diagnostic financier, il constitue pour l'évaluation un des grands axes d'un diagnostic général qui vise à déterminer les forces et les faiblesses de l'entreprise.

C'est alors ici que peut se situer le lien pratique entre l'évaluation et l'analyse de la défaillance.

Le diagnostic financier, tel que mené dans une optique d'évaluation met l'accent sur la rentabilité économique et financière, le risque (d'exploitation, financier ou de faillite) apparaissant comme un élément minorant de la valeur dont la maximisation reste l'objectif principal des actionnaires et des dirigeants.

Toutes les méthodes d'évaluation intègrent cette démarche dans leurs processus de mise en oeuvre ou dans les schémas qu'elles offrent. Ainsi elles s'appuient pour la plupart sur les grandes masses (capitaux propres, résultats, cash-flows, autofinancement etc...) et dont l'analyse permet de

situer les difficultés de la firme. Si cette mission peut incomber à l'évaluation financière, son efficacité et son aptitude, dépendent beaucoup plus de la nature et de l'objectif qu'elle assigne au diagnostic financier, de la façon dont il est mené et surtout de la capacité de ce diagnostic à anticiper, comprendre et expliquer les situations de déséquilibre, leurs origines et effets (menaces) sur la poursuite de l'activité de la firme.

Un examen des causes de la défaillance et de la place du diagnostic dans le processus d'évaluation et de la défaillance nous permettrons de mieux cerner les contours de l'analyse que nous proposons de mener par la suite.

A) PRINCIPALES CAUSES DE LA DEFAILLANCE

La défaillance d'une entreprise est un processus cumulatif de difficultés dont l'aboutissement traduit la cessation d'activité ou de paiements.

Ainsi c'est pour J.F. MALECOT << un ensemble de situations qui concourent à sa disparition du fait de graves difficultés financières >>.⁽¹⁾

Français MADER, dans une étude réalisée au CREDIT NATIONAL en France sur 50 entreprises en faillite ressort les points saillants d'une lente marche vers la défaillance⁽²⁾:

- Regression de leur part de marché
- Difficultés de réception dans leurs prix de vente de la hausse des matières premières,
- De nouvelles embauches à 3 ans de leur disposition,
- Des frais financiers accentués les deux dernières années,
- Des provisions importantes juste avant la faillite,
- Enregistrement des pertes sur une moyenne de 5 ans,
- Des investissements toujours croissants,
- Fonds de roulement nets insuffisants les trois dernières années

(1) J.F. MALECOT " LES DEFAILLANCES D'ENTREPRISE: un essai d'explication " REVUE FRANCAISE DE GESTION, Sept. Oct. 1981 page 10 .

(2) J. BRILMAN: "GESTION DE CRISE ET REDRESSEMENT D'ENTREPRISE" ED¹ HOMMES ET TECHNIQUES, Paris 1985 page 43.

(par rapport aux besoins en fonds de roulement).

— Endettement élevé, surtout les deux dernières années.

Il existe de nombreuses études portant sur l'évolution des défaillances d'entreprises qui précisent les caractéristiques causales de certains facteurs ou permettent de mieux définir les causes de la défaillance.

L'on peut relever trois grands groupes de facteurs à savoir l'évolution du marché, la structure de financement, les conditions de gestion de l'entreprise par ses dirigeants, tel que reporté par le tableau suivant, faisant état des causes les plus fréquentes.

TABLEAU 11:

CAUSES PRINCIPALES DE FAILLITE

1	-	Défaillance des clients
2	-	Stocks trop importants
3	-	Suppression des concours bancaires
4	-	Décès ou maladie de l'animateur de l'entreprise
5	-	Frais de personnel trop élevés
6	-	Mauvaise comptabilité: ignorance de prix de revient
7	-	Baisse du chiffre d'affaires due à la conjoncture
8	-	Mauvaise organisation de l'entreprise
10	-	Manoeuvres malhonnêtes ou déloyales dont est victime l'entreprise

Source: Bulletin n° 73 de la Caisse Nationale des marchés de l'Etat, 1977⁽¹⁾

Ces trois groupes de facteurs expriment ce que l'on peut concevoir par filière de la défaillance. Ainsi **J. F. MALECOT** distingue:

La filière de marché qui considère comme particulièrement explicatif, l'évolution conjoncturelle de l'activité économique et la modification des

(1) *J. F. MALECOT Loc-cit page 11.*

structures de marchés les rôles peuvent être défavorables.

— La filière de l'endettement qui préconise comme facteur de risque la faiblesse des capitaux propres et obère l'avenir de l'entreprise dans la mesure où une part croissante de ses flux de fonds sont affectés aux remboursements financiers dans une politique d'investissement ambitieux.

— La filière management qui accorde une place prépondérante à la défaillance de la gestion des dirigeants, caractérisée par des erreurs de gestion, le manque d'expérience, l'incompétence, etc...

B) RÔLE ET PLACE DU DIAGNOSTIC DANS LE PROCESSUS D'ÉVALUATION ET DE LA DÉFAILLANCE DE L'ENTREPRISE

L'évaluation financière et l'analyse de la défaillance de l'entreprise sont deux opérations qui, ensemble visent:

— La détection des forces et faiblesses de la firme (cas de l'évaluation)

— L'identification des situations de déséquilibre ou menaces (facteurs de risque) qui pèsent sur l'entreprise, capables d'hypothéquer sa survie.

— La mise en évidence de facteurs explicatifs des difficultés relevées .

Ces trois objectifs ne peuvent être atteints qu'à partir d'un diagnostic comptable et financier d'une part, et stratégique d'autre part.

Dès lors, l'importance de ces deux types de diagnostic n'est plus à démontrer, et les rôles indéniables comme nous l'avons déjà précisé.

1 LE DIAGNOSTIC COMPTABLE ET FINANCIER

Le diagnostic financier repose sur des informations comptables et financières, obtenues à partir des publications légales (bilan, comptes d'exploitation, etc...). Elles sont tirées des comptes, dont l'établissement n'est pas toujours conforme aux règles et principes

comptables qui régissent leur élaboration.

Elles doivent donc être retraitées pour fournir l'information fiable.

A cet égard, le diagnostic comptable a dans l'évaluation financière de l'entreprise aussi bien dans l'analyse de la défaillance, un rôle essentiellement traducteur, correcteur et vérificateur.

Traducteur, parce qu'il permet de traduire en termes monétaires et financiers, les éléments majorants et minorants de la performance de l'entreprise.

Correcteur et vérificateur, car il permet de proposer sur la base des états obtenus, des ajustements nécessaires pour garantir la fiabilité des données ou des informations, qui entrent dans la détermination des résultats de référence à prendre en compte dans la mise en oeuvre des méthodes d'évaluation ou dans la construction d'indicateurs de risque de défaillance.

Ainsi **J. RAFFEGEAU** et **F. DUBOIS**⁽¹⁾ lui assignent cinq objectifs dans le processus d'évaluation:

- Fiabiliser les valeurs comptables, reconnues comme base de discussion entre l'acheteur et le vendeur.
- Attester certains redressements techniques, rendus nécessaires par des règles comptables ou fiscales.
- Attester la situation comptable de l'entreprise avant toute revalorisation.
- Attester la qualité des résultats de référence qui seront utilisés.
- Vérifier de manière approfondie un aspect de l'entreprise contractuellement prévu dans la transaction (garantie du passif).

Le diagnostic comptable donne au diagnostic financier et à l'analyse financière, les moyens d'opérer une étude des différentes masses de référence, afin de caractériser ou déceler les éléments (atouts ou faiblesses) susceptibles de modifier l'activité de la firme et les courbes d'évolution de ses résultats dans l'avenir.

Dans tous les cas, sans aucune confusion entre l'analyse comptable

(1) **J. RAFFEGEAU** et **F. DUBOIS**, *op. cit.*, page 27.

et l'analyse financière, il faut pouvoir comprendre les informations fournies par la comptabilité pour mieux les utiliser et les interpréter.

2) LE DIAGNOSTIC STRATEGIQUE

Le diagnostic stratégique, par rapport à l'importance que lui accorde l'analyse de la défaillance et l'évaluation stratégique, a dans l'évaluation financière un rôle très limité.

En effet, si l'analyse stratégique joue un rôle d'appoint au diagnostic comptable et financier dans la compréhension et l'explication des déséquilibres et des difficultés de l'entreprise, elle est dans le cadre d'une évaluation financière, axée sur un examen en termes de forces et faiblesses des différents rapports de la firme avec son environnement (situation du marché par rapport au marché de l'entreprise, le développement de l'activité, de la technologie et des produits de la firme par rapport à son environnement, la position concurrentielle etc...)

L'évaluation stratégique quant à elle s'intéresse à un diagnostic stratégique intégral, dans toutes ses dimensions, c'est - à - dire portant non seulement sur une analyse de l'environnement, mais aussi sur une évaluation de la stratégie de l'entreprise.

En somme, le diagnostic mené à des fins d'évaluation a un objectif précis et limité, par rapport à celui effectué aux besoins de toute analyse fondée sur la détection, la compréhension et l'explication des difficultés d'une entreprise.

Cependant, l'on note pour chacune de ces opérations, l'importance relative accordée à un certain type de diagnostic. Ainsi:

- L'évaluation financière met un accent tout à fait particulier sur le diagnostic comptable et financier.
- L'évaluation stratégique se fonde sur un diagnostic stratégique complet.
- L'analyse de la défaillance s'intéresse pour sa part, à un diagnostic comptable, financier et stratégique dans la mise en évidence des facteurs explicatifs de son processus.

Revenant au cadre de l'évaluation financière, le diagnostic financier mené, poursuit un seul but à savoir, celui de la maximisation de la valeur de la firme.

Cette hypothèse dépend essentiellement de la rentabilité des capitaux investis et du niveau de risque supporté, par l'entreprise. Cet objectif intègre celui de l'évaluation du risque de faillite, dans la mesure où il existe entre les deux une relation positive qui s'exprime par le fait que, la valeur augmente avec le risque de faillite et chute dès lors que survient cette faillite (chute due à l'apparition des coûts de faillite).

Ainsi donc, diagnostic de la rentabilité et diagnostic de risque, constituent les deux grands axes du diagnostic financier dans le processus d'évaluation et permettent dans une certaine mesure une analyse des difficultés de la firme.

C) ANALYSE DES DIFFICULTES DE LA FIRME PAR LES MODELES D'EVALUATION

Cette analyse s'appuie d'une part, sur la qualité et l'aptitude du diagnostic financier aux fins d'une évaluation et d'autre part, sur l'utilisation des formules mises en oeuvre ou établies dans le cadre de chaque modèle d'évaluation pour rendre compte des difficultés de la firme.

1) LE DIAGNOSTIC DE LA RENTABILITE ET L'ANALYSE DE LA RENTABILITE DES CAPITAUX INVESTIS.

Le diagnostic de la rentabilité constitue la première étape de tout diagnostic financier. L'évaluation financière l'utilise dans le but général de la mesure de la performance de l'entreprise, c'est-à-dire, son aptitude aux conditions actuelles d'exploitation, d'assurer la poursuite de l'activité et la mise en évidence des situations qui sont susceptibles de modifier dans l'avenir, les courbes d'évolution des activités et des résultats courants obtenus dans le passé.

Le diagnostic de la rentabilité offert par l'évaluation est axé sur un

examen de la structure de l'exploitation et sur le rendement de la firme.

1-1 LA STRUCTURE DE L'EXPLOITATION ET LA RENTABILITE ECONOMIQUE DE L'ENTREPRISE

Etudiée à partir d'une évolution sur plusieurs années des résultats à différents niveaux de formation, la structure de l'exploitation doit pouvoir fournir des indications sur le développement de l'activité de la firme, sur la maîtrise des coûts et la répartition du revenu de manière à répondre aux questions suivantes:

- Le déroulement de l'activité à travers l'évolution passée permet-il d'espérer une croissance?
- La maîtrise des coûts globaux ou par nature de charge et leur répercussion dans les ventes sont-elles assurées?
- Quelle est la part de l'autofinancement et des dividendes dans la répartition du revenu?

La pratique consiste donc à appuyer l'analyse du tableau de formation du résultat établi sur plusieurs exercices en calculant d'une part, les pourcentages d'évolution entre deux années et d'autre part, les ratios de structure rapprochant chaque élément du résultat à la production ou au chiffre d'affaires de l'exercice, par une batterie de ratios caractérisant l'activité, les marges et le rendement calculé pour chacune des années.

Cette analyse de la structure de l'exploitation permet à l'évaluation de mesurer la rentabilité économique de l'affaire, qui constitue une des variables fondamentales dans l'explication du taux de rentabilité des fonds propres.

Mais utilisée de cette façon, elle ne permet pas de mieux diagnostiquer ce taux de rentabilité car, elle se base sur la seule rentabilité économique, ignorant d'autres facteurs tels que, le coût de la dette et le ratio d'endettement qui permettent tout aussi bien de l'expliquer.

Par conséquent, elle ne favorise pas une meilleure évaluation du risque financier, fonction du risque d'exploitation, du niveau de l'endettement et du risque lié à l'évolution du coût de la dette et de la fiscalité.

Cette lacune paraît préjudiciable à l'analyse des difficultés de l'entreprise, lorsqu'on a à l'esprit, la propension des firmes à s'endetter pour financer leur croissance et quand on sait que l'effet de levier financier accroît la rentabilité des capitaux propres mais, en contrepartie entraîne une augmentation du risque financier.

L'analyse du rendement tente de pallier ces insuffisances.

1-2 LE RENDEMENT ET LE RISQUE D'EXPLOITATION

Le rendement est un élément important de l'appréciation de la valeur de l'entreprise dans une optique de cession ou de poursuite de l'activité.

Elle s'analyse à partir d'une distinction entre rendement d'exploitation et rendement hors exploitation d'une part, et du comportement au moyen d'une comparaison pluriannuelle des masses de référence telles que, les résultats nets de dividendes, le résultat économique avant frais financiers et après impôts, le cash-flow, l'autofinancement etc... qui sont autant d'éléments qui établissent le lien entre le résultat et le niveau d'activité d'autre part.

Cette étude est le plus souvent menée à partir d'un tableau de synthèse et des flux financiers, qui met en relation le cycle d'investissement et celui du financement de l'entreprise.

Cette démarche conduit dans une certaine mesure à une évaluation du risque d'exploitation, qui constitue comme nous l'avons indiqué un élément essentiel dans l'appréciation du risque financier.

Ce risque d'exploitation traduit donc la sensibilité du résultat d'exploitation à une variation du niveau d'activité, et peut s'exprimer à travers l'élasticité du résultat d'exploitation par rapport au niveau d'activité Soit:

$$\frac{\Delta X}{X} / \frac{\Delta P}{P}$$

où X est le résultat d'exploitation, P le niveau d'activité traduit par le chiffre

d'affaires, la production etc...

Le risque financier peut aussi s'estimer à partir de cette relation, à condition de supposer les charges financières comme fixes et de ne retenir que le résultat après prise en compte des frais financiers.

En définitive, le diagnostic de la rentabilité tel que proposé par l'évaluation, permet de rendre compte de l'évolution de l'activité de la firme et ceci dans la mesure où, elle insiste sur sa rentabilité financière pour mesurer sa performance.

Pour mieux rendre compte de la situation, les analyses doivent être comparatives (entre entreprises de la branche ou en rapport aux normes sectorielles).

Toutefois, elle ne néglige pas l'analyse du risque de faillite qui entre aussi en ligne compte car, la performance d'une firme se mesure aussi bien par sa capacité à faire face à ses engagements et à ses frais financiers, et surtout parce que la vie financière de toute entreprise reste soumise aux 2 contraintes fondamentales de solvabilité et de rentabilité.

2) MODELES D'EVALUATION ET ANALYSE DU RISQUE FINANCIER.

Le troisième point du diagnostic financier dans le processus d'estimation de la valeur de l'entreprise, repose sur l'équilibre financier.

Généralement, dans le cadre de l'évaluation financière de l'entreprise, il est apprécié grâce à une analyse statique du bilan à partir de trois équations fondamentales, qui caractérisent l'évolution de la structure financière de la firme étudiée par comparaison entre un bilan récent et ceux des années précédentes.

Ces équations reposent sur les formules de fonds de roulement, de besoin en fonds de roulement et de trésorerie, dont les variations d'une date à l'autre intéressent l'analyse par le flux, qui vient en complément de celle de l'équilibre financier et s'avère encore plus significative, lorsque replacée dans le contexte des flux de plusieurs exercices.

Cet instrument d'analyse du risque (risque financier) qu'est le fonds de roulement et sur lequel se fonde l'évaluation financière, se trouve contestée de nos jours par de nombreux auteurs qui l'estiment dépassé. Par ailleurs, les modèles d'évaluation offrent des formules de valeur de l'entreprise, qui peuvent être utilisées seules, ou comme support à d'autres instruments pour tenter d'analyser les difficultés de l'entreprise.

Il revient à retenir pour chaque modèle d'évaluation, les méthodes ou les éléments susceptibles de caractériser la structure financière de toute entreprise, et dont l'analyse des formes d'utilisation ou d'appréciation permettra de mesurer la capacité relative de chacun d'entre eux à situer les difficultés de l'unité considérée.

Il s'agira en fait d'une analyse en termes de risque de faillite.

2-1 L'APPROCHE PATRIMONIALE DU RISQUE DE FAILLITE

L'approche patrimoniale se fonde sur la notion de valeur patrimoniale et repose sur une conception de l'équilibre financier issue de l'analyse statique du bilan et sur un examen de la structure financière de l'entreprise.

Elle s'articule autour de l'analyse de la solvabilité, de la liquidité et de l'exigibilité, qui constituent quelques uns des points saillants du diagnostic financier dans le processus d'évaluation.

2-1-1 Les grandes masses et l'évaluation du risque financier

Le modèle d'évaluation patrimonial offre comme instrument d'analyse, l'actif net, le fonds de roulement et l'utilisation des ratios de structure.

2-1-1-1 L'actif net et le risque d'insolvabilité

La solvabilité se mesure par la capacité d'une entreprise à faire face à ses engagements au moyen de son actif disponible.

Le risque d'insolvabilité apparaît donc pour une entreprise comme, le risque de présenter des dettes dont le montant est supérieur à celui de ses

actifs, considérés comme gages pour ses créanciers..

Lorsque l'entreprise se trouve dans une telle situation où il lui est impossible d'éteindre son passif exigible avec son actif disponible, elle flaire

la défaillance si les dirigeants ou les banquiers ne volent pas à son secours par des apports de fonds supplémentaires nécessaires à sa couverture. Ceci revient à dire que, les risques d'insolvabilité ou de défaillance ne sont pas toujours liés, car l'insolvabilité n'entraîne pas obligatoirement la cessation de paiements.

Pour évaluer ce risque d'insolvabilité, l'analyse patrimoniale s'intéresse à la constitution et à l'évaluation des actifs et des passifs afin d'appréhender la différence entre leur valeur et le montant des dettes.

Cette démarche privilégie donc l'actif net, qui permet l'appréciation du patrimoine de l'entreprise auquel s'intéresse non seulement, ses dirigeants et ses propriétaires, mais aussi ses créanciers.

Les instruments d'analyse varient selon qu'il s'agisse d'une évaluation dans une optique de poursuite de l'activité, ou de liquidation.

a) Evaluation dans une optique de poursuite de l'activité

La notion d'actif net doit permettre d'évaluer la surface financière de l'entreprise.-

A cet effet, l'on retiendra:

- Les capitaux propres
- La situation nette
- Les fonds propres

Les capitaux propres

Ils résultent de l'actif net comptable, c'est à dire de la différence entre l'expression comptable des éléments d'actif et du passif de l'entreprise, et correspond au capital augmenté de l'ensemble des primes, écart et réserves, du report à nouveau, du résultat de l'exercice avant répartition, des subventions d'investissements et des provisions réglementées.

Toutefois, certains éléments peuvent être affectés par des mesures fiscales (dettes ou créances fiscales latentes).

Les fonds propres

Ils se composent en plus des capitaux propres, des titres participatifs et des avances conditionnées.

b) Evaluation dans une optique de liquidation

Pour mesurer le risque d'insolvabilité dans ce cas, l'on se place dans une optique liquidative. Ce raisonnement paraît intéressant dans la mesure où, l'ensemble des biens de l'entreprise sont vendus pour désintéresser les créanciers et surtout, qu'ils sont bradés dans la plupart des cas.

Le montant des ressources propres ou d'actif net corrigé permet de se rapprocher de la véritable surface financière de la firme, en prenant en compte les valeurs réelles des actifs en cas de liquidation.

Son processus de détermination a été largement exposé au cours de la première partie (cf. chap II).

c) Appréciation du risque d'insolvabilité

Généralement, l'analyse de la solvabilité s'effectue en rapportant l'actif net corrigé ou l'actif net comptable au montant des engagements (total du passif). De préférence, il doit être supérieur au tiers du passif soit:

$$\text{Actif corrigé ou actif comptable} > \frac{1}{3} \text{ passif}$$

Malgré les difficultés liées à l'évaluation réelle de certains actifs et à l'absence de normes, elle constitue un élément important de l'appréciation du risque de faillite.

Toutefois l'actif net positif apparaît comme une norme.

2-1-1-2 Le fond de roulement et le risque de défaillance

Le risque de défaillance ou de cessation de paiement, peut se définir comme étant, celui pour une entreprise de se trouver dans l'impossibilité de faire face à son passif exigible avec son actif disponible.

Pour l'évaluer, l'on fait appel à l'analyse du fonds de roulement, basée sur le respect de la règle minimum de l'équilibre financier et qui consiste à rapprocher et à comparer l'exigibilité et la liquidité, respectivement des éléments du passif et de l'actif.

Les notions d'exigibilité et de liquidité se fondent sur les échéances de paiements, et se réfèrent par convention aux critères de classement des postes du passif et d'actif selon que le paiement est imminent, ou que la transformation est sans délai et sans perte de valeur.

Cependant, connaître la signification du fonds de roulement s'avère nécessaire pour mieux appréhender son rôle d'indicateur de risque.

a) La règle d'équilibre minimum et la signification du fonds de roulement

L'analyse liquidité-exigibilité énonce la règle suivante pour faire face aux engagements de l'entreprise: *<< les ressources utilisées pour financer un actif ou un emploi (immobilisation, stock ou créance) doivent rester à la disposition de l'entreprise pendant une durée au moins égale à celle de l'actif. >>*⁽¹⁾

Ainsi, les immobilisations doivent être financées par des capitaux permanents et l'actif circulant par les ressources ou dettes à C.T.

La réalisation ou le respect de cet équilibre, simple soit-il, suppose une coïncidence entre échéances des actifs et passifs, qui n'est pas toujours observée pour les différents postes du bilan à moins d'un an pour des raisons diverses:

- Les pertes de valeurs de certains actifs (cas des créances irrécouvrables ou de stocks invendables).
- Le ralentissement de l'activité se traduisant par une baisse des ventes

(1) G. DEPALLENS et J. P. JOBARD "GESTION FINANCIER DE L'ENTREPRISE" SIREY, 1990, page 271.

— Les délais de paiements clients très longs, qui expriment une rotation très lente des stocks.

— Les délais fournisseurs très courts, signe d'une rotation accélérée des éléments du passif.

Pour toutes ces raisons, l'entreprise doit disposer d'une marge de sécurité lui permettant de couvrir les éventuels risques, et d'assurer le respect des différentes échéances qui l'interpellent. Le fonds de roulement constitue donc cette marge de sécurité.

Il apparaît comme la différence entre d'une part, les capitaux permanents et les immobilisations et d'autre part l'actif circulant et les dettes à C.T.

Le fonds de roulement signifie à cet égard, que l'entreprise dispose d'une marge de sécurité qui puisse lui permettre sans difficultés de faire face à ses échéances, puis d'assurer la pérennité de l'équilibre de ses structures financières.

Ainsi, la règle d'équilibre est une règle minimum.

b) Appréciation du risque de défaillance

Le fonds de roulement, de par sa signification constitue un indicateur de risque de défaillance, car il permet de porter un jugement sur la situation financière de l'entreprise. Il doit être positif pour traduire la capacité de cette dernière à honorer ses engagements à C.T. quel que soit l'aléa qui survient.

Le fonds de roulement propre peut également être utilisé comme instrument de mesure du risque et défini comme suit:

Fonds de roulement propre = capitaux propres - Actif immobilisé ou

Fonds de roulement propre = Actif circulant - dettes totales

Son utilisation est limitée par l'inexistence du niveau optimal de ce fonds.

2-1-1-3 L'utilisation des ratios

Le diagnostic financier en matière d'évaluation financière

prévoit pour l'analyse de la structure de l'exploitation de l'entreprise étudiée, l'utilisation d'une batterie de ratios en complément au tableau de formation des résultats.

En dehors de ceux résumant l'activité, les marges et le rendement, le modèle d'évaluation patrimonial met un accent particulier sur les ratios de structure qui permettent tout aussi de porter un jugement sur la situation financière de la firme.

C'est ainsi qu'ils viennent en appui de l'analyse du FDR dans l'évaluation du risque de faillite.

L'approche patrimoniale retient donc 4 ratios caractéristiques de la situation de l'entreprise:

— Le ratio de liquidité générale: $(\text{Actif circulant})/(\text{Dettes à C.T.})$ permet d'apprécier la couverture des dettes à C.T. par l'actif circulant. Il doit être supérieur à 1 pour assurer un FDR positif.

Il peut être aussi calculé en insistant sur le caractère certain de l'actif circulant, soit en apportant des éléments plus liquides aux dettes à C.T. D'où:

Ratio de liquidité réduite = $(\text{Actif circulant} - \text{stocks})/(\text{Dettes à C.T.})$

Ratio de liquidité immédiate = $(\text{Titres de placements et disponibilités})/(\text{Dettes à C.T.})$

Ils ont souvent peu de signification, car la mesure du degré d'exigibilité ou de liquidité est souvent grossière.

Comme pour les indicateurs précédents, il n'existe aucune norme, sauf des normes sectorielles.

Par ailleurs, le ratio d'autonomie financière $((\text{DLMT}(\text{exigibles à plus d'un an}))/(\text{capitaux propres}))$ est aussi un critère de risque de faillite. Mais la capacité d'une entreprise à s'autofinancer ne peut véritablement s'apprécier qu'à partir d'une approche par les flux.

L'évaluation patrimoniale apparaît donc comme un modèle privilégiant l'analyse du risque des créanciers, par rapport au risque d'exploitation, préoccupation principale des dirigeants.

Ce caractère tient à la conception qu'elle a de l'entreprise, à savoir,

une entité juridique, possédant un patrimoine avant d'être une unité de production.

Par contre, l'approche par les flux offre un schéma tout à fait différent.

2-2 LA DEFAILLANCE PAR LES FLUX

Le modèle par actualisation des flux, propose d'estimer la valeur d'une entreprise à partir des éléments et des masses de référence telles que, les bénéfices, les dividendes, le cash-flow ou l'autofinancement etc..., dont certaines sont utilisées dans les tableaux de flux de fonds pour diagnostiquer l'évolution du risque de faillite en fonction de deux aspects que sont: la politique de financement de l'investissement et la capacité de remboursement (ou d'endettement) de la firme.

S'agissant de ces tableaux de flux, il en existe plusieurs, mais il sera question de ne retenir que ceux qui mettent en évidence ou remettent en cause le fondement sur un élément de la détermination de la valeur de l'entreprise.

Ainsi, les variables principales sur lesquelles nous attarderons notre analyse sont la capacité d'autofinancement ou l'autofinancement.

Dans quelle mesure permettent-elles de diagnostiquer l'évolution du risque de faillite?

2-2-1) Capacité d'autofinancement, indicateur de risque de faillite

Dans sa définition la plus courante, elle indique la capacité ou l'aptitude pour une entreprise de réaliser des investissements entièrement couverts par des fonds propres, c'est - à - dire des ressources générées par son exploitation courante.

Elle est utilisée dans la présentation orthodoxe du tableau de financement aux fins de diagnostic et calculée de deux manières différentes⁽¹⁾:

— A partir du résultat net

Résultat net

- + Valeur comptable des immobilisations cédées
- produits des cessions d'immobilisations
- + dotations aux amortissements (Charges calculées)
- + dotations aux provisions (charges calculées)
- reprises des dotations aux provisions (produits calculés)
- quote - part des subventions virées au compte de résultat

= Capacité d'autofinancement

(1) GERARD CHARREAUX *op. cit.* pages 397 et 398.

— **A partir de l'EBE**

Excédent brut d'exploitation

- + Transferts des charges d'exploitation
- + Autres produits d'exploitation (encaissés)
- Autres charges d'exploitation (décaissées)
- ± Quote - part de résultats sur opération faites en commun
- + produits financiers (sauf reprises de provisions)
- Charges financières (sauf dotations)
- + Produits exceptionnels (sauf cessions, quote - part de subvention et reprises de provisions).
- Charges exceptionnelles (sauf valeur nette comptable des cessions et dotations sur les éléments exceptionnels)
- Participation des salariés
- Impôts sur les bénéfices

= Capacité d'autofinancement

Cependant, la formule approximative est souvent utilisée:

Capacité d'autofinancement (C.A.F) = Bénéfice + dotations aux amortissement et provisions.

A partir donc de ces relations, la capacité d'autofinancement favorise une analyse de l'évolution de la couverture des investissements et de la capacité de remboursement des dettes stables, à l'aide des ratios qu'elle permet de construire.

2-2-1-1 Analyse de la politique de financement par la C.A.F

Quatre ratios élaborés à partir de la C.A.F apprécient la couverture globale des emplois stables par les ressources stables. Il s'agit de:

- (solde flux sur financement propres + Solde flux sur endettement stable)/(Investissements)
- (Solde flux sur financement propres + solde flux sur endettement stable)/(Investissements + variation du BFDR d'exploitation)

- (solde flux sur financement propres)/(Investissements)
- (Solde flux sur financements propres)/(Investissements + variation du BFDR d'exploitation),

avec solde flux sur financements propres = C.A.F + augmentation de capital + subventions d'investissement - dividendes.

Solde flux sur endettement stable = accroissement des dettes stables - remboursements.

Ils constituent des indicateurs de risque de faillite, car un ratio faible indique l'importance des fonds d'emprunt dans le processus de financement de la firme. Par ailleurs, l'examen de l'autonomie peut être aussi fondé sur des ratios ne rapportant que les seuls flux propres, internes à l'entreprise, aux investissements. D'où;

$$\text{Ratio d'autonomie financière} = \frac{\text{C.A.F.}}{\text{Investissement}}$$

$$\text{ou } \frac{\text{C.A.F.}}{\text{Investissement} + \text{variation BFDR d'exploitation}}$$

2-2-1-2 C.A.F et évaluation de la capacité de remboursement des dettes de l'entreprise

En supposant que la C.A.F. est totalement affectée au remboursement des dettes, l'on peut calculer le temps (nombre d'années) nécessaire au désintéressement des créanciers par le ratio:

$$\frac{\text{Dettes financières stables}}{\text{C.A.F.}}$$

Pour une durée moyenne des dettes de 10 ans, il est souhaitable qu'il soit inférieur à 3 ou 4 ans.

D'autre part, si l'on estime que cette C.A.F n'est pas totalement disponible, ou qu'une partie est affectée au financement de la variation du BFDR, il convient de substituer le dénominateur (C.A.F) par la C.A.F disponible pour obtenir le ratio:

Dettes financières stables
C.A.F. disponible

Il doit être inférieur à la durée moyenne des remboursements des emprunts à long terme.

Le ratio (C.A.F.)/(Remboursement) renseigne sur un éventuel remboursement effectué par le recours à des fonds externes. Le risque de faillite devient important lorsqu'une telle situation persiste.

La capacité d'autofinancement a plus d'intérêt pour le diagnostic financier lorsqu'il est inséré dans un tableau de flux qui évalue de façon précise son montant, les investissements, la variation du BFDR, bref tous les autres flux qui se rapportent à elle pour caractériser la situation financière de l'entreprise. Utilisée seule, elle ne constitue pas en soi un indicateur de performance et de rentabilité pour des raisons que, sa mesure est dépendante des pratiques comptables et fiscales et son niveau, de l'arbitrage opéré par la firme entre capitaux propres et endettement.

Par contre, l'autofinancement, si elle souffre des critiques semblables, a pendant longtemps porté les espoirs des analystes financiers.

2-2-2 Autofinancement et viabilité de l'entreprise

L'évaluation financière de L'entreprise utilise à coté de ce concept bien d'autres tels que la M.B.A, le cash - flow. Mais parce qu'ils sont proches l'un de l'autre, l'on préfère leur substituer l'autofinancement qui paraît encore plus approprié en matière d'évaluation du risque de défaillance, car il exprime le solde net des flux d'exploitation et de répartition c'est-à-dire, ce qui reste à l'entreprise des ressources dégagées par son activité après rémunération des facteurs de production.

Cette part de ressource interne doit normalement assurer la continuité de la firme (renouvellement des équipements), la couverture des risques probables (provisions) et le financement partiel des besoins nouveaux

engendrés par la croissance. C'est à titre que **P.CONSO**⁽¹⁾ pense qu'il <<est un financement interne disponible pour l'investissement tant en vue de maintenir le capital économique qu'en vue d'assurer la croissance de l'entreprise>> Il est défini par **G. CHARREAUX** comme représentant <<le flux de fonds propres internes qui reste à la disposition de l'entreprise pour s'autofinancer>>⁽²⁾.

Il évite à l'entreprise de s'endetter de manière trop lourde, et apparaît comme un garant du remboursement des emprunts, donc un élément essentiel de sa capacité d'endettement.

Sa détermination se fait en soustrayant de l'E.B.E, les frais financiers et les dividendes. Souvent l'on fait intervenir l'impôt.

L'autofinancement positif, comme indicateur d'autonomie financière de l'entreprise est sujet à de nombreuses critiques qui tiennent au fait que, ce flux a pour vocation la couverture des besoins de l'entreprise. Ainsi, il doit être comparé ou opposé à ces derniers, pour une meilleure appréciation de la situation de la firme pour ne pas paraître comme un instrument insuffisant, pervers ou dangereux.

En somme, l'évaluation financière de l'entreprise, par les moyens de son diagnostic financier ou les formules qu'elle élabore, s'appuie directement ou indirectement sur des instruments qui, jusque-là sujets à certaines contestations, servent tout de même l'analyse de la défaillance à diagnostiquer la situation ou l'évolution de la structure financière de l'entreprise.

Ainsi, la valeur patrimoniale met en évidence des indicateurs de solvabilité et de défaillance, qui mesurent la capacité ou l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses engagements au moyen de ses actifs, ou à dégager une marge de sécurité susceptible de lui assurer le financement ou le respect sans difficultés, des échéanciers qui caractérisent le fonctionnement de son cycle d'exploitation.

Par contre, la valeur rentabilité à travers les flux qu'elle actualise, inspire le tableau des flux des notions qui permettent de mettre en évidence,

(1) **P. CONSO** " LA GESTION FINANCIER DE L'ENTREPRISE " **DUNOD**, 1989, 7^e édition, page 105.

(2) **G. CHARREAUX** *op. cit.* page 81.

le rattachement du cycle d'investissement au cycle de financement, utile dans l'évaluation de la politique financière de la firme.

D'autre part, l'évaluation de la performance menée à partir d'un diagnostic de la rentabilité, situe le risque d'exploitation à l'issue d'une analyse appuyée par une batterie de ratios, soit de l'évolution du processus de formation des résultats, soit de celle du rendement.

Et comme nous l'avons vu, ces instruments constituent les points saillants de l'analyse financière traditionnelle, suffisamment remis en cause de nos jours pour qu'on puisse s'interroger sur le rôle de prévention des difficultés de l'entreprise directement par les modèles d'évaluation qui les mettent en évidence.

D) LA PREVENTION DES DIFFICULTES A PARTIR DES MODELES D'EVALUATION

Les développements précédents nous ont situé sur les diverses utilisations, dont peuvent faire l'objet les éléments du diagnostic, et les formules d'évaluation dans le processus de détection des difficultés de l'entreprise.

Chaque modèle d'évaluation, dans sa logique, met en évidence des instruments susceptibles de constituer des indicateurs de risque de défaillance.

Sans pour autant nier l'importance accordée aux instruments classiques dans l'analyse financière traditionnelle et sur laquelle se fondent les modèles d'évaluation financière de l'entreprise, bon nombre semble aujourd'hui rejeté au profit de ceux d'une analyse financière moderne, aux progrès si importants, mais qui regorge encore quelques insuffisances dans la résolution des problèmes de finance moderne des firmes.

Si la valeur par les flux répond à un souci de pallier l'insuffisance des méthodes d'évaluation patrimoniales, la même tendance se poursuit dans le cadre de l'analyse de la défaillance qui emprunte ses instruments d'analyse à tous ces modèles dans la mesure où, l'approche du risque par les flux apparaît comme une réponse aux critiques assignées à l'analyse patrimoniale

de l'équilibre financier.

D'autre part, lorsqu'on sait que le fonctionnement et le développement d'une entreprise reposent sur la double contrainte financière de solvabilité et de rentabilité, l'analyse de ses difficultés s'articule autour de deux méthodes:

— L'appréciation de l'équilibre financier et des conditions de financement

— L'utilisation des ratios et leur mise en oeuvre dans l'étude de la rentabilité et dans l'appréciation de la structure financière.

Nous analyserons d'abord la méthode des ratios avant de relever pour chaque modèle d'évaluation les limites liées à l'utilisation des indicateurs qu'il permet de construire ou de développer.

1) CRITIQUES DE LA METHODE DES RATIOS ET MISE EN EVIDENCE DE L'ANALYSE DISCRIMINANTE

Elle ne s'adresse pas exclusivement à l'analyse patrimoniale, mais se prête aussi à l'analyse par les flux, car les ratios constituent les instruments essentiels du diagnostic financier sur lequel se fondent ces valeurs.

Un ratio est un quotient ou une note en pourcentage, qui exprime un rapport significatif entre deux données caractéristiques de la situation d'une entreprise, et dont l'utilisation permet facilement de suivre l'évolution dans le temps d'une situation financière et de la comparer à celle des autres entreprises.

L'analyse financière dispose d'une batterie de ratios pouvant être regroupée en 5 rubriques:

— Les ratios analysant les facteurs de production ou permettant de situer le montant et l'évolution des facteurs entrant dans le cadre de la production. Il s'agit par exemple du taux de valeur ajoutée ((valeur ajoutée)/(production)), le ratio d'intensité capitalistique ((Immobilisations brutes)/(effectifs)) etc...

Ils mettent en évidence l'aptitude productrice de l'entreprise.

— Les ratios de rentabilité qui mettent en valeur l'aptitude commerciale et la profitabilité de l'entreprise, mesurée à partir d'un raisonnement basé sur la comparaison entre les diverses marges et le chiffre d'affaires. Par exemple le taux de marge brute.

— Les ratios de gestion ou de rotation qui permettent de surveiller les risques découlant des actifs et passifs à moins d'un an (délai de paiements clients et de règlements fournisseurs exprimés en jours).

— Les ratios de structure financière qui ont pour objectif de porter un jugement sur la situation financière de l'entreprise (ratios de liquidité, ratio d'endettement).

— Les ratios de financement qui servent à évaluer la politique de financement de la firme. $((MBA \text{ (marge brute d'autofinancement)}) / (\text{Investissement}))$.

Les ratios constituent à cet effet un outil de diagnostic important pour l'évaluation financière en général.

Le modèle patrimonial favorise une analyse portant sur les ratios de structure et de rotation qui n'échappent pas aux critiques qui leur sont adressées en général.

En effet, l'utilisation des ratios dans l'analyse financière suppose un choix homogène, où les valeurs rapprochées sont parfaitement définies et comparables entre elles, quant à leur contenu, leur présentation monétaire et leur date d'établissement.

Mais cette homogénéité des termes est souvent remise en cause par des facteurs tels que l'érosion monétaire, l'incidence fiscale sur la comptabilité. De plus, il n'existe pas de normes pour tous les ratios.

D'autre part, un ratio n'est pas à lui seul significatif: Ce qui exprime l'intérêt pour le gestionnaire de sélectionner et de combiner un ensemble de ratios significatifs, susceptibles de quantifier les traits fondamentaux de l'entreprise. D'où l'intérêt porté de nos jours sur l'analyse discriminante.

Il s'agit d'une méthode d'analyse fondée sur la combinaison de plusieurs ratios et qui répond à la critique selon laquelle, un ratio à lui seul n'est pas significatif.

Encore appelée méthode de score, elle apparaît donc comme un exemple d'application ou de l'utilisation d'une combinaison des ratios à titre descriptif ou décisionnel. Elle a pour objectif d'étudier certaines évolutions caractéristiques des entreprises et de tester la validité de certains ratios comme instruments de prévision de la situation financière future de l'entreprise. Elle se réduit à un principe simple qui consiste à déterminer pour un échantillon constitué d'entreprise normales et défaillantes, les ratios représentatifs, c'est-à-dire ceux qui sont susceptibles dans un premier temps de différencier les deux classes d'entreprises (analyse descriptive) et ensuite de ranger chacune dans son groupe avec une certaine probabilité (analyse décisionnelle).

C'est une méthode essentiellement statistique, car faisant appel à de nombreux instruments et techniques statistiques (pondération, calcul de probabilité, échantillonnage etc...).

L'efficacité de cette méthode à prévoir la défaillance dépend de la pertinence des ratios compris dans la fonction de score. De nombreuses études et tests font apparaître que, les ratios issus de l'analyse patrimoniale restent des indicateurs de risque de faillite pertinents.

L'approche patrimoniale demeure donc un élément important dans le diagnostic des difficultés de l'entreprise.

Cependant, si cette pertinence n'est pas à douter, il y a lieu de reconnaître que la seule combinaison entre ratios de structure et de rotation ne semble pas toujours suffisante pour cerner toutes les caractéristiques financières de la firme.

Ainsi, l'analyse discriminante utilise aussi des ratios autre que ceux issus de l'analyse patrimoniale, et à chaque modèle proposé, elle privilégie un risque précis en fonction d'une certaine conception de la défaillance. Les autres développements proposent:

a) Le modèle d'ALTMANN

ALTMANN fût le premier à utiliser l'analyse discriminante en matière d'analyse financière dans une étude publiée en 1968.

Il élabore à partir de 22 ratios et d'un échantillon de 66 entreprises de secteurs différents (33 défailtantes et 33 saines) une fonction discriminante Z(Zéta) à 5 ratios.

$$\text{Soit } Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 0,9X_5$$

$$\text{où } X_1 = \frac{\text{FDR net}}{\text{Actif total}}, \quad X_2 = \frac{\text{Réserves}}{\text{Actif total}}, \quad X_3 = \frac{\text{E.B.E}}{\text{actif total}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Fonds propres}}{\text{Dettes totales}}, \quad X_5 = \frac{\text{C.A.H.T.}}{\text{Actif total}}$$

La valeur critique est fixée à 2,675..

L'indicateur dégagé par **ALTMANN** met en lumière l'importance du facteur de rotation du capital (ratios X_3 et X_5) et du facteur capacité de remboursement à court ou à long terme (ratios X_1 , X_2 , et X_4).

b) Le modèle de CONAN et HOLDER

Il constitue l'un des modèles portant spécifiquement sur le problème dégradation de la structure financière de P.M.E.

Il définit une fonction de score à 5 ratios sur la base d'une trentaine et la construction de deux échantillons comportant 95 entreprises chacun.

La fonction est:

$$Z = -0,16X_1 - 0,22X_2 + 0,87X_3 + 0,10X_4 - 0,24X_5$$

$$\text{où } X_1 = \frac{\text{Réalisable et disponible}}{\text{Actif total}}$$

$$X_2 = \frac{\text{capitaux permanents}}{\text{Passif total}}$$

$$X_3 = \frac{\text{frais financiers}}{\text{C.A.H.T.}},$$

$$X_4 = \frac{\text{Frais de personnel}}{\text{V.A.H.T.}}, \quad X_5 = \frac{\text{EBE}}{\text{Dettes totales}}$$

c) Le modèle de COLLONGUES

La démarche méthodologique empruntée par cet auteur, aboutit à partir d'une batterie de 19 ratios financiers de liquidité, de rentabilité, d'endettement, de solvabilité et d'activité, et d'un échantillon de deux groupes de 35 entreprises, à deux fonctions mises en oeuvre par 5 ratios.

$$Z_1 = 4,9830X_1 + 60,0366X_2 - 11,8348X_3$$

$$Z_2 = 4,6159X_1 - 22X_4 - 1,9623X_5$$

où:

$X_1 = (\text{frais de personnel})/(\text{V.A. (H.T.)})$, $X_2 = (\text{Frais financiers})/(\text{C.A. (H.T.)})$,

$X_3 = (\text{FDR net})/(\text{Total bilan})$ $X_4 = (\text{Résultat d'exploitation})/(\text{C.A. (H.T.)})$,

$X_5 = (\text{FDR})/(\text{Stocks})$

Les seuils critiques sont de 5,455 pour la première fonction et de 3,0774 pour la seconde.

d) Le modèle de la Banque de France

Le système de détection mis en place par la Banque de France, le plus utilisé semble-t-il, s'applique surtout aux P.M.E.

Il offre à partir d'une batterie de 19 ratios bornés, 3 fonctions de score qui peuvent être utilisées en 2 étapes:

Une première fonction permet de caractériser la défaillance en opposant les entreprises défaillantes aux entreprises normales dont elle fournit un indice de difficulté pour toute valeur inférieure à -0,25 et permet de considérer comme normales, les entreprises dont le score est supérieur à 0,125.

Le tableau suivant opère une description de cette première fonction Z.

N° des Ratios	Ratios	Coefficients des ratios de la fonction (1)	Valeur des ratios		Contribu- tion des ratios au score 1 + (2-3)
			Valeurs des ratios de l'entre- prise	Valeurs pivot (3)	
R1	(Frais financiers)/(R.E.B)	- 1,255		62,8	
R2	Couverture des capitaux	+ 2, 003		80,2	
R3	capacité de remboursement	- 0,824		24,8	
R4	Taux de marge brute d'exploita- tion	+ 5,221		6,8	
R5	Délai crédits - fournisseurs	- 0,689		98,2	
R6	Taux de crois- sance de la valeur ajoutée	- 1,164		11,7	
R7	Délai découvert- clients	+ 0,706		79	
R8	Taux d'investis- sements phy- siques	+ 1,408		10,1	
				100Z	= somme des termes de la 4 ^e colonne

Source: Banque de France, Service d'information, note d'information n° 65, Sept. 1985, portant sur la détection précoce des difficultés d'entreprise par la méthode des scores, page 9.⁽¹⁾

(1) "LA DÉTECTION PRÉCOCE DE LA DÉFAILLANCE": note d'information n° 65, Sept.

La deuxième étape conduit à l'adoption de deux autres fonctions, suivant que la firme présente une forte probabilité de défaillance ou non. Ainsi, en cas de R.E.B négatif ou du ratio (frais financiers)/(R.E.B) > 215 %, la fonction Y1 indique un risque élevé de défaillance si elle est négative ou une forte probabilité de vulnérabilité si elle est supérieure à 0,375, mais ne donne aucune conclusion nette entre 0 et 0,375.

Lorsque le ratio (Frais financiers)/(R.E.B) varie de 0 à 0,375, la fonction Y2 indique un risque élevé de vulnérabilité pour une valeur supérieure à + 0,125, une situation indéterminée dans l'intervalle de - 0,375 à + 0,125.

**Fonction de score Y1, applicable aux entreprises ayant $Z < -0,25$ avec
 $REB \leq 0$ ou bien $FF/REB \geq 215 \%$**

N° des ratios	Ratios		Coefficients de la fonction (1)	Valeur des ratios		contribution des ratios au score $1*(2-3) = (4)$
	Années antérieures au mauvais score	Année de mauvais score		de l'entreprise	valeur pivot (3)	
S1		Taux de marge brute d'exploitation	+ 0,11071		- 2,8	
S2		(BFR)/(Production)	- 0,0272		22,1	
S3	Taux de marge brute d'exploitation		+ 0,07512		3,4	
S4	Taux de croissance de la valeur ajouté		+ 0,0167		5,8	
S5	Délais découverts-clients		+ 0,01057		81	
S6		couverture des capitaux investis	+ 0,01415		77,1	
S7		Rentabilité économique brute	- 0,01976		- 5,3	
						Y1 = somme des termes de la 4° colonne

Source: Banque de France, Service d'information, note d'information n° 65, Sept 1985
page 11

Fonction à score Y2 applicable aux entreprises pour lesquelles $Z \leq - 0,25$ et $0 < FF/REB < 215\%$

N° des ratios	Ratios		Coefficients de la fonction (1)	Valeur des ratios		contribution des ratios au score $1*(2-3) = (4)$
	Années antérieures au mauvais score	Année de mauvais score		de l'entreprise	valeur pivot (3)	
V1		Part d'autofinancement	+ 0,0212		6,4	
V2	Taux d'investissement physique		+ 0,05525		8,1	
V3		Délai - de découverts - clients	+ 0,00736		80,9	
V4	FF/REB		- 0,00379		76,7	
V5		CBT/Production HT	+ 0,04892		16,3	
V6		Rentabilité financière	0,01764		2,6	
V7		Délai de rotation des stocks d'approvisionnement	+ 0,0312		102,2	
V8	capacité de remboursement		+ 0,00089		35,4	
V9		FF/REB	- 0,00769		69,8	
V10		Couverture des capitaux investis	+ 0,0164		68,8	
V11	Délai crédits fournisseurs		- 0,004		120,4	
V12		Taux de croissance du C.A	+ 0,009		18,1	
V13	Rentabilité économique		+ 0,014		11,9	
					Y2 = Somme des termes de la 4 ^e colonne	

Source: Banque de France, Service d'information, note d'information n° 65, Sept 1985 page 14.

Plus les valeurs de Y1, et Y2 sont négatives, plus l'entreprise risque d'être défaillante.

Le modèle de la Banque de France étend son champ d'application en présentant des fonctions par années avant la défaillance (1, 2, ou 3 ans avant la défaillance).

Par ailleurs, il existe bien d'autres modèles (modèle de **BEAVER**, de **CREDIT - MEN**, du **C.E.S.A**) qui obéissent à la même logique même si l'analyse, souvent fondée sur l'expérience (cas du CREDIT-MEN), est uni ou multidimensionnelle. Les coefficients de pondération utilisés par chaque type de modèle restent liés à l'échantillon.

Son pouvoir prédictif est confirmé par application avec succès à un autre échantillon des différentes fonctions.

2) LA PREVISION DES DIFFICULTES DE LA FIRME A PARTIR DU MODELE PATRIMONIAL

2-1) LES INSTRUMENTS DE PREVISION

L'analyse du risque de défaillance issue de l'évaluation patrimoniale, s'appuie sur la démarche fondée sur un examen de la liquidité et de l'exigibilité de l'entreprise. C'est ainsi qu'on la qualifie d'analyse liquidité-exigibilité.

Elle mesure la solvabilité et le risque de cessation de paiements à partir des indicateurs tels que l'actif net, le fonds de roulement et les ratios de structure.

Si le premier est juste confronté à un problème d'évaluation des actifs et de fixation des normes comme les suivants, il constitue avec les autres, des éléments qui renseignent sur la dégradation de la structure financière de l'entreprise.

De ce fait, le fonds de roulement dans sa conception première que lui donne **P. VERNIMMEN**⁽¹⁾ à savoir: << le FDR constitue une mesure de la situation de

(1) **P. VERNIMMEN** "LE CONCEPT DE FOND DE ROULEMENT EST - IL DEPASSE" *Revue banque* n° 360, Mars 1977, page. 293.

trésorerie de l'entreprise: excédent du non exigible sur le non liquide, comparaison entre la liquidité de l'actif et de l'exigibilité du passif, représente un matelas de sécurité que toute firme doit posséder >> permet lorsqu'il est utilisé conjointement avec le ratio d'autonomie financière d'apprécier la structure financière d'une entreprise.

Ainsi, il permet de mesurer la capacité d'endettement de la firme puisque son niveau détermine le volume de l'endettement à C.T. qu'elle est susceptible de supporter, c'est-à-dire de rembourser au moyen des fonds dégagés par son exploitation courante. D'où son rattachement à la règle d'équilibre financier minimum qui exige qu'il soit positif, pour traduire la viabilité de sa structure financière.

Pour ces raisons, le fonds de roulement a pendant longtemps servi de base d'analyse à l'octroi des crédits, dans la mesure où, il permet de minimiser le risque du créancier.

Par ailleurs, l'évolution des ratios de structure permet tout aussi bien de caractériser la situation financière de l'entreprise. Pour cette raison, elle accompagne l'analyse du FDR dans son rôle de déterminant de la capacité d'endettement de la firme.

En somme, l'approche patrimoniale s'inspire du contenu de l'orthodoxie financière traditionnelle⁽¹⁾ et s'appuie sur trois règles pour énoncer les normes d'une gestion financière saine des entreprises: Il s'agit:

— La règle de l'équilibre minimum qui est la plus connue et comme nous l'avons déjà indiqué, vise à financer les actifs par les ressources restant à la disposition de l'entreprise pendant une durée correspondant au moins à celle de l'immobilisation.

Elle conduit donc en raison des risques de décalage pouvant se produire entre les actifs à moins d'un an, à prévoir une marge de sécurité (FDR > 0 et suffisant).

— La règle de l'endettement maximum: elle attribue un rôle d'appoint aux Dettes à C.T. réputées dans la résolution des décalages momentanés (dûs à des phénomènes saisonniers ou conjoncturels) et met

(1) *L'on parle de l'orthodoxie financière pour désigner l'ensemble des règles visant à la fois à maintenir l'équilibre des structures financières d'une entreprise et ne pas faire courir de risque aux actionnaires comme aux créanciers.*

l'accent sur l'endettement à L.T. pour lequel deux limites sont fixées:

* Le montant des dettes à terme ne doit dépasser celui des capitaux propres. Il s'agit d'une traduction de la règle de 50/50 où les DMLT ne peuvent excéder 50% des capitaux permanents: soit $(DLMT)/(\text{capitaux permanents}) \leq 50/100$ ou $(DMLT)/(\text{capitaux propres}) \leq 1$

* Le montant des DLMT ne doit dépasser 3 années d'autofinancement. Soit:

$$DLMT \leq \text{autofinancement annuel} \times 3$$

— La règle du financement maximum qui est une application pratique des deux premières, exige pour chaque investissement engagé par l'entreprise, une participation de l'endettement à terme inférieure à un certain pourcentage de l'investissement réalisé ou prévu (ce pourcentage varie de 50 à 75% selon des établissements de crédit).

En dépit des critiques adressées à ce type d'analyse, le FDR garde tout de même une signification. En outre un FDR négatif ou une évolution défavorable constituent dans la majorité des cas, des signes de risque de faillite indiscutables.

L'analyse patrimoniale ne permet donc pas, surtout pour des raisons qui suivent d'apprécier finement et de prévoir le risque de faillite.

2-2 LES LIMITES DE L'ANALYSE PATRIMONIALE

Elles se situent au niveau de l'insuffisance du FDR comme indicateur de structure financière et de l'utilisation individuelle des ratios, largement critiquée au cours des développements précédents.

De nouvelles approches leur sont substituées.

La portée limitée du FDR comme indicateur de structure financière tient à l'inexistence des normes.

En effet, les normes sectorielles sont insuffisantes pour favoriser les comparaisons inter-entreprises. La définition d'une structure financière optimale apparaît comme une contrainte et par conséquent comme une norme qui permettrait d'asseoir les bases d'une comparaison.

La seule analyse portant sur son évolution n'a donc aucune signifi-

tion en soi.

De plus, tel que défini antérieurement, il ne permet pas une caractérisation exacte de la structure financière dans la mesure où, il reste indifférent à certaines opérations qui influencent notamment la trésorerie de la firme.

L'on peut citer, quoique représentant des dettes à C.T. les dividendes à payer, les remboursements d'emprunts intervenants dans l'année, l'impôt à payer.

Le FDR serait donc une présomption de trésorerie à l'aise, car il n'a jamais formulé clairement la liaison qui existe entre lui et la trésorerie.

Pour cette raison, il ne permet pas d'explicitement le processus de défaillance. Il faudrait pour cela le relier au pool des dettes dont l'entreprise manifeste explicitement la nécessité. D'où l'avènement des méthodes axées sur une comparaison avec le BFDR (besoin en fonds de roulement) qui est susceptible de traduire l'évolution de la structure de risque de l'entreprise par sa structure financière.

Ainsi, cette nouvelle approche, dénommée approche fonctionnelle permet d'aménager la règle d'équilibre et d'établir une nouvelle règle de décision:

— Les emplois acycliques stables (valeurs immobilisées et BFDR d'exploitation) doivent être couverts par des ressources acycliques stables (ressources propres et dettes financières stables : DLMT, concours bancaires et comptes courants d'associés).

— Le FDR doit être positif et couvrir le BFDR pour parvenir à une trésorerie nette positive.

A cette condition, le FDR permettrait de porter un jugement sans faille sur la situation financière de l'entreprise.

2) PREVISION DES DIFFICULTES A PARTIR DU MODELE PAR LES FLUX

Le modèle d'évaluation axé sur une actualisation des flux s'appuie entre autres, sur des notions telles que, l'autofinancement ou la capacité d'autofinancement.

Elles peuvent être utilisées dans l'analyse de la défaillance soit comme base à la construction de certains ratios, soit dans un tableau de flux mettant en relation le cycle de financement et le cycle d'investissement d'une entreprise, dans le but de juger de sa politique de financement ou de sa capacité d'endettement.

Il apparaît donc que, ces deux instruments puissent être utilisés comme indicateur de structure financière et partant, comme critère de diagnostic.

Il va presque sans dire que l'autofinancement brut d'exploitation doit être positif. Une entreprise qui ne remplit pas cette condition de manière régulière sur moyenne période, n'est manifestement pas viable et est appelée à disparaître à plus ou moins brève échéance.

Toutefois, ils souffrent aujourd'hui de violentes critiques qui penchent directement ou indirectement pour un nouvel instrument caractérisant exactement la situation de trésorerie de l'entreprise.

Ces reproches se fondent sur le caractère potentiel et non totalement disponible de l'autofinancement.

2-1 LE REJET DE L'AUTOFINANCEMENT ET EMERGENCE DE L'INDICATEUR E.T.E. (excédent de trésorerie d'exploitation)

L'autofinancement a pour vocation et raison d'être, la couverture des besoins de l'entreprise. Autrement dit, même s'il connaît une évolution au fil des exercices, ou qu'il est supérieur aux performances du secteur, un autofinancement doit être défavorablement jugé, s'il ne couvre qu'une partie très faible des besoins de l'entreprise, dès lors qu'ils sont tenus pour incompressibles.

Il vient donc que, lorsqu'il s'intègre à un ensemble qui le met en relation avec la totalité de ces besoins, il constitue un indicateur particulièrement précieux de la vitalité de la firme et de ses chances de survie à moyen terme.

Sans nier cette importance de l'autofinancement dans la prévision des difficultés de l'entreprise, de nombreux auteurs s'appuient sur 2 remarques

pour la condamner.

— La première s'apparente à la règle qui vient d'être énoncée à savoir, que l'on ne peut se satisfaire d'un autofinancement positif sans le comparer aux besoins .

— La deuxième, la plus importante, relève du caractère potentiel de cette notion. L'autofinancement est constitué pour la plupart par des flux qui ne se traduisent pas par des rentrées immédiates de trésorerie.

Quelques exemples marquant le caractère non strictement monétaire de l'autofinancement expliquent aisément cette distorsion avec la trésorerie:

Elle trouve son origine dans le chiffre d'affaires qui n'est pas totalement encaissé au cours d'une période car les délais de paiements sont accordés aux clients. De même, les achats de la période ne sont pas tous réglés, puisque les délais sont accordés par des fournisseurs.

Enfin, les frais d'exploitation déduits pour le calcul de l'autofinancement ne sont pas tous payés au cours de la période, tandis que certains concernant l'exercice à venir ont été épongés.

A partir de ces exemples, l'équilibre financier réalisé, masque une impasse en termes de trésorerie.

La détermination de l'autofinancement fait donc intervenir selon **G. Charreaux**⁽¹⁾ des éléments parasites (liés à la fiscalité et à la politique de financement) d'une part, et ne permet pas d'apprécier la rentabilité réelle de l'activité industrielle et commerciale d'autre part.

Pour toutes ces raisons, l'analyse stratégique moderne prône une démarche fondée sur les flux de liquidité dont le plus déterminant reste les flux de trésorerie d'exploitation.

C'est en effet avec la monnaie effectivement secrétée par son exploitation que l'entreprise peut faire face à ses besoins. L'excédent de trésorerie d'exploitation (E.T.E) devient ainsi la mesure de cette trésorerie disponible, et sa détermination dépend du type de tableau de flux qui l'intègre.

(1) **G. CHARREAU**, "ANALYSE FINANCIER PAR LES FLUX: :Synthèse et critiques des approches récentes" *Analyse financière*, 3^e trimestre, 1984, page 33.

Cette importance directe ou indirecte attachée à cet indicateur s'exprime à travers les tentatives de bon nombre de financiers d'intégrer l'analyse par les flux dans le diagnostic financier de la firme. Ces théories apparaissent aujourd'hui comme une remise en cause des notions précédentes caractérisant l'analyse financière traditionnelle (FDR et autofinancement).

2-2 LA REMISE EN CAUSE DES NOTIONS TRADITIONNELLES PAR LES THEORIES MODERNES

L'analyse liquidité-exigibilité qui caractérise l'analyse traditionnelle se fonde sur une conception patrimoniale de l'entreprise, à savoir que, l'entreprise est avant tout une entité juridique qui possède un patrimoine avant d'être une unité de production.

A cette ancienne conception, s'est substituée une nouvelle, émanant des nouvelles approches telles que, l'analyse fonctionnelle et l'analyse par les flux.

Si l'analyse fonctionnelle donne une conception économique à l'entreprise en reclassant ses différentes opérations par rapport à leur fonction en son sein avant d'étudier leur incidence financière, l'analyse par les flux quant à elle fait de l'entreprise une organisation industrielle et commerciale.

Ces deux conceptions de l'entreprise caractérisent les deux types d'approche (traditionnelle et moderne) qui s'affrontent dans leurs méthodes et opposent leurs instruments d'analyse.

Ainsi, depuis bon nombre d'années, l'analyse financière traditionnelle a fait l'objet de vives critiques de la part de certains auteurs, critiques qui se sont matérialisées depuis plus d'une décennie par la mise en oeuvre et la consécration d'outils et de concepts nouveaux.

A la place du fonds de roulement, de l'autofinancement, sont proposés les flux de liquidités ou de trésorerie (E.T.E), hypothèses centrales des théories récentes de **FITREX** et de **DAFIC** qui remettent en cause ces notions en tant qu'instrument ou indicateur de la situation financière d'une

entreprise.

2-2-1 Le DAFIC dans le TPF de DE MURARD

Le DAFIC (disponible après financement de la croissance) relève du TPF de **DE MURARD** qui se présente comme suit sous sa forme simplifiée.

	Vente (H.T)
—	Achats et autres charges externes
—	Charges salariales
<hr/>	
=	E.S.O. (excédent sur opérations)
—	Δ en cours commerciaux actifs
—	Δ encours commerciaux passifs
<hr/>	
=	E.T.E (Excédent de trésorerie d'exploitation)
—	investissements
<hr/>	
=	Solde E (ou DAFIC)
—	frais financiers
+	gains monétaires
—	Impôts sur les bénéfices
<hr/>	
=	Solde de trésorerie interne X
+	Δ nette de la dette totale
—	remboursement anticipé de la dette
<hr/>	
=	Solde financier Y
X + Y = balance de trésorerie courante	

L'idée directrice du TPF écrit **G. MURARD** << est d'opérer le rattachement entre les deux tableaux de flux financiers de l'entreprise (résultat, financement)

au niveau du R.B.E et non plus à celui de l'autofinancement > > ⁽¹⁾

L'abandon de l'autofinancement est donc clair, au profit d'un EBE (ou R.B.E) égal par différence à la variation du BFR d'exploitation à l'E.T.E.

Le souci exprimé, par cet auteur est d'apprécier la rentabilité économique et la performance industrielle à partir des indicateurs privilégiés que sont le RBE (ou EBE) et le solde E obtenu en ôtant du RBE, la variation du BFR, et l'investissement en immobilisations.

Deux règles de gestion fondamentale se dégagent de cette présentation :

— Assurer une croissance équilibrée au moyen d'un solde d'exploitation (Solde E) légèrement positif.

— Maintenir un niveau d'endettement correspondant à cette croissance équilibrée impliquant un solde financier légèrement négatif.

L'équilibre global se traduit ainsi par un solde courant $G = E + F$ voisin de zéro.

Les conditions d'équilibre définies, impliquent deux interprétations, à savoir que:

— La croissance est déterminée en fonction de l'EBE qui représente une limite maximale pour l'investisseur. L'analyse du solde d'exploitation permet d'apprécier l'efficacité économique de l'entreprise.

— L'analyse du solde financier permet quant à elle d'apprécier l'évolution de la situation financière de l'entreprise, qui selon **DE MURARD** est sous-tendue par l'hypothèse selon laquelle, on emprunte pour rembourser les dettes antérieures, pour payer les frais financiers et l'impôt sur les sociétés.

Le développement de cette théorie fait du solde d'exploitation ou DAFIC, un indicateur de la défaillance de l'entreprise. Ainsi une entreprise qui dispose d'un solde d'exploitation non légèrement positif sur le moyen terme (4 à 5 ans) témoigne d'une rentabilité économique et d'une croissance insuffisante.

(1) *G. DE MURARD, cité par G. CHARREAUX: loc. cit, page 28.*

D'une manière générale, elle se fonde sur la notion de flux de liquidité même si elle n'accorde pas d'importance à la notion d'E.T.E qui lui est indirectement rattachée par la formule:

$$\text{E.T.E} = \text{E.B.E} - \text{Variations du BFR d'exploitation.}$$

2-2-2 Le Modèle FITREX

Le modèle FITREX, comme son intitulé l'indique, insiste sur l'importance primordiale de l'E.T.E dans la définition d'une règle de décision, permettant d'apprécier la capacité d'endettement de la firme afin de mieux cerner son risque financier.

Ne rejetant pas totalement la notion d'autofinancement, ce modèle s'appuie sur des concepts nouveaux tels que : le flux de trésorerie d'exploitation, le besoin de financement d'exploitation.

2-2-2-1 Concepts de base

Il s'agit des concepts qui viennent d'être énumérés et servant de base à l'élaboration de la règle de décision que propose son auteur **JACQUES GUILLOU**.

a) Le flux interne de trésorerie d'exploitation

L'autofinancement, comme nous l'avons déjà indiqué ne correspond pas à une trésorerie disponible.

La notion de flux interne de trésorerie d'exploitation qui lui est substituée vise donc à éliminer cette distorsion entre autofinancement et trésorerie. Il correspond donc à l'autofinancement brut d'exploitation corrigé de la variation structurelle du besoin en fonds de financement d'exploitation.

Chiffre d'affaires	+/-	Δ crédits	= Trésorerie
+/- Δ travaux encours et stocks de produits finis	+/-	Δ travaux encours et stocks de produits finis	= 0
- Achats	+/-	Δ crédits-fournisseurs	= Trésorerie
+/- Δ stocks de matières premières	+/-	Δ stocks de matières premières	= 0
- Frais d'exploitation (y compris pertes et profits)	+/-	Δ Solde autres valeurs exigibles et autres valeurs réalisables	= Trésorerie
<hr/>		<hr/>	
= Autofinancement	+/-	Δ besoin de financement de Trésorerie d'exploitation	= 0

Source : "LE MODELE FTREX D'ANALYSE ET DE GESTION FINANCIERE"⁽¹⁾

Par son caractère disponible à tout moment, il occupe une place fondamentale dans le modèle qui porte son nom. Ainsi écrit J. GUILLOU, «*Le fait que ce dernier donne son nom au modèle que nous proposons souligne à l'évidence l'importance que nous croyons être sienne dans la gestion efficace comme dans l'appréciation concrète d'une entreprise*»⁽²⁾.

Son évolution favorable (positive) sur une moyenne période constitue un signe de viabilité, car pour reprendre les termes de GUILLOU «*une entreprise dont l'exploitation quotidienne ne secrète pas de trésorerie liquide et disponible et qui s'endette pour assurer l'équilibre monétaire de cette exploitation n'a pratiquement aucune chance de survie, dans la mesure où elle s'asphyxie progressivement et inéluctablement*»⁽³⁾

Cependant le FITREX ne constitue pas la seule notion importante de ce modèle.

(1) J. GUILLOU "LE MODELE FITREX D'ANALYSE ET DE GESTION FINANCIERE" *Analyse Financière*, n° 406, Mai 1981.
(2) IDEM page 571.
(3) IBIDEM page 573.

b) Le besoin de financement d'exploitation

Il possède avec le besoin en fonds de roulement (BFR) le même contenu, à savoir les stocks (matières premières encours, produit finis), les crédits accordés aux clients avant escomptes d'exploitation.

Mais la préférence pour cette dénomination tient au fait, que le terme BFR renvoie à la théorie classique de couverture des besoins par le fonds de roulement qui n'a pratiquement plus de signification et d'intérêt en tant que concept financier, dès lors qu'il ne couvre qu'une partie de ces besoins, l'autre étant financée par les crédits, et qu'il est incapable d'opérer une répartition souhaitable.

Toutefois, la nouveauté réside dans la variation de ce besoin dans le temps qui se décompose en variation structurelle (qui varie avec le niveau d'activité, le taux d'inflation, le comportement de l'entreprise et les caractéristiques fondamentales de l'entreprise et du secteur) et en variation saisonnière ou conjoncturelle, provoquée par le profil saisonnier de l'activité et des décisions prises au sein de l'entreprise et dont la portée est limitée.

Cette variation du besoin de financement est tout aussi important que le fitrex dans la mise en oeuvre du modèle.

2-2-2-2 Appréciation du risque

Le modèle FITREX préconise une mesure de la capacité d'endettement de la firme à partir de la règle selon laquelle, les flux de trésorerie interne d'exploitation doit au moins couvrir les charges financières (Frais financiers et dividendes).

Elle permet d'après son auteur, de différencier les entreprises financièrement viables de celles qui ne le sont pas.

Un flux interne de trésorerie positif n'est qu'une condition nécessaire et non suffisante de la viabilité.

Des aménagements seront apportés à cette règle et viseront à tenir compte de l'impôt et du remboursement de la dette. Soit:

E.T.E - impôts > charges financières + remboursements⁽¹⁾. Cependant, GUILLOU ne semble pas souscrire à ce perfectionnement car, il estime que la seule contrainte pour les entreprises reste le paiement des frais financiers dans la mesure où, les remboursements sont financés par des nouveaux crédits.

En définitive, l'évaluation financière s'appuie d'une part sur un diagnostic financier et dans une moindre mesure, stratégique et d'autre part reprend dans ses formules, les notions qui servent à estimer la valeur de l'entreprise et intéressent l'analyse de la défaillance en tant qu'indicateurs du risque.

Toutefois, il reste soumis aux mêmes limites que tous les instruments de l'analyse financière traditionnelle.

C'est à cette condition que l'évaluation financière pourrait conduire à un aménagement de la gestion des entreprises, et lui permettrait de passer du stade d'aide à la décision à celui d'un véritable instrument de gestion à leur disposition.

Cette évolution redonne à l'opération de la valeur de l'entreprise son véritable rôle en gestion financière, surtout dans un contexte marqué non seulement par de graves difficultés d'entreprises, mais aussi par de nombreuses modifications et changements de leur structure.

Il s'agit donc d'une véritable régénération qui implique une certaine modification dans le processus d'évaluation, pour conduire à une méthode susceptible de déterminer en même temps la performance et les éventuelles actions de redressement devant être menées par l'entreprise concernée pour retrouver sa santé économique et financière, ou pour rétablir ou améliorer sa performance.

cette méthode intéresse toutes les entreprises, mais surtout celles en difficultés pour lesquelles les formules classiques ou traditionnelles se prêtent difficilement ou pas du tout à leur évaluation.

Son application aux entreprises du porte-feuille S.N.I permet de trouver en cette formule, un moyen de tenir en compte les effets sur la performance de celles-ci des objectifs sociaux qui leur sont souvent assignés.

(1) G. CHARREAUX *op. cit* page 427.

CHAPITRE II AMENAGEMENTS POUR UNE PLUS GRANDE ETENDUE D'APPLICATION DE LA FORMULE FONDAMENTALE DE L'ÉVALUATION

Au dessus des querelles entre les différentes méthodes, se situe une équation fondamentale qui a pour but de concilier les exigences des deux modèles d'évaluation. Il s'agit de la formule:

$$V_E = K.V_P + (1 - K)V_F \quad (1)$$

V_E désigne la valeur finale de l'entreprise, V_P , une valeur patrimoniale, V_F une valeur par les flux et K (compris entre 0 et 1), un facteur de pondération traduisant l'arbitrage de l'évaluateur.

Dans son application, elle est confrontée à certains obstacles qui limitent son utilisation aux seuls cas des entreprises présentant une capacité bénéficiaire. Ainsi, dans l'hypothèse qu'une entreprise qui secrète des pertes est de valeur patrimoniale nulle, la formule générale de l'évaluation, se réduisant dans ce cas à la valeur rendement, c'est - à - dire à une actualisation des flux négatifs, perd de son sens, car vidée de toute signification économique. Or, l'on oublie que ces pertes, sûrement une traduction de la faible performance, peuvent être la conséquence d'une imparfaite mise en oeuvre du patrimoine, aggravée par les conditions de l'environnement dont l'entreprise est fortement tributaire.

Au lieu donc d'une absence de patrimoine, il faut plutôt voir l'insuffisance de ce dernier à générer des flux de fonds. Il doit s'agir en fait d'un blocage ou d'une perturbation à la réalisation de cet objectif, car un patrimoine n'est jamais en soi inutile ou sans valeur.

Dès lors, l'on comprend pourquoi, cette équation fondamentale a du mal à s'appliquer aux entreprises caractérisées par des difficultés.

Les propositions qui suivent, permettent d'étendre le champ

(1) J. RAFFEGEAU et F. DUBOIS, *op. cit* p. 15.

d'application de ces différentes méthodes d'évaluation à toute entreprise, quelle que soit sa situation financière.

Une application s'en suivra aux entreprises du porte-feuille S.N.I. avec le cas d'une d'entre elles.

SECTION I AMENAGEMENTS DE LA REGLE D'EVALUATION CLASSIQUE

Cette formule, dans sa composition, s'appuie sur deux grandes masses:

— L'actif net comptable corrigé, représentant une valeur patrimoniale.

— Un résultat prévisionnel (supposé positif), actualisé.

Le premier terme n'appelle à aucune remarque lorsqu'elle est déterminée suivant les normes prescrites par l'évaluation.

Le second est axé sur un bénéfice prévisionnel, calculé à partir des tendances passées.

D'autre part, il existe un lien pratique entre l'évaluation et l'analyse de la défaillance. Ainsi, l'analyse des difficultés de la firme à partir du processus d'évaluation, dépend essentiellement de la qualité du diagnostic qui la soutient. Tout comme dans l'étude de la défaillance de l'entreprise, il doit revêtir un caractère ambitieux et réaliste. La pertinence des indicateurs ou instruments reste tout aussi déterminante.

Ce n'est qu'à ces conditions que l'évaluation financière pourra à la fois fixer les bases d'une négociation et rendre parfaitement compte des difficultés de la firme, étape indispensable à l'engagement de toute action visant l'amélioration de la gestion de celle-ci.

A partir de ces résultats, l'on est amené à penser à une méthode qui s'inscrirait dans cette logique et permettrait ainsi d'élargir le champ d'application des méthodes traditionnelles aux entreprises en difficultés.

Cette méthode opère sur deux plans:

— Le cas des entreprises en difficultés, non redressables, c'est - à - dire vouées à la faillite. La valeur est ici une valeur d'actif net de liquidation qui résulte de la différence entre l'actif net comptable augmenté des plus ou moins values sur actifs cédés, et les coûts de liquidation.

— Le cas des entreprises pouvant bénéficier d'un redressement, fait appel à une valeur d'A.N.C.C., à la notion de capacité bénéficiaire future après redressements.

C'est ici qu'apparaît la différence, car il ne s'agit plus d'une prévision basée sur un lissage du passé, mais effectué sur la base des bénéfices futurs escomptés à partir des redressements à entreprendre.

Le problème de cette méthode reste en fait celui d'une estimation de ce bénéfice futur après redressements.

Mais, l'inconvénient d'une telle formule est la non prise en compte des risques associés à l'aboutissement des mesures engagées.

SECTION II APPLICATION A L'ECHANTILLON DES ENTREPRISES DU SECTEUR SECONDAIRE DU PORTE-FEUILLE SNI

Cette application passe par deux phases :

— Une analyse financière qui débouche sur celle de la défaillance et permet d'une part, d'apprécier la situation financière de l'entreprise concernée, et d'autre part, de favoriser la mise en place des décisions de redressement. Cette phase qui devrait s'inscrire dans le cadre des travaux de diagnostic au cours du processus d'évaluation, conduirait à une explication rigoureuse des difficultés de la firme.

— La seconde étape vise le calcul de la valeur proprement dite, et s'appuie sur la détermination de l'A.N.C.C. et du résultat prévisionnel après opérations de redressements.

Le bien fondé d'un tel processus applicable aux entreprises du porte - feuille S.N.I., porte sur la prise en compte des effets des objectifs sociaux

et de leur mode de fonctionnement particulier sur leur performance, réalisée au moyen d'une analyse des causes et origines de leurs difficultés.

Ceci est d'autant plus intéressant que, certains de ces entreprises peuvent présenter des résultats bénéficiaires, mais ne reflétant pas leur performance réelle du fait de ces biais sociaux et fonctionnels.

De même, il semble être en partie responsables de la situation actuelle de ces types de sociétés. D'où une présentation de l'échantillon avant l'application proprement dite.

A/ PRESENTATION DE L'ECHANTILLON

Les 23 entreprises qui composent notre échantillon appartiennent au secteur secondaire du porte - feuille de la S.N.I du Cameroun.

En fonction de sa participation aux capitaux desdites sociétés, elle entretient avec celles-ci de nombreuses relations qui dépassent souvent le champ des simples contacts entre un apporteur des parts et l'entreprise qui sollicite sa mise pour s'inscrire dans le cadre d'une politique générale dont les grandes lignes sont imprimées par les autorités gouvernementales.

Il ressort donc que la participation de la S.N.I ne se limite pas au seul but de l'obtention des dividendes provenant des entreprises de son groupe, mais s'inscrit dans le cadre des missions ou rôles assignées à une société d'investissement.

Dès lors, avant d'établir ou de ressortir les caractéristiques principales des entreprises qui constituent son porte - feuille, il serait important de procéder d'abord à une brève étude des diverses relations que la S.N.I. entretient avec elles.

1) LA S.N.I. ET LES ENTREPRISES DE SON PORTE FEUILLE

La S.N.I. est une société d'Etat aux objectifs bien précis. Ces objectifs guident les différents rapports qu'elle entretient avec les entreprises de son groupe. Elle dispose à cet égard d'un certain nombre de moyens et des modes d'intervention qui lui sont prescrites par les autorités

articles 3 et 4 des deux décrets précités.

1-1-1-2 La S.N.I.: Societe d'investissement

La création de la S.N.I obéit à une logique contraire à celle qui a prévalu à la mise en place des sociétés d'investissements dans les pays développés. Au départ, elle est née de la constatation de la faiblesse de l'épargne nationale et du souci de canaliser les fonds en provenance des institutions financières locales et extérieures en vue des investissements productifs et par la suite, conviera l'épargne locale à prendre le relais des capitaux par le mécanisme de rétrocession des titres de ces sociétés aux privées nationales.

Avant de s'attarder sur l'expérience camerounaise, une définition des sociétés d'investissement nous permettrait de mieux cerner le rôle que devrait jouer une telle société dans un environnement où la détention des titres n'est pas son affaire à elle seule, mais aussi celle de plusieurs autres institutions financières.

a) Définition des sociétés d'investissements.

Elles peuvent être définies comme étant des institutions qui dans le seul but de constituer un porte - feuille en vue de placement et non dans l'intention d'une prise de contrôle, rassemblent par l'émission de leurs propres titres, des fonds provenant de l'épargne de nombreux individus et dont le produit est consacré à l'achat des valeurs mobilières.

Elles se distinguent des autres institutions financières possédant des portes - feuilles de valeurs mobilières à savoir:

— Des caisses d'épargne et des compagnies d'assurance qui au contraire ne s'occupent pas exclusivement de la gestion de son porte - feuille.

— Des banques d'affaire du point de vue de leur activité, car si la société d'investissement n'est pas habilitée à recevoir des fonds du public comme la banque d'affaire, elle ne peut utiliser le montant d'emprunt en opération avec ce même public, auprès de qui elle a emprunté.

— Enfin des holdings qui ont pour fonction essentielle la prise de participation dans leur seul but de diriger et contrôler les activités des sociétés dans lesquelles ils participent.

b) Cas spécifique de la S.N.I.

A la lumière de l'art. 7 du décret fixant forme et condition de son fonctionnement, la S.N.I est une société placée sous la tutelle du gouvernement au capital variable.

En effet, les sociétés d'investissement à capital fixe constituées dans l'histoire, n'ont pas satisfait les attentes en n'attirant pas comme prévu un grand nombre d'épargnants, dans la mesure où, leur accès dans la société était limité lors de la constitution ou d'une augmentation du capital. Conscient de cet échec, les responsables politiques camerounais s'accordent à reconnaître en la variabilité du capital de ce type de société, la forme susceptible d'attirer le plus d'individus en leur offrant la possibilité d'une entrée et d'une sortie à leur gré.

L'épargnant peut donc calculer le montant exact de son avoir, le retirer à tout moment sans difficultés.

Cette non rigidité du porte - feuille ne le prédispose plus à une certaine méfiance et permet de mieux canaliser les fonds assemblés vers des placements collectifs. Une fois constituée, la S.N.I est assignée de nombreux objectifs.

1-1-2 Les objectifs ou missions assignés à la S.N.I.

Plusieurs raisons caractérisent les fonctions qui incombent désormais à la S.N.I.

En effet, le premier plan quinquennal se donnait pour principal objectif, la promotion du développement industriel du pays, objectif entravé par des déviations, par des investissements réalisés en fonction des décisions des investisseurs étrangers.

D'autre part, la concentration des industries dans quelques villes du pays favorise l'exode rural, fléau redoutable dans la plupart des pays en voie

de développement.

A cet égard, un développement harmonieux ne s'installerait sans un meilleur équilibre de la répartition de la population sur le territoire national, sans une accélération du rythme des investissements productifs, sans une amélioration des structures d'encadrement du monde rural et la réduction des disparités régionales.

Enfin, le système bancaire classique était dominé par des banques privées, opérant comme des filiales des banques mères installées en Europe et dont les crédits ne profitaient qu'au gros planteurs coloniaux.

Les capitaux étrangers ne s'intéressaient ainsi qu'au secteur d'exportations et assortis des conditions, pas facilement réunissables par les emprunteurs indigènes. Le souci de l'expansion économique du pays, celui de l'équilibre régional en matière d'industrialisation et la défaillance du système bancaire classique sont donc les raisons qui ont conduit les autorités à doter la S.N.I. d'un certain nombre de missions.

1-1-2-1 Le décret présidentiel n° 85/1177 du 28 août 1985

Toutes les missions assignées à la S.N.I. sont retracées par l'art. 4 du décret précité qui stipule: << *la S.N.I. a pour objet, la mobilisation et l'orientation de l'épargne nationale et de tout moyen financier en vue de favoriser les opérations d'investissement d'intérêt économique et social dans le secteur industriel, agricole, commercial et financier, ainsi que dans les secteurs des services de l'hôtellerie notamment par:*

- *La création des projets*
- *La réalisation pour son compte de toutes études et de toutes opérations financières susceptibles de promouvoir le développement économique et social du pays.*
- *La prise ou le rachat des participations au capital des entreprises.*
- *La négociation des obligations et autres titres et effets commerciaux.*
- *L'octroi des prêts ou avals à des sociétés au capital desquelles elle participe dans les conditions définies par son règlement intérieur.*
- *La réalisation des études, l'évaluation des projets et la gestion d'opération d'investissements pour le compte de l'Etat, des collectivités et établissements publics.*
- *La promotion des investissements privés au moyen des conseils et par l'élaboration et la diffusion des listes des projets.*
- *L'assistance technique aux tiers en matière de négociation des projets*

d'investissements moyennant rémunération > > (1)

Il en ressort donc que les grandes et principales missions concernent d'une part la mobilisation et l'orientation de l'épargne nationale et la promotion du développement économique et industriel du CAMEROUN.

1-1-2-2 La mobilisation et l'orientation de l'épargne nationale.

Il est ici question de la rétrocession des titres détenus par la S.N.I. aux privés nationaux.

Cette opération constitue l'ultime phase de la politique de mobilisation et d'orientation de l'épargne nationale qui a consisté dans une première étape à accorder toute l'initiative à la S.N.I dans la réalisation de toute opération d'investissement, telle que prévue au paragraphe précédent.

Elle a pour but de suppléer à l'insuffisance de l'initiative privée en développant l'actionnariat populaire, en promouvant la participation des salariés au capital des entreprises par certains mécanismes incitatifs (priorité aux salariés dans la souscription des titres à travers des quotas fixés, distribution proportionnelle d'actions gratuites et assistance des institutions financières aux salariés dépourvus de capitaux, valeurs des titres accessibles à toutes les bourses etc...).

1-1-2-3 La promotion du développement économique et industriel du cameroun

Face à la détérioration des termes de l'échange provenant d'une division internationale du travail qui oblige les P.V.D. à se spécialiser dans l'exportation des produits primaires aux fluctuations des cours préjudiciables pour lesdites économies, et à la volonté marquante des décideurs camerounais de sortir du carcan du sous - développement, la deuxième mission qui incombe à la S.N.I est cette promotion du développement économique et industriel du pays, qui passe par une substitution des

(1) Art. 4 du décret n° 85/1177 du 28 Août 1985.

importations par les productions locales qui traduisait ainsi l'option du Cameroun.

Cette stratégie s'opère selon deux démarches:

— L'institution depuis 1960, d'un code libéral des investissements pour encourager et attirer les investisseurs privés.

— La naissance d'un secteur d'économie mixte, que la S.N.I. persuadera la création et encouragera l'investissement dans les secteurs moins rentables, mais d'une utilité sociale indéniable.

Revenant à la mission proprement dite, le gouvernement et la S.N.I. ont mis sur pieds une politique qui vise:

— à la prise de participation qui exprime d'une part, un acte d'encouragement à la réalisation d'un projet (cas des participations minoritaires ou symboliques) d'autre part, la volonté d'un contrôle interne de la part du gouvernement dans le domaine indispensable à l'exercice de sa souveraineté économique (cas des fortes participations et parfois majoritaires).

— La création des filières qui constituent un moyen d'intégration vers la transformation des matières premières et vers une création des industries annexes. Cette nouvelle stratégie vise à rompre avec la dépendance extérieure qui continue de caractériser les industries camerounaises (exportation des outputs et importations des inputs).

Par ailleurs, l'accomplissement d'une telle mission nécessite des moyens et de nombreux modes d'intervention, capables de conduire à la satisfaction des attentes des autorités gouvernementales.

1-2 LES MODES ET LES MOYENS D'INTERVENTION DE LA S.N.I.

1-2-1 Les modes d'intervention.

Les principales opérations de la S.N.I. portent essentiellement sur la création et l'étude des projets, les prises de participation et sur

des crédits directs à des sociétés au capital desquelles elle participe.

a) Les prises de participation

Son règlement intérieur prévoit un plafonnement des participations par rapport aux différentes catégories de ses ressources.

Ainsi, elles sont effectuées à concurrence de 65% des produits des bons d'équipement à 2,3 ou 5 ans d'échéance et dans la limite de :

- 10% de ses ressources propres (capital + réserves)
- 60% des prêts et avances consentis par des institutions ou organismes financiers ainsi que des dotations, subventions, et dons.
- 60% des produits de toutes autres émissions publiques ou propres
- 10% du produit de ses opérations.

b) Les opérations de prêts

Elles sont quant à elles, limitées comme les premières en fonction des différentes catégories de ressources, mais aussi selon la durée du prêt.

Les opérations de crédits et avals sont définies par son règlement intérieur comme suit:

- Dans le long terme, les prêts sont plafonnés à 10% des fonds propres et provenant aussi de la fraction non utilisée de l'emprunt à L.T. et les fonds de garantie constitués à cet effet, plus 5% des bons d'équipements.
- Dans le court et le moyen terme, le plafond est fixé par le solde non engagé des ressources à L.T., ajouté aux emprunts, aux ressources, aux crédits de réescompte, plus 15% (pour le premier cas) et 10% (pour le second) des bons d'équipements.

c) Creation et etudes des projets

La S.N.I, dans sa stratégie de filière comporte dans ses livres de nombreux projets dont certains ont été déjà réalisés et d'autres en cours

de réalisation. Il n'est pas important de présenter cette liste de projets, mais nous nous limiterons à dire qu'ils couvrent ou portent sur plusieurs secteurs.

Toutes ces opérations ne sont possibles que grâce à l'existence d'un certain nombre de ressources tant financières (capital social, produits des bons d'équipement, de ses propres émissions, des revenus de participation ou de retrocession, les intérêts sur prêts, les commissions sur garanties, avals, cautions et courtages, les rémunérations de ses interventions, les dons et subventions etc ...) ou qu'humaines.

L'ensemble de ces opérations rapprochent davantage la S.N.I des entreprises de son groupe au point qu'elle apparaît pour beaucoup, plus comme un holding qu'une simple société d'investissement.

2) Les entreprises du secteur secondaire a participation S.N.I

L'approche que nous avons du sujet, nous conduit à tenter une caractérisation desdites entreprises avant de plonger dans les origines et les effets des difficultés financières qui semblent marquer la plupart des sociétés inscrites dans le porte - feuille S.N.I. en général, et dont certaines figurent ou font partie du secteur secondaire retenu comme cadre de notre recherche.

2-1 CARACTERISTIQUES DE L'ECHANTILLON

Il est surtout question de relever les traits des firmes concernées de manière à pouvoir mettre en évidence des éléments qui attestent d'une part le bien fondé de ce choix porté sur les entreprises du groupe S.N.I., et d'autre part qui permettront de mieux isoler les facteurs de succès ou d'échec.

Ils s'appréhendent à travers la forme juridique, le poids de la participation étatique au capital, le régime fiscal, la structure financière etc...

Mais bien avant, l'on note une diversification des industries au sein de différentes branches qui constituent cet échantillon.

a) **DIVERSITE DES BRANCHES**

Le secteur secondaire à participation S.N.I. comprend 23 entreprises réparties en 6 sous - secteurs:

- Industries alimentaires
- Textile et confection
- Matériaux de construction
- Cuirs et peaux
- Métallurgie et électronique
- Chimie et énergie

Le tableau suivant indique le nombre et la ventilation de ces sociétés au sein de chaque branche.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

TABLEAU II: REPARTITION DES ENTREPRISES PAR BRANCHES

Sous-Secteur	Nombre d'entreprises	Raison sociale
Industries Alimentaires	5	<ul style="list-style-type: none"> — Société industrielle des Cacaos "Sic-Cacaos" — Chocolaterie - confiserie du Cameroun "Chococam" — S^{té} anonyme des Brasseries du Cameroun "S.A.B.C" — Société des eaux minérales du Cameroun "S.E.M.C." — Milky way "MILKY WAY"
Matériaux de construction	1	Les cimenteries du Cameroun "CIMENCAM"
Cuirs et Peau	2	<ul style="list-style-type: none"> — BATA, société anonyme camerounaise "BATA SA" — Société de tannage industriel "TANICAM"
Métallurgie et Electronique	9	<ul style="list-style-type: none"> — Société camerounaise de métallurgie "S.C.D.M." — Société Camerounaise de transformation de l'aluminium "SOCATRAL" — Société Alubassa "ALUBASSA" — Cameroon electric cables "CAMELCAB" — L'Equatorial electronique "L'E.E." — Société d'application des techniques du Cameroun "SATC" — Compagnie Camerounaise d'Aluminium "ALUCAM" — Société camerounaise de verrerie "SOCAVER" — Société générale des travaux métalliques "GETRAM"
Chimie et Energie	2	<ul style="list-style-type: none"> — Société nationale de raffinage "SONARA" — Société nationale d'électricité du Cameroun "SONEL"

SOURCE: RAPPORT D'ACTIVITE 1987/1988
 DE LA S.N.I.
 FICHES TECHNIQUES 1990
 DES ENTREPRISES

b) Etat des participations au capital des sociétés retenues

L'importance du capital apparaît comme premier trait marquant de ces entreprises (compris entre 100 et 30.000 millions de f. CFA, ils sont d'ailleurs détenus à plus de 100 millions par 13 entreprises et entre 5000 millions et 30.00 millions par 5 d'entre elles).

D'autre part, si l'on admet que réunir au moins 25% des parts suffit pour avoir une influence sur la société bénéficiaire, il est donc possible d'affirmer que l'échantillon est dominé par des entreprises para-publiques ou d'économies mixtes, eu égard à la masse des participations publiques (S.N.I et autres organismes publics) apportées. Elles sont d'une importance non négligeable dans la réalisation des plans de développement proposés par les pouvoirs publics.

Leur rôle apparaît clairement dans une politique souple de l'emploi, de tarification, rendant les biens et services accessibles à tous ou dans le souci de développement d'une région (cas des zones rurales pour empêcher l'évasion de leurs populations vers les villes à la recherche du travail salarial), bref dans une politique d'infrastructures collectives et le souci de développer certaines ressources locales potentielles comme déjà soulignées.

Le tableau ressort le poids de cette participation étatique.

Par ailleurs, la distribution du capital de certaines sociétés laisse apparaître des parts majoritaires adjugés par certains grands groupes internationaux. (BATA avec NORTHERN INVESTMENT' CAMELAB avec METHA GROUP, TANICAM avec CFAO, SABC avec les GLACIERES INTERNATIONALES, CHOCOCAM et SIC-CACAOS avec BARRY SA, ALUCAM avec PECHINEY).

La situation qu'on voudrait relever, est celle d'une cotation indirecte de la part de ces sociétés du fait de celle de ces grands groupes.

Toutefois, elle dépend théoriquement de nombreux facteurs dont le plus essentiel est la proportion des bénéficiaires aux résultats de l'ensemble du groupe.

TABLEAU III**IMPORTANCE RELATIVE DES PARTICIPATIONS DES DIFFERENTS GROUPES (capital en million)**

SOCIETES	CAPITAL SOCIAL	PARTICIPATION SNI en %	AUTRES PARTICIPATIONS ETATIQUES EN %	TOTAL PARTICIPATIONS PUBLIQUES EN %	PARTICIPATIONS PRIVEES (nationaux et étrangers) en %	PRINCIPAUX ACTIONNAIRES
ALUBASSA	185,42	17,26	-	17,26	82,74	ALUCAM 1 ^{er} SNI 2 ^o
ALUCAM	173 88	6,94	38,64	45,58	44,42	GRUPE PECHINEY
BATA SA	805	15	-	15	85	NOTHER INVESTISSEMT CYCLTD 1 ^{er} SNI 2 ^o
CAMELCAB	600	40	-	40	60	MENTHA GROUPE 1 ^{er} S.N.I 2 ^o
CHOCOCAM	625	15,12	-	15,12	84,88	BARRY SA 1 ^{er} SNI 3 ^o
CICAM	2136	27,2	-	27,2	72,8	COPARTEX ET DEG 1 ^{er} SNI 3 ^o
CIMENCAM	5600	63,07	-	63,006	36,003	SNI
L'E.E.	425	46,94	50,5	97,53	2,47	SNI
GETRAM	1661,4	2,4	67,6	100	-	S.N.H
MILKY WAY	1065	34	-	34	66	DIVERS ET SNI
SABC	9183,75	17,35	-	17,35	82,65	B.GI 1 ^{er} SNI 3 ^o
SATC	100	25	-	25	75	SABC 1 ^{er} SNI 2 ^o
SCDM	1474,8	86,82	-	86,82	13,18	SNI

.../...

TABLEAU III (SUITE)**IMPORTANCE RELATIVE DES PARTICIPATIONS DES DIFFERENTS GROUPES (capital en million)**

SOCIETES	CAPITAL SOCIAL	PARTICIPATION SNI en %	AUTRES PARTICIPATIONS ETATIQUES EN %	TOTAL PARTICIPATIONS PUBLIQUES EN %	PARTICIPATION PRIVEES (nationaux et étrangers) en %	PRINCIPAUX ACTIONNAIRES
SCS	1574,995	26,566	39,349	65,915	34,085	ONCPB 1 ^{er} SNI 2 ^o
SEMC	260	37,48	-	37,48	62,53	SNI 1 ^{er} ET SABC 2 ^o
SIC- CACAO	1147,5	15,03	15,03	30,06	69,94	BARRY SA 1 ^{er} SNI 3 ^o
SONEL	30.000	0,00016	93,059	93,06	6,9407	ETAT CAMEROUNAIS
SOCAVER	1100	35	-	35	65	SABC 1 ^{er} SNI 2 ^o
SOLICAM	3000	13,76	-	13,76	86,24	CICAM 1 ^{er} SNI 2 ^o
SOCATRAL	750	25,02	-	25,02	74,98	ALUCAM 1 ^{er} SNI 2 ^o
SONARA	14000	17	49	66	34	SNH 1 ^{er} SNI 3 ^o
STT	300	3,2	-	3,2	96,83	D.E.G
TANICAM	500	10	-	10	90	CFAO 1 ^{er} S.NI 2 ^o

SOURCE: CONFECTIONNE A PARTIR DES FICHES TECHNIQUES (1990) DES ENTREPRISES DU GROUPE SNI.

c) Le régime fiscal

La forme juridique confère à ces entreprises un régime fiscal à formes d'imposition diverses, atténuées par certaines dispositions prévues dans le code des investissements.

Parlant des formes d'imposition, le C.G.I prévoit pour les plus importantes, et pour les cas d'espèce des formes juridiques de ces entreprises (S.A.) plusieurs types:

- L'imposition à l'IS au taux de 38,5% (C.A.C compris) avec un minimum de perception situé à 1% du chiffre d'affaires annuel.
- L'impôt minimum forfaitaire pour un montant de 660.00FCFA.
- L'impôt sur les revenus des capitaux mobiliers au taux de 16,5% (C.A.C compris)

Le code des investissements quant à lui a prévu dans le souci d'orienter les investissements dans un sens jugé prioritaire pour le développement de l'économie nationale, des avantages divers résumés en quatre régimes de faveur:⁽¹⁾

- Le régime des entreprises promotionnelles ou régime A
- Le régime des entreprises prioritaires ou régime B
- Le régime des petites et moyennes entreprises ou régime C
- Le régime des entreprises sous convention ou régime D

A cet égard, les entreprises qui ne figurent pas dans le tableau ont opté soit pour une imposition à l'IS seulement, soit à diverses taxes (T.I.P ou Taxe unique UDEAC...) ou bénéficiant de l'un des régimes de faveur du C.D.I dont le tableau ci - contre parcourt les conditions et les avantages prescrits. Deux types d'imposition peuvent toujours coexister.

Ces avantages fiscaux sont à l'origine d'économies d'impôts importantes.

D'autre part, les entreprises qui ne figurent pas dans le tableau en dehors d'une imposition à l'IS ont opté, soit au régime de la TIP ou taxe unique. Elles ne sont affiliées à aucun des régimes de faveur.

(1)

Il s'agit de l'ancien C.D.I. aujourd'hui abrogé par l'ordonnance n° 90 / 007 / du 8 Novembre 1990 portant modification de la loi n° 84 / 04 de Juillet 1984

TABEAU IV : REGIMES DE FAVEUR DU C.D.I. (1984)

REGIME	CONDITIONS	AVANTAGES	ENTREPRISES CONCERNEES
A	<ul style="list-style-type: none"> — Entreprises moyennes — Investissements cumulés pendant la durée du régime au moins égale à 500 millions de FCFA constants. — Implantation dans les zones frontalières aux conditions d'accès et de ravitaillement difficiles. — Privilège aux technologies adaptées — Utilisation d'une grande M.O nationale qualifiée. 	<p>Exonération des droits et taxes à l'importation ou réduits à 5% et de ceux perçus sur achats intérieurs.</p>	<ul style="list-style-type: none"> — MYLKY WAY
B	<ul style="list-style-type: none"> — Concourir à la mise en valeur des secteurs reconnus prioritaires par le gouvernement — Investissement cumulé pendant la durée du régime au moins égal à 2.500.000.000 de F CFA constants 	<ul style="list-style-type: none"> — Avantage du régime A — Exonération des droits de mutation sur les acquisitions des bâtiments nécessaires à la réalisation de leurs programmes d'investissement. — Possibilité d'imputation fiscale sur les exercices suivants, des amortissements comptabilisés pendant les trois premiers exercices. 	<ul style="list-style-type: none"> — BATA SA, CAMELCAB

TABLEAU IV (SUITE) : REGIMES DE FAVEUR DU C.D.I. (1984) (SUITE)

REGIME	CONDITIONS	AVANTAGES	ENTREPRISES CONCERNEES
C	<ul style="list-style-type: none"> — Participation nationale au Capital supérieure à 65 % — niveau des investissements cumulés inférieur à 500.000.000 de F CFA, constants. 	<ul style="list-style-type: none"> — Avantages du régime A — Exonération pendant 8 ans ou 15 ans pour les P.M.E. installées dans les zones à faible concentration industrielle de : <ul style="list-style-type: none"> ★ L'impôt sur le capital social ★ des droits à l'enregistrement ★ de l'impôt sur les BIC ★ de la taxe sur les distributions des crédits 	SATC, SICAM, SEMC, SOLICAM, TANICAM, SOCAVER, L'EE, GETRAM, SCS, SIMENCAM, SIC-CACAO, CHOCOCAM.
D	<ul style="list-style-type: none"> — Intervention dans les domaines reconnus stratégiques dans la réalisation du plan de développement économique, social et culturel. — Niveau des investissements au moins égal à celui des entreprises dominantes de la branche et devant atteindre 5 milliards pendant les 5 premières années 	Avantages conférés par le régime B	S.T.T., SONEL, ALUCAM, CIMENCAM, SONARA.

Source: C.D.I de 1984

d) La forme juridique

La forme juridique d'une entreprise est caractérisée par l'ensemble des relations qui s'établissent:

- Entre l'entreprise et les apporteurs de fonds
- Entre les détenteurs de parts
- Entre les associés ou actionnaires et les organismes qui assurent la direction et le contrôle de celle-ci.
- Entre les organes délibérants.

Ces rapports sont prévus par la loi et les statuts élaborés par toutes les parties prenantes à la constitution de la société.

A chaque forme juridique donc, correspond un objet et type de fonctionnement précis.

Ainsi, l'on distingue les formes commerciales, les formes civiles, les sociétés de participation et les groupements d'intérêts économiques qui obéissent à de nombreuses règles (de constitution, de fonctionnement et de dissolution).

Les formes commerciales se subdivisent en 3 groupes:

- Les sociétés de personnes (S.N.C. et S.C.S)
- Les sociétés de capitaux (S.C.A. et S.A)
- Une forme intermédiaire (SARL).

Les entreprises de l'échantillon ont une forme sociétaire appartenante au deuxième groupe et se présentant précisément sous la dénomination de S.A (société anonyme).

Cette option s'expliquerait par le caractère composite de l'appartenance du capital détenu, la taille et la dimension atteintes par ces firmes.

Son fonctionnement s'organise théoriquement autour de 4 organes principaux à savoir: la collectivité des actionnaires, le conseil d'administration, le président du conseil d'administration et la Direction générale et dans certains cas le Directoire et le conseil de surveillance où sont substitués le président et le conseil d'administration.

Notre analyse portera surtout sur le conseil d'administration qui joue un rôle important dans la conduite des affaires des sociétés du groupe S.N.I et

sur la collectivité des actionnaires, aussi importante dans le fonctionnement de toute société anonyme.

— **La collectivité des actionnaires.**

En effet, le principe essentiel de l'organisation de toute société conduit à concentrer tous les pouvoirs entre les mains des associés réunis au sein d'une collectivité d'associés ou d'actionnaires qui constitue l'organe souverain, car c'est elle qui attribue aux mandataires sociaux, aux dirigeants, les pouvoirs nécessaires de représentation et de gérance de la société. Ainsi c'est à l'assemblée générale que revient le droit de prendre les décisions concernant la société et de les faire respecter par tous les actionnaires mêmes absents, dissidents ou incapables.

Au sein de cet organe, la prise de décision est attachée aux droits sociaux et la répartition du pouvoir au droit de vote .

Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quantité du capital social représenté par les titres.

L'assemblée ordinaire des actionnaires est compétente pour toutes les décisions qui n'entrent pas dans la modification des statuts et s'appuie sur les règles de majorité dans sa convocation de même que l'assemblée extraordinaire, habilitée pour la modification des statuts, l'augmentation ou la réduction du capital social, la dissolution ou la transformation de la société en une autre.

La collectivité des actionnaires statue à majorité des 2/3 des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés⁽¹⁾ et ne peuvent délibérer que si le 1/4 et la moitié des actions ayant droit de vote sont réunies respectivement pour l'assemblée ordinaire et extraordinaire sur première convocation et pas de quorum et du capital sur deuxième convocation.

(1)

La majorité s'étend de la minorité de voix plus une puisque dans la pratique, on recourt au vote à mains levées.

— Le conseil d'administration

Pour ce qui est du conseil d'administration, il relève du premier organe du fait de la nomination et de la révocation de ses membres par l'assemblée ordinaire des actionnaires.

Le conseil nomme son président qui n'est pas automatiquement investi de la direction générale qui revient au Directeur général nommé sur sa proposition.

Tel n'est pas le cas pour les entreprises du porte - feuille S.N.I où l'Etat et la SNI ont une part influente du capital et où le P.C.A et le D.G sont nommés et révoqués par décret présidentiel.

Cette brève analyse du fonctionnement surtout dans les entreprises publiques et para-publiques à forte participation étatique et qui se justifie par l'adoption de ce type juridique d'entreprise.

Ainsi, l'on voit apparaître dans ce type de rapport, de nombreux conflits à partir du moment où la firme n'est pas administrée et gérée par ses propriétaires, mais par des individus aux objectifs opposés qui n'ont souvent aucun intérêt à défendre. C'est l'hypothèse de la théorie d'agence que nous développons ultérieurement, car cette forme juridique favorise son développement à partir des relations entre dirigeants et actionnaires d'une part et assemblée générale des actionnaires et conseil d'administration d'autre part.

e) La structure financière

Trois hypothèses sous - tendent notre analyse:

— Indépendamment de la recherche de la rentabilité qui est l'objet même de son existence, l'entreprise doit assurer sa pérennité et stimuler sa croissance à long terme par le biais d'une opération de réinvestissement qui consiste à remplacer le matériel existant, devenu inutilisable ou obsolète par de nouvelles immobilisations. Il apparaît donc un besoin de financement.

— Au cours de son cycle d'exploitation, l'entreprise est appelée à décaisser avant d'encaisser c'est - à - dire d'effectuer un certain nombre de dépenses dont elle peut différer l'échéance (elle consent des crédits à la

clientèle et les fournisseurs lui accordent des délais de paiements).

Dans la pratique, les décaissements continuent à courir pendant la période d'attente des encaissements, ils ne peuvent être effectués que dans la mesure où l'entreprise dispose d'une marge de sécurité suffisante: Le besoin en fonds de roulement est donc permanent.

— La permanence d'un besoin d'investissement et du besoin en fonds de roulement implique la permanence du financement. Ainsi le capital économique (équipement productif) et le fonds de roulement nécessaires à la bonne marche de l'entreprise doivent être couverts par des capitaux stables ou permanents, dont le gestionnaire doit rechercher la structure optimale. Il se pose donc un problème de répartition entre capitaux propres et capitaux d'emprunt.

La structure du capital, le fonds de roulement et la rentabilité constituent les grands axes de cette analyse de la structure financière.

— La structure du capital

Le capital de chacune des sociétés retenues dans l'échantillon est composé d'un éventail d'effets publics ainsi que ceux placés auprès du public épargnant, d'une dette bancaire importante à court et à moyen terme et parfois à long terme, sous la forme d'accords de prêts négociés avec la S.N.I. ou des lignes de crédits avec plusieurs banques.

Cette importance des crédits, croissant dans certains cas au fil des années, relève de la nature du système financier du pays caractérisé par une prépondérance d'un financement bancaire.

Cette structure du capital dont il est question, apparaît dans les tableaux suivants: l'un retraçant pour chacune des entreprises l'évolution des capitaux propres, des Dettes et des capitaux permanents sur une période de 5 ans allant de 1985 à 1990, l'autre, l'évolution du ratio (capitaux propres)/(capitaux permanents), expression de la mesure de l'indépendance ou de l'autonomie financière de l'entreprise - (il doit être supérieure à 50%) - (voir tableau V et VI)

Il en ressort que, les cas de réduction des capitaux propres observés

proviennent des reports déficitaires enregistrés qui reflètent la rentabilité passée des entreprises concernées.

— **Le fonds de roulement**

Les deux formules qui conduisent à la détermination du fonds de roulement débouchent sur deux règles d'or:

* Les capitaux permanents (ceux qui séjournent dans l'entreprise pendant une durée assez longue) doivent couvrir largement les investissements en immobilisation.

* Les besoins d'exploitation (actif circulant) doivent être couverts par un excédent de fonds stables ou par des disponibilités et dettes à C.T.

L'on observe dans certains cas, des entreprises de l'échantillon qui présentent des fonds de roulement négatifs traduisant aussi l'incapacité de ces dernières à faire face à leurs besoins courants d'exploitation et l'insuffisance des capitaux permanents susceptibles de financer leurs immobilisations. D'où des investissements faibles, souvent stables au fil des années.

Il est à noter que si le cas de financement d'une partie de l'exploitation par des fonds stables est admise, celui des investissements à L.T par les dettes à CT, constitue une marque de la dégradation de la structure financière de l'entreprise.

TABLEAU V STRUCTURE ET EVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS (en million de FCFA)

Sociétés	1985 / 1986			1986 / 1987			1987 / 1988		
	Capitaux propres	DLMT	Capitaux permanents	Capitaux propres	DLMT	Capitaux permanents	Capitaux propres	DLMT	Capitaux permanents
GETRAM	933	327	720	637	290	347	1979	354	1625
MILKY WAY	(1277)	700	(577)	1335	2345	1010	(1575)	2488	913
BATA SA	713	424	1137	986	681	1667	3	721	724
CAMELCAB	519	656	1175	855	567	1422	549	722	1271
CIMENCAM	7506	1977	9483	11694	6386	18080	12350	4999	17349
ALUCAM	21585	13708	35293	44000	9371	53371	42316	5622	47938
SONEL	87052	86536	173588	83392	96139	179531	170348	104271	274619
L'EE	(161)	47	114	(426)	42	(384)	708	42	750
S.T.T.	536	1964	2500	662	2230	2892	619	2098	2717
SOCAVER	3091	897	3988	3144	898	4042	3406	613	4019
SIC CACAO	2186	3140	5326	2641	2810	5451	2953	2651	5604
CHOCOCAM	2212	-	2212	2388	--	2388	2625	--	2625
SEMC	81	463	544	308	442	750	247	171	418
TANICAM	500	850	1350	216	765	981	(9)	630	621
SOLICAM	2682	2353	5035	2816	2497	5313	2493	2111	4604
S.C.S	(1256)	1883	627	(724)	1372	648	1814	1054	2868
CICAM	10036	2406	12442	8311	4244	12555	7311	3511	10822
SOCATRAL	1765	480	2245	2808	360	3168	2892	240	3132
SCDM	3362	368	3730	3317	211	3528	2828	75	2903
SABC	40733	17629	58362	48572	19968	68540	54611	16424	71035
ALUBASSA	66	105	171	334	75	409	371	263	634
SATC	123	-	123	200	--	200	267	--	267
SONARA	15303	25071	40374	35099	11078	46177	48195	11078	59273

Source Confectionné à partir des fiches techniques des entreprises de la SNI

TABLEAU V STRUCTURE ET EVOLUTION DES CAPITAUX PERMANENTS, (SUITE)

(en million de FCFA)

Sociétés	1988 /1989			1989 /1990		
	Capitaux propres	DLMT	Capitaux permanents	Capitaux propres	DLMT	Capitaux permanents
GETRAM	(3325)	3121	(204)	(4844)	3582	(1262)
MILKY WAY	(2035)	2488	453	(2814)	2540	(274)
BATA SA	(916)	485	(431)	(1322)	744	(578)
CAMELCAB	(12)	713	701	(335)	809	474
CIMENCAM	12238	3798	16036	11869	3792	15661
ALUCAM	43274	3960	47234	46492	3966	50458
SONEL	173586	109566	283152	181881	106693	288574
L'EE	ND	ND	ND	ND	ND	ND
S.T.T.	(464)	1986	1522	1274	2743	1469
SOCAVER	3180	694	3874	3171	887	4058
SIC CACAO	3363	899	4262	3464	667	4131
CHOCOCAM	2647	121	2768	2715	121	2836
SEMC	244	160	404	306	80	386
TANICAM	(43)	1045	1042	87	1220	1307
SOLICAM	2176	1790	3966	2061	1603	3664
S.C.S	891	1042	1933	867	1240	2107
CICAM	3112	4532	7644	(474)	4484	4010
SOCATRAL	2473	770	3243	2865	650	3515
SCDM	2841	75	2916	ND	ND	ND
SABC	54798	15501	70379	53283	9126	62409
ALUBASSA	324	238	562	433	161	594
SATC	312	--	312	317	--	317
SONARA	30207	3444	33651	41160	722	41882

Source confectionné à partir des fiches techniques des entreprises de la SNI
N.B les chiffres entre parenthèses sont négatives.

EVOLUTION DU RATIO (CAPITAUX PROPRES)/(CAPITAUX PERMANENTS) (en %)

TABLEAU VI

SOCIETE	ANNEE				
	1985/1986	1986/1987	1987/1988	1988/1989	1989/1990
ALUBASSA	38,6	81,66	58,52	57,65	72,9
ALUCAM	61,16	82,44	88,27	91,62	92,14
BATA SA	62,70	59,15	0,41	négatif	négatif
CAMELCAB	44,17	60,12	43,19	négatif	négatif
CHOCOCAM	100	100	100	95,62	95,73
CICAM	80,66	66,2	67,5	40,71	négatif
CIMENCAM	79,15	64,68	71,19	76,31	75,79
L'E.E.	négatif	négatif	94,4	ND	ND
GETRAM	54,56	négatif	négatif	négatif	négatif
MILKY WAY	négatif	négatif	négatif	négatif	négatif
SABC	69,86	70,86	96,49	77,86	85,38
SATC	100	100	100	100	100
SCDM	90,13	94,02	97,42	97,43	ND
S.C.S	négatif	négatif	63,25	46,09	41,45
SEMC	14,89	41,066	59,09	60,4	79,27
SIC - CACAO	41,04	48,45	52,7	78,91	83,85
SONEL	50,15	46,45	62,03	61,30	63,27
SOCAVER	77,5	77,78	84,75	82,08	78,15
SOLICAM	53,27	53	54,15	54,87	56,25
SOCATRAL	78,6	88,64	92,34	76,26	81,51
SONARA	37,9	76	81,31	89,76	98,28
STT	21,44	22,9	22,78	négatif	négatif
TANICAM	37,04	22,018	négatif	négatif	6,66

SOURCE: Fiches Techniques des Entreprises du Groupe SNI

NB. Les pourcentages sont arrondis au centième près

EVOLUTION DES FONDS DE ROULEMENT NET (en million de FCFA)

TABLEAU VI

SOCIETE	ANNEE				
	1985/1986	1986/1987	1987/1988	1988/- 1989	1989/1990
ALUBASSA	1888	(145)	1667	11118	9012
ALUCAM	(80)	142	282	437	546
BATA SA	(472)	(895)	(937)	(1365)	(1204)
CAMELCAB	(55)	(68)	(87)	(279)	(188)
CHOCOCAM	1131	1220	1095	1398	1735
CICAM	2168	1246	(2607)	(4315)	4782
CIMENCAM	(580)	237	(890)	37	1333
L'E.E.	(400)	(723)	(1058)	ND	ND
GETRAM	(1548)	(2567)	(3684)	(2402)	(3495)
MILKY WAY	(2433)	(496)	(789)	(1114)	(1879)
SABC	(1200)	3747	15882	19478	19341
SATC	95	170	259	192	200
SCDM	562	222	77	377	616
S.C.S	(600)	82	(88)	(289)	64
SEMC	24	33	(128)	(62)	20
SIC - CACAO	2945	2807	2838	2853	2780
SONEL	(6988)	(2412)	8775	17085	32218
SOCAVER	1126	189	380	766	1051
SOLICAM	1159	1261	1078	1061	1093
SOCATRAL	1694	1679	1191	2152	2100
SONARA	2993	9699	26645	(2787)	11400
STT	1281	1327	456	(719)	(472)
TANICAM	(237)	(403)	(416)	178	420

SOURCE: Fiches Techniques des entreprises du groupe SNI

NB: les valeurs entre parenthèses sont négatives)

— La rentabilité

La variable de référence qui retiendra notre attention sera le bénéfice net, dans la mesure où il est le reflet de l'activité de l'entreprise au cours d'une période et sert d'élément de base à la détermination d'autres masses (cash-flows, M.B.A., dividende et ...)

Il est perçu comme une différence entre les produits réalisés et les charges supportées par l'entreprise.

L'évolution des différents résultats enregistrés par les sociétés du portefeuille SNI figurant dans l'échantillon laisse ressortir 3 catégories d'entreprises. (voir tableau 8, 9 et 10)

- Les entreprises à rentabilité faible.
- Les entreprises à rentabilité moyenne.
- Les entreprises à rentabilité forte.

La baisse ou la faiblesse de la rentabilité observée sont l'expression d'une persistance des difficultés que connaissent peut-être depuis nombre d'années certaines entreprises du groupe S.N.I.

Dès lors il apparaît nécessaire de rechercher les causes spécifiques liées à cette situation de dégradation de la performance de ces entreprises dans une perspective de négociation ou de restructuration de la part du nouvel actionnariat.

TABLEAU 8**EVOLUTION DES RESULTATS NETS DES ENTREPRISES A RENTABILITE FAIBLE.**

(en million de FCFA)

SOCIETES	ANNEE				
	1985/1986	1986/1987	1987/1988	1988/- 1989	1989/1990
CICAM	(1683)	(1353)	(3872)	(3581)	(1648)
SOLICAM	(20)	(355)	(287)	(113)	(141)
TANICAM	(284)	(225)	(52)	(113)	(10)
SOCAVER	298	260	(301)	(201)	(354)
S.T.T	150	(88)	(836)	(792)	(460)
L'EE	(266)	(317)	(373)	ND	ND
CAMELCAB	1	(306)	(561)	(323)	(245)
MILK - WAY	(632)	(279)	(621)	(659)	(829)
BATA SA	(639)	(981)	(910)	(411)	(236)
GETRAM	(1321)	(1341)	(1349)	(1519)	(1711)

SOURCE : FICHES TECHNIQUES DES ENTREPRISES DU GROUPES S.N.I.

N.D. non disponible

Les valeurs entre parenthèse sont négatives.

TABLEAU 9**EVOLUTION DES RESULTATS NETS DES ENTREPRISES A RENTABILITE MOYENNE**

(en million de FCFA)

SOCIETES	ANNEE				
	1985/1986	1986/1987	1987/1988	1988/1989	1989/1990
SOCATRAL	665	808	(380)	(608)	392
SONEL	222	1632	(2748)	(1145)	4387
SCDM	(24)	(452)	77	143	ND
SATC	(0,3)	67	78	20	19
ALUBASSA	21	(84)	(41)	118	177
SEMC	157	(61)	(3)	62	67
CHOCOCAM	325	373	138	225	N.D.
SCS	311	1271	25	228	(38)

SOURCE: FICHES TECHNIQUES DES ENTREPRISES DU GROUPE SNI

TABLEAU 10

EVOLUTION DES RESULTATS NETS DES ENTREPRISES A RENTABILITE FORTE (en million de FCFA)

SOCIETES	ANNEE				
	1985/1986	1986/1987	1987/1988	1988/1989	1989/1990
SONARA	4158	12340	12610	10577	11051
CIMENCAM	2027	1365	823	924	1071
ALUCAM	(665)	148	3210	10457	3934
SIC CACAO	736	640	478	437	23
SABC	4909	5820	6203	5875	5698

SOURCE FICHES TECHNIQUES DES ENTREPRISES DU GROUPE SNI

N.B. Tous les chiffres sont arrondis au million de franc le plus proche. Ils ont été contrôlés et comparés à ceux de la direction de la statistique à travers les D.S.F. des différentes entreprises. Ceci reste valable pour tous les précédents tableaux.

2-2 LES CAUSES SPECIFIQUES DES DIFFICULTES

En plus des causes générales reconnues comme pouvant entraîner la faillite d'une entreprise, d'autres sont liés au caractère spécifique des entreprises concernées.

Elles sont nombreuses, diverses et souvent propres à chaque entreprise. Elles peuvent se résumer en 3:

- L'environnement macro - économique et réglementaire
- L'environnement institutionnel
- Les problèmes internes

2-2-1 L'environnement macro-economique et reglementaire

Les effets néfastes de la conjoncture nationale (la non protection du marché local) et international, caractérisée par des perturbations commerciales, financières et monétaires ont un poids certain dans les difficultés actuelles des entreprises du groupe S.N.I.

En effet, la détérioration des termes de l'échange, les fluctuations du dollar et la chute des prix des produits exportés affectent dangereusement l'évolution des chiffres d'affaires desdites entreprises.

De plus, ce premier phénomène est aggravé par la mévente sur le plan local de leurs produits, largement concurrencés par les importations asiatiques, européennes, nigérianes etc... bon marché. C'est ainsi que le ciment importé du Nigéria voisin détourne une part importante des consommateurs de la cimenterie de Figuil.

D'autre part, les problèmes de définition et de mauvaise orientation des objectifs, bien que concernant beaucoup plus les sociétés de développement n'est tout de même pas à exclure. Il existe un dualisme entre les objectifs commerciaux et sociaux, car comment s'attendre à un résultat positif lorsque l'entreprise doit supporter d'importantes charges visant à doter sa zone d'implantation d'infrastructures sociales diverses?

Pour toutes ces raisons, les résultats ne peuvent qu'être ceux que nous connaissons. Mais aussi l'environnement institutionnel n'est pas de nature à les favoriser.

2-2-2 L'environnement institutionnel

Il se caractérise par une ingérence de plus en plus accrue de l'Etat dans la gestion de celle-ci. Cette immixtion se manifeste à plusieurs niveaux à savoir, le recrutement et la désignation des dirigeants, la fixation autoritaire du prix de marché pour leurs produits.

En effet, le rôle de l'Etat devrait se limiter à l'orientation de la politique générale de l'entreprise. Cependant, l'on se rend compte que cette tutelle par de nombreuses instructions influencent la gestion quotidienne de celles-ci.

Le P.C.A. (souvent ministre en place ou ancien) et la présidence de la république prennent du pas sur le conseil d'administration. L'ordre du jour des sessions du conseil est généralement imposé par des personnes influentes externes à l'entreprise.

Par ailleurs, de nombreuses sociétés du groupe sont sensibles au système de prix administrés qui ne leur permet pas de couvrir les seules charges de production.

Il est à noter que cette situation cadrerait avec la politique du gouvernement à pourvoir à la satisfaction des besoins de la collectivité et à prendre en charge les pertes d'exploitation par le versement de subventions substantielles, qui pousse à la passivité et n'incite pas une gestion plus rigoureuse.

Cependant, l'environnement macro-économique et institutionnel ne sont que des éléments catalyseurs d'une situation inondée de nombreux problèmes internes.

2-2-3 Les causes internes

Elles sont liées au fonctionnement de celles-ci et concernent:

a) Les ressources de direction

Il se pose à ce niveau un problème de carence de cadre de gestion dans la mesure où les dirigeants de la majeure partie de ces

entreprises sont : soit des fonctionnaires détachés qui cherchent à adapter la dynamique de l'administration publique, marquée par la lourdeur et paperasserie à celle de l'entreprise privée orientée vers l'efficacité, soit des personnages politiques frappés d'une certaine déchéance (Directeur généraux) et qui brillent pour la plupart par l'incompétence, la paresse, l'inaction et le manque de sérieux.

De plus, dotés de profil intellectuel de moindre envergure et ignorant gestion et management, ces dirigeants n'ont pas pu orienter la gestion de ces sociétés vers des résultats respectueux du progrès et du développement économique.

La seconde difficulté a trait aux modalités pratiques de recrutement. Il ne s'effectue pas toujours au niveau de la direction générale et par des canaux pas très indiqués. (recommandations). Ce qui explique aujourd'hui des effectifs pléthoriques rencontrés aujourd'hui dans ces entreprises, synonymes d'élévation des coûts salariaux. Les critères de compétence, de productivité sont délaissés au profit d'une planification régionale.

L'on ne saurait terminer sans faire allusion aux malversations financières, orchestrées par certains dirigeants, confondant délibérément la caisse de la société et le patrimoine privé.

b) Les ressources techniques

Le manque de compétence technique, l'inexpérience du personnel, le manque du sérieux dans l'étude des projets font que nombre de ces sociétés amorcent dès leur création le processus de défaillance.

A cela, il faut ajouter l'échec des technologies importées qui ne tiennent pas compte de l'environnement national ou des réalités locales et qui soumettent l'acheteur aux conditions du fournisseurs, des charges d'amortissement et d'entretien très élevés relatifs aux matériels déjà utilisés, apportés par certains partenaires étrangers en guise de quote part dans le capital.

c) Les ressources financières

L'insuffisance ou la faiblesse des capitaux permanents à l'acquisition des immobilisations qui conduit à un financement par découverts bancaires (dettes à C.T.) est loin de viabiliser la structure financière de bon nombre de ces entreprises, déjà affectées par l'absence d'une politique marketing très poussée.

D'autres causes peuvent être relevées à savoir le caractère extraverti des industries, le coût élevé de la création de l'emploi.

Nous avons donc ainsi recensé les éléments qui peuvent être à l'origine de la dégradation des performances des entreprises retenues par l'échantillon. Conscients de ces difficultés, les autorités gouvernementales ont entrepris des mesures de restructuration et de réhabilitation qui ont conduit à de nombreuses conséquences.

Il faut aussi noter l'existence de nombreux coûts d'agence (coûts de surveillance, d'opportunité etc ...)

Ces mesures sont nécessaires dans la mesure où, l'assainissement de la gestion, le redressement de ces entreprises constituent quelques unes des conditions préalables à la réussite de l'opération de retrocession.

Cependant, elles se fondent entre autres paramètres sur des critères financiers, lesquels ont régis le choix entre le maintien, la cession, la liquidation ou la dissolution de certaines de ces sociétés du portefeuille S.N.I

Référence a été faite à la méthode de la valeur actuelle.

3) CRITERE D'ÉVALUATION UTILISE PAR LA S.N.I.

Les travaux de diagnostic qui ont précédé différentes mesures conséquentes citées plus haut, ont aussi ouvert la voie à une estimation globale de la rentabilité future desdites entreprises suivant un critère plus ou moins apprécié.

La méthode utilisée porte sur la notion et de valeur actuelle (cas des sociétés à privatiser).

Ce choix, privilégiant une approche d'évaluation par actualisation des flux, s'inscrit dans le seul but d'éviter les difficultés posées par l'application des méthodes fondées sur l'évaluation des actifs.

Deux critiques se dégagent et tiennent d'une part, au caractère particulier de l'entreprise en tant que projet d'investissement et au souci de contourner les difficultés d'une méthode patrimoniale.

En effet, la valeur actuelle nette (V.A.N), même si elle permet de fixer certaines conditions nécessaires à la détermination de la valeur de l'entreprise, ne favorise pas l'estimation de la zone négociation.

Elle permet d'apprécier la rentabilité globale de l'affaire, en soumettant la règle de décision à la différence entre l'investissement initial (mise initiale) et les différents flux de résultats actualisés sur une période de 5 ans.

Elle apparaît beaucoup plus comme méthode d'évaluation des projets, qu'une méthode de détermination de la valeur de l'entreprise.

En fondant l'analyse sur une actualisation des flux de revenus futurs, l'utilisation du critère de la valeur actuelle ne satisfait pas les attentes, dans la mesure où, dans la plupart de ces sociétés (para-publiques ou d'économies mixtes etc...) le capital est constitué en partie de dotations de l'Etat (apports en nature) converties en valeurs monétaire pour faire l'objet de sa participation à la mise initiale de la société.

Le problème d'évaluation des actifs et ses difficultés réapparaissent dans ces cas de conversion des biens apportés, sans que ne disparaissent pour autant celles liées à la définition des taux d'actualisation et de choix des flux de référence.

Compte tenu de l'importance des actifs, (physiques et financières)

détenus, les caractéristiques de ces types d'entreprise, la poursuite de l'activité exige une synthèse ou une intégration des deux modèles.

Cette position relève de la conception qui voudrait que la mise en oeuvre du patrimoine actuel d'une entreprise conditionne ses résultats futurs.

Enfin, quelle signification attendre de l'actualisation des flux négatifs?

L'ensemble des traits caractéristiques qui viennent d'être relevés font de ces entreprises un champ d'application à l'étude que nous nous proposons de mener, car d'une part, ils attestent l'existence d'hypothèses à la base des théories qui soutendent notre analyse et d'autre part, confirment la présence d'autres facteurs spécifiques qui méritent d'être pris en compte : ce sont des entreprises publiques et para-publiques, pour la plupart investies de missions sociales qui affectent grandement leurs performances.

Il en ressort qu'une entreprise peut réaliser des résultats positifs, mais jugés insuffisants par rapport à ceux qu'elle était en droit d'attendre sur la base des objectifs purement commerciaux ou de rentabilité.

Sous un autre angle, lorsqu'elle se trouve en difficultés, en dehors d'autres facteurs, les objectifs sociaux ont contribué pour une certaine part à cet état de choses.

C'est à ce niveau que se situe la particularité de ces types d'entreprise. En plus de la situation de difficulté qui ne se prête pas à une évaluation par des méthodes traditionnelles, l'estimation de leur performance est biaisée par les effets des objectifs sociaux qui leur sont souvent assignés.

B/ ILLUSTRATION A PARTIR D'UN CAS TIRE DE L'ECHANTILLON

Elle porte sur la SOCAVER.

Il s'agit de la seule entreprise de l'échantillon pour laquelle, nous

avons pu réunir des données sur une période de 3 ans. Elles proviennent des D.S.F. (déclaration statistique et fiscale) de cette société, obtenues auprès de la direction de la statistique et de la comptabilité nationale.

Elle présente les caractéristiques suivantes:

— C'est une société anonyme, spécialisée dans la fabrication des bouteilles et récipients en verre, au capital de 1.100.000.00 de FCFA réparti comme suit :

49, 97% en participation privée camerounaise

15,03 % en participation étrangère

35% en participation publique.

La S.N.I. détient toutes les parts publiques et apparaît comme deuxième actionnaire après la S.A des Brasseries du Cameroun (36,73%).

— La SOCAVER est agréée au régime "C" de l'ancien code des investissements et emploie de façon permanente 230 personnes et temporairement 633 employés (renouvelés à chaque exercice).

— Son marché couvre le territoire national et ceux de quelques pays de l'UDEAC.

Le processus d'évaluation commence par une analyse financière, axée sur l'examen de la politique financière de la firme, les critères de performance et une éventuelle explication de difficultés observables.

1) ANALYSE FINANCIERE

1-1 POLITIQUE FINANCIERE

Deux indicateurs de structure financière sont retenues: le fonds de roulement et l'autofinancement.

Leur évolution se présente comme suit :

(Chiffres en FCFA)

	1988 -89	1989 - 90	1990 - 91
Fonds de roulement (FDR)	727.410.360	1.234.813.704	1.654.651.714
Autofinancement	935.919.257	843.643.129	760.697.722

Il ressort donc de ce tableau que le FDR connaît une évolution favorable, soit un accroissement moyen annuel de 52%, par rapport à l'autofinancement qui accuse une baisse moyenne de 9,85% par an.

Cependant, cette évolution ne peut être plus significative que si à chaque fois, elle couvre les besoins en fonds. Toutefois, cette croissance du FDR semble de plus en plus traduire un financement sur fonds permanents.

1-2 CRITERES DE PERFORMANCE

Trois critères sont retenus pour apprécier la performance de cette entreprise : la croissance, la rentabilité et la sécurité.

a) La croissance

Analysée à travers une évolution du chiffre d'affaires, elle se caractérise sur trois exercices comme suit:

(Chiffres en FCFA)

1988 - 89	1989 - 90	1990 - 91
4.754.998.234	3.780.227.440	3.306.492.972

Ce tableau laisse apparaître une progression moyenne annuelle à la baisse de 16,5%. Cependant les prévisions pour 1990/91 ont été réalisées à 101,5% et se situe encore comme nous le constatons, en dessous des

performances des deux années précédentes. Toutefois, il serait plus intéressant de le situer par rapport à ceux des autres entreprises du même secteur ou ayant le même objet social.

Le chiffre d'affaires prévisionnel pour l'année 1991 - 92 a été de 2.760.921.632. A cette allure, la croissance n'est pas intéressante et baisse depuis 1988 - 89.

b) La sécurité

Les documents les plus utiles pour mesurer la sécurité sont : la structure des bilans et les ratios qui peuvent en être tirés. Nous en retiendrons cinq, résumés dans le tableau suivant:

(Chiffres en pourcentages)

RATIOS	1988 - 89	1989 - 90	1990 - 91
$\frac{\text{capitaux propres}}{\text{capitaux permanents}}$	71,64	70,29	65,64
$\frac{\text{F.D.R.}}{\text{C.A.H.T.}}$	15,30	32,66	50,04
$\frac{\text{D.C.T.}}{\text{Actif circulant}}$	66,7	51,2	46,31
$\frac{\text{Total dettes}}{\text{Total actif}}$	41	32,8	33,7
$\frac{\text{V.R.D.}}{\text{D.C.T.}}$	59,67	76,29	58,6

F.D.R = Fond de roulement

C.A.H.T. = Chiffre d'affaires hors taxes

D.C.T.	=	Dettes à court terme
V.R.D.	=	Valeurs réalisables et disponibles

Le premier critère est celui de l'indépendance (ratio (capitaux propres)/(capitaux permanents)). Sur toutes les trois années, malgré sa baisse continue, ce ratio reste élevé (supérieur à la norme de 50%) et fait apparaître une capacité d'endettement non négligeable. Cette opportunité est génératrice par effet de levier d'un surcroît de valeur, et constitue malgré tout, un élément favorable aux yeux d'un acquéreur. Le ratio de fond de roulement ((DCT)/(actif circulant)) décroît progressivement pour traduire de plus en plus une grande couverture des besoins par les capitaux permanents. Ce qui semble jusqu'alors acceptable.

Toutefois, la comparaison avec les normes sectorielles reste utile pour plus d'appréciation. Ceci reste valable pour tous les ratios comme celui de trésorerie, fluctuante, qui connaît une progression moyenne annuelle de 64,85%.

En somme, l'évolution de ces différents ratios ne laisse pas entrevoir une structure financière alarmante.

c) La rentabilité

Cette rentabilité s'apprécie à partir des structures et des marges d'exploitation comptables sur trois exercices.

(chiffres en FCFA)

Structure et marges d'exploitation	1988 - 89		1989 - 90		1990 - 91	
	Montants	pourcentage	Montant	pourcentage	Montant	pourcentage
Chiffres d'affaires	4.754.998.234	100	3.780.227.440	100	3.306.492.972	100
consommation de matière	2.590.705.781	54,48	2.028.272.284	53,65	2.103.074.134	63,60
Marge sur consommation de matière	2.164.292.453	45,51	1.751.955.156	46,34	1.203.418.838	36,39
Frais de personnel	829.612.487	17,44	728.566.394	19,27	719.545.761	21,76
Frais financiers	115.916.822	2,44	113.635.203	3	63.524.081	1,92
Amortissements	4.840.151.740	101,79	5.641.231.270	149,23	6.354.448.427	192,18
Marge sur frais de personnel financier et amortissements	-3.621.388.596	(76,16)	-4.731.477.711	(125,16)	-5.934.099.431	179,47
Bénéfice net	-201.172.184	(4,23)	-354.398.151	(156,98)	-191.273.068	(5,78)

Les valeurs entre parenthèses sont négatives.

Ces trois exercices font apparaître par rapport à l'exercice 1988 - 89 une diminution relative des consommations en matière.

Les frais de personnel baissent en valeur, mais leur couverture par le chiffre d'affaires augmente sensiblement (en moyenne 19,5%).

Les frais financiers, au contraire des dotations aux amortissements baissent sensiblement malgré une légère augmentation en 1989 - 90.

Seulement la marge sur frais de personnel, frais financiers et amortissements, se dégrade au fur et à mesure et ce à cause, de la baisse du chiffre d'affaires qui n'est pas proportionnelle à leurs accroissements.

Cette approche comptable doit être affinée par une étude des conditions économiques pour dégager une capacité bénéficiaire durable.

La rentabilité de la SOCAVER ne s'avère guère encourageante.

Au terme de cette analyse financière, l'entreprise présente une force

indéniable au niveau de sa politique financière, mais une performance quelque peu mitigée (faible rentabilité et croissance du chiffre d'affaires).

Par ailleurs, menée en termes d'évolution, sans comparaison avec les normes sectorielles, elle ne peut expliquer rigoureusement cette faible performance qui se traduit par des résultats déficitaires sur toute la période (-201.172.184 FCFA en 1988 - 89, -354.398.151 FCFA en 1989 - 90 et -191.273.068 en 1990 - 91).

L'on se pose alors la question de savoir, si cette situation est passagère, conjoncturelle, ou s'agit-il d'une manifestation d'une défaillance amorcée depuis quelque années?

Ces interrogations conduisent à une deuxième phase de l'analyse financière qui permettra de trouver une juste explication à la situation actuelle de la SOCAVER et les éventuelles actions de redressements.

1-3 ANALYSE DE LA DÉFAILLANCE

Il s'agit en fait d'un examen fondé sur un aménagement de la règle d'équilibre dans la mesure où, une évolution favorable du fonds de roulement ou de l'autofinancement n'est pas suffisante pour déclarer la viabilité de la structure financière de l'entreprise.

Nous nous proposons de mener une analyse à partir des approches d'évaluation.

L'analyse statique qui caractérise l'approche patrimoniale fournit un indicateur : le fonds de roulement.

Son évolution favorable sur toute la période établit en rapport avec les besoins en fonds de roulement, l'existence d'une certaine insuffisance à les couvrir totalement. Il en est de même de l'autofinancement, un élément de l'approche par les flux, fondamental dans une analyse dynamique du risque de faillite.

(chiffres en FCFA)

	1988 - 89	1989 - 90	1990 - 91
FDR	727.410.360	1.234.813.704	1.654.651.714
Autofinancement	935.919.257	843.643.129	760.697.722
Besoin en fonds	1.306.051.828	1.367.570.369	1.783.315.948
<u>Trésorerie</u>			
T.F.D.R.	-578.641.468	-132.756.665	-128.664.234
T. Autofi.	-307.132.571	-523.927.240	-1.022.618.226

TFDR : trésorerie par rapport au FDR

T. Autofi : trésorerie par rapport à l'autofinancement

Dans tous les deux cas, la trésorerie est négative, même si pour le fond de roulement, elle s'améliore progressivement au contraire de celui de l'autofinancement, où un accroissement des besoins s'oppose à sa relative baisse.

Il ressort de ce premier examen que, la SOCAVER connaît un problème de trésorerie, confirmé par l'indicateur FITREX.

(chiffres en FCFA)

	1988 - 89	1989 - 80	1990 - 91
Autofinancement	935-919.257	843.643.129	760.697.722
Variation de besoins en financement d'exploitation		61.518.541	415.745.579
FITREX (flux interne de trésorerie d'exploitation)		905.161.170	1.176.443.301
Charges financières	115.916.822	113.635.203	63.524.081

Le FITREX évolue favorablement, mais ne réussit pas toujours à couvrir la totalité des besoins en financement d'exploitation.

Il réussit tout de même à assurer très largement l'acquittement des charges financières et exclut par conséquent l'hypothèse d'un risque de faillite.

Ces deux approches confirment l'existence d'une difficulté de trésorerie. Mais, toutefois, elles sont incapables d'en fournir les causes et origines.

L'utilisation de la méthode discriminante permet, de diagnostiquer le risque de défaillance tout en donnant une explication des phénomènes observés.

Puisque la méthode de diagnostic retenue jusqu'alors reste celle des ratios, nous nous proposons une application de la méthode de scores de la Banque de France, la plus performante semble-t-il, de l'heure.

La SOCAVER présente toutes les conditions pour une telle application.

CODESRIA - BIBLIOTHÈQUE

Sa fonction de score se trouve donc détaillée dans le tableau qui suit:

RATIOS	coefficients des ratios de la fonction	Valeurs des ratios		Valeurs bornées		Contribution des ratios au score
		de l'entreprise en %	Valeur pivot	Borne inférieure	Borne supérieure	
Frais financiers /REB	- 1,255	5,1	62,8	0	215	72,4135
Couverture des capitaux investis	+ 2,003	302,9	80,2	19	196	231,9474
Capacité de remboursement	- 0,824	219	24,8	- 234	90	- 53,7248
Taux de marge brute d'exploitation	+ 5,221	37,7	6,8	---	32	131,5692
Délai crédits-fournisseurs	-0,689	196j	98,2	---	315	- 67,3842
Taux de croissance de la valeur ajoutée	-1,164	3,8	11,7	- 58	50	9,1956
Délai découvert-clients	+ 0,706	100 j	79	---	237	14,826
Taux d'investissements physiques	+ 1,408	131,4	10,1	0	56	64,6272

100 Z = 403,4699
Soit : Z = 4,0347

Les difficultés de trésorerie observées ne sont pas en voie d'hypothéquer la survie de la SOCAVER. Néanmoins, elles affectent ses grands équilibres. Elles ont pour origine, la faiblesse de la marge brute d'exploitation qui trouve son explication dans la structure du chiffre d'affaires et l'évolution de certaines charges.

En effet, une partie du chiffre d'affaires (cas de revente des marchandises en état) ne procure aucune marge à la SOCAVER. Cette situation s'apparente à la politique de tarification en vigueur dans la plupart des entreprises du secteur public.

En général, une action marketing est indispensable pour relancer les ventes à travers une nouvelle politique de prix.

En dehors de cette première action, l'on peut envisager un redressement par injection de fonds, qui permettra à l'entreprise de couvrir ses besoins.

Toutefois, la SOCAVER reste viable, car elle est potentiellement en bonne santé, mais témoigne de quelques problèmes trésorerie.

2) EVALUATION PROPREMENT DITE

Nous estimons au départ que, lorsque toutes les informations sont disponibles, les corrections sont possibles et la détermination de l'A.N.C.C ne pose aucun problème. Les retraitements et corrections concernent les postes suivants:

a) L'actif :

— Les immobilisations financières (dépôts et cautionnement, prêt à plus d'un an, titres de participation): Si les premières n'appellent à aucune remarque particulière, les prêts à plus d'un an, octroyés à taux d'intérêts faibles ou libellés en monnaies étrangères, doivent être actualisés au taux normal (1^{er} cas) ou valorisé au cours du jour de la date d'évaluation (2^e cas). Sinon, ils sont retenus pour leur valeur comptable. Les titres pour leur part, sont évalués soit à leur valeur d'usage (cas des titres de participation) ou à leur valeur vénale (cas des titres de placement), soit se rapportent à la valeur de l'entreprise s'ils sont majoritaires.

— Les valeurs d'exploitation : Le principe est celui d'une évaluation au cours du jour pour l'imposition virtuelle d'une éventuelle plus-value affectant la différence de stock.

— Les valeurs réalisables et disponibles : L'examen porte sur les postes clients, comptes de régularisation et les prêts à moins d'un an.

Pour le premier, il doit faire l'objet d'une étude minutieuse pour détecter les créances douteuses et aboutir à la régularisation de la provision

qui aurait été constituée antérieurement.

Les prêts à moins d'un an suivent le même traitement que ceux à plus d'un an. L'évaluateur doit s'assurer du bien fondé des régularisations.

b) Au passif

Les redressements et corrections portent sur les éléments constituant les capitaux propres.

Au niveau du capital, l'on doit tout simplement s'assurer de la souscription et de la libération totales des fonds prévus, de l'incorporation réglementaire des réserves, et en cas de réduction du capital, s'intéresser aux raisons (remboursement d'apports aux associés ou absorption des pertes.)

les primes de remboursements donnent lieu à une diminution du capital du montant correspondant.

En ce qui concerne les réserves, la préoccupation reste le respect des dispositions légales, statutaires, contractuelles ou réglementaires. En cas d'incorporation, les réserves réglementaires sont retenues pour leur montant net des frais d'incorporation.

Le report à nouveau, lorsqu'il devient débiteur après avoir accumulé des déficits des années antérieures supposées fiscalement déductibles, représente une économie d'impôts devant être valorisée.

Enfin, les provisions à caractère de réserve doivent être soustraites du passif exigible.

Une fois ces redressements et corrections effectués, l'actif net comptable corrigé (A.N.C.C.) peut être déterminé sans difficultés à partir de la formule exposée en première partie.

Les questions essentielles restent actuellement, celles de la détermination du montant des fonds à réinjecter et la projection des bénéfices sur la base des effets de cette mesure.

Pour le premier, il s'agit en fait d'une valeur des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, constituée du montant des valeurs immobilisées et du besoin en fond de roulement normatif.

Pour le second, le bénéfice prévisionnel, il dépend largement de la réussite de l'opération de redressement. Il est aussi assis sur une projection des résultats sur la base des effets attendus de ce redressement.

Une fois ces trois grandes masses déterminées, et la période de récupération spécifiée, il ne reste qu'à appliquer la formule :

$$V_E = \text{Valeur actualisée à terme} - \text{Valeur des fonds engagés.}$$

Cette valeur à terme correspond au montant de l'A.N.C.C. et du bénéfice actualisé après redressement.

Le taux d'actualisation étant celui des emprunts à long terme, intégrant l'inflation.

Par cette application, et étendue à toutes les autres entreprises de l'échantillon, il serait possible de déterminer en même temps, leur performance réelle et de juger de leur niveau de risque de défaillance.

CODESRIA - BIBLIOTHÈQUE

CONCLUSION DE LA PARTIE

Les deux modèles d'évaluation existants offrent, chacun dans sa logique, des possibilités d'analyse de risque de défaillance, soit à partir du diagnostic financier, soit à partir des formules qu'ils élaborent.

Ainsi au modèle patrimonial d'évaluation s'identifie une analyse statique, fondée sur la notion de liquidité et d'exigibilité, alors qu'à travers la valeur par le flux, des instruments ou indicateurs tels que l'autofinancement ou la capacité d'autofinancement sont mis en évidence.

Cependant, ces deux approches de la valeur de l'entreprise font appel à des notions ou concepts se référant à l'analyse financière traditionnelle, et dont le caractère de prévision reconnu à ses instruments se trouvent remis en cause par des indicateurs nouveaux (DAFIC et FITREX).

Toutefois, la prévision des difficultés de l'entreprise à partir des modèles d'évaluation passerait par une évolution du diagnostic financier, tant dans les objectifs que lui assigne cette opération, que tant dans les instruments qu'il utilise, pour aboutir à des résultats fiables, non erronés.

En effet, l'objectif que l'évaluation assigne au diagnostic financier et l'insuffisance du diagnostic stratégique ne sont pas de nature, à les destiner à un engagement des actions d'amélioration de la gestion ou du changement de la stratégie de l'entreprise.

Ainsi, le diagnostic général de l'évaluation repose sur:

— Un diagnostic stratégique qui met l'accent sur l'aspect économique, commercial et technique (concurrence, rapports et relations avec les fournisseurs et la clientèle, état des techniques etc...) tout en négligeant la qualité de l'équipe dirigeante dont l'aspect managérial constitue un facteur d'appréciation du risque de faillite (il apparaît d'ailleurs comme une cause de risque de faillite en cas de mauvaise qualité). Il analyse surtout (en quelques points) l'environnement de l'entreprise, et n'insiste pas tout à fait sur l'évaluation de la stratégie de la firme concernée.

— Un diagnostic financier qui se limite au simple constat des

déséquilibres.

Si donc l'évaluation a le mérite d'avoir tenté une intégration de ces deux types d'analyses, beaucoup reste encore à faire dans ce domaine, et la restauration des objectifs traditionnels du diagnostic lui permettra de revêtir son caractère ambitieux.

Néanmoins, le choix des indicateurs significatifs et pertinents, constitue l'un des points saillants d'une démarche efficace.

Dès lors qu'on sait que tous les instruments ou indicateurs ne rendent compte des difficultés que d'une manière tardive, l'importance de l'habileté et de l'expérience de l'analyste n'est plus à démontrer.

Certaines précautions sont donc à prendre:

Il est utile dans le cadre d'une étude fondée sur les ratios, de savoir distinguer:

- Les ratios les plus erratiques, considérés comme secondaires en tant qu'indicateurs, susceptibles de caractériser en première analyse le comportement des entreprises en difficultés, mais non sans importance.

- Les ratios omniprésents, caractérisant mieux le comportement des entreprises en difficultés, quelle que soit la conjoncture ou le degré du processus de dégradation.

- Les ratios les plus spécifiques au processus de défaillance.

D'autre part, il faut savoir identifier:

- Les symptômes et indicateurs simultanés qui indiquent l'installation de la crise et ses répercussions imminentes sur l'entreprise (difficultés et défaillance des clients, baisse des commandes, difficultés d'écoulement des stocks).

- Les symptômes et indicateurs à l'avance, qui préviennent d'un risque de crise ou de son arrivée prochaine dans l'entreprise (les menaces sur l'activité des secteurs clients, les changements de rythme d'inflation, la perte de compétitivité etc...).

Le diagnostic doit pouvoir tenir compte avec prudence de l'ensemble de tous ces facteurs explicatifs.

Par ailleurs, une analyse de la défaillance fondée sur le seul diagnostic

financier, n'est pas totalement apte à permettre une meilleure compréhension des éventuelles situations de crise, observées dans une entreprise.

Il doit donc être appuyé par un diagnostic stratégique, qui doit lui permettre de disposer d'une information économique plus générale concernant le ou les différents métiers de l'entreprise.

Les différentes approches de la notion de valeur de l'entreprise dans l'analyse de la défaillance, sont insuffisantes pour prévoir la faillite à court terme.

Cette analyse consacre donc la combinaison ou l'intégration des facteurs financiers, stratégiques et arbitraires (relevant de l'argumentation, de l'expérience et de la compétence de l'analyste) pour une meilleure compréhension et explication des difficultés de la firme.

CODESRIA - BIBLIOTHÈQUE

CONCLUSION GENERALE

L'évaluation financière de l'entreprise retient deux grands modèles de référence que sont: le modèle patrimonial et le modèle par actualisation des flux.

L'application des formules qui en sont issues se trouve confrontée à de nombreuses difficultés d'ordres pratiques ou techniques et structurelles (choix des masses et taux de référence, la prise en compte de l'inflation, l'absence de certains marchés appropriés etc...).

D'autre part, leur processus de mise en oeuvre passe par plusieurs étapes, dont l'une des plus importantes est le diagnostic général qui met un accent tout à fait particulier sur l'aspect comptable et financier de la firme à évaluer, et ne s'intéressent que fortuitement au diagnostic stratégique.

Si le diagnostic financier à lui seul ne permet pas une analyse complète des forces et faiblesses de l'entreprise, l'évaluation a le mérite de pouvoir lui associer le diagnostic stratégique dans l'évaluation de sa performance.

Cette démarche constitue pour elle un atout considérable dans l'analyse des difficultés des entreprises et peut à cet effet lui permettre de dépasser son rôle d'aide à la décision pour devenir un instrument de gestion à la disposition des entreprises, car les formules qu'elle offre et les techniques du diagnostic qu'elle utilise sont les mêmes qu'employées par l'analyse de la défaillance.

Cependant, son pouvoir d'assomption de cette nouvelle fonction dépend tout simplement d'une part, des objectifs qu'elle assigne au diagnostic et d'autre part à la prise en compte des insuffisances que témoignent les théories traditionnelles d'analyse financière sur lesquelles elle se fonde.

Toutefois, l'habileté de l'évaluateur pèse d'un grand poids sur le choix des indicateurs significatifs et la construction des schémas d'analyse dans la mesure où, de nombreuses précautions sont nécessaires, lorsqu'on sait

qu'il peut exister des indicateurs erronés (par exemple des ratios erratiques), des indicateurs en retard (qui indique la situation de crise avec retard) ou qu'on n'ignore pas la présence de l'influence des facteurs de l'environnement ou ceux liés à la spécificité même de l'entreprise, qui sont autant d'éléments susceptibles de biaiser les résultats de l'analyse.

Par ailleurs, chaque modèle d'évaluation présente une aptitude à diagnostiquer le risque de faillite en privilégiant soit une position externe ou interne de l'évaluateur. Pour le cas d'espèce où l'échantillon est constitué d'entreprises du groupe S.N.I aux performances souvent controversées (influencés par les objectifs sociaux ou des missions de développement pour certaines d'entre elles) et seront dans une échéance à venir cédées aux particuliers, l'éventuel acquéreur ne fondera ses analyses que sur les seules informations financières issues des documents légaux ou officiels, obligatoirement publiés par elles.

Sa position externe constitue pour lui un handicap, dans la mesure où il ne peut disposer de toutes les informations nécessaires lui permettant de limiter son risque.

De plus, l'utilisation et l'élaboration de certains indicateurs nécessitent une parfaite connaissance interne de l'entreprise.

A cet égard, si le modèle patrimonial, en dépit de ses insuffisances, fournit des instruments ou des indicateurs d'une analyse globale de la situation financière de la firme et favorise la position externe de l'acquéreur, il doit pouvoir s'accompagner du modèle par actualisation des flux qui quant à lui serait plus intéressant s'il pourrait tenir compte des flux après restructuration de la firme concernée.

Ceci est d'autant plus pertinent que non seulement la situation de difficultés dans laquelle se trouve plongées certaines entreprises de l'échantillon, aggrave le caractère aléatoire de la récurrence des résultats du passé (tout au moins) mais aussi, le nouvel actionnariat dirigeant devra entreprendre des mesures de redressements en vue de remettre en état de fonctionnement normal l'appareil de production.

Ainsi, la reprise d'une affaire en difficultés comporte de nombreux

risques spécifiques (problèmes de comptes, la reconstitution des résultats réels, les risques juridiques liés au respect de certains engagements, les risques financiers non apparents dans les comptes) et conduit à deux types de distinctions:

— Les entreprises non redressables et à actif net important, qui présentent une espérance certaine de gains pour le reprenneur, puisque la liquidation laisse une trésorerie disponible. Dans ce cas, la valeur correspondante est une valeur d'actif net de liquidation qui représente l'A.N.C augmenté des plus ou moins values sur actifs (corporels ou incorporels) sur la base des valeurs liquidatives et diminuée des coûts de liquidation (coûts de licenciements, frais de liquidation etc. . .) et éventuellement d'un impôt sur ces plus-values.

— Les entreprises redressables qui doivent s'apprécier à partir d'une valeur à terme déduite d'une évaluation de l'actif net et de la capacité bénéficiaire de ces entreprises supposées redressées.

Ce raisonnement suppose la connaissance des origines et causes des difficultés de la firme, de leur évolution et des types de mesure à mettre en place.

Leur maîtrise passe donc par celle de la qualité de l'action managériale et par une complémentarité entre une analyse statique (relevant du modèle patrimonial) et une analyse dynamique (relative au modèle par les flux) de la défaillance d'une part, et d'une intégration entre diagnostic financier et diagnostic stratégique d'autre part, seules susceptibles à la rigueur d'expliquer finement les éventuelles situations de crise, et ceci dans la mesure où les difficultés peuvent être structurelles alors que la cible idéale pour tout reprenneur reste, en dépit d'autres considérations, l'entreprise qui est potentiellement en bonne santé, mais qui témoigne des problèmes de trésorerie,

Cette solution nous amène à penser à une formule synthétique d'évaluation de l'entreprise, qui associerait une valeur patrimoniale à une de rentabilité, quitte à faire intervenir des coefficients de pondération tels que proposés par certains auteurs. Mais le choix d'une telle formule pondérée,

reste pour une fois lié aux caractéristiques de l'espèce considérée et soumis à de nombreuses difficultés.

Aussi, cette intégration entre une analyse à la fois stratégique et financière, relève de la nouvelle vision de l'évaluation où «*les paramètres stratégiques et financiers sont étroitement imbriqués au cours des phases d'analyse, de diagnostic et de prévision, puis canalisés vers un modèle global d'évaluation: modèle d'évaluation stratégique - financière qui fournit:*

- *Des données d'évaluation classiques (appréciation chiffrée de la valeur de l'actif),*
- *Des préconisations financières et stratégiques (politiques de financement et de distribution, stratégie génériques),*
- *Le niveau de risque économique et financier»⁽¹⁾*

La première tentative d'une telle modélisation a été à notre connaissance, celle réalisée par le CREDIT COMMERCIAL DE FRANCE à travers le modèle IS/IE-AC décomposé en deux modules: le module stratégique IS/IE et le module financier AC⁽²⁾.

La méthode proposée en se fondant sur l'esprit d'une telle intégration, permet lorsqu'elle s'applique aux entreprises du secteur secondaire à participation S.N.I., d'apprécier simultanément leurs performances et leur degré de risque de cessation d'activité.

Après la définition de la mission et la connaissance de l'entreprise, étapes préalables qui caractérisent toute évaluation, son processus de mise en oeuvre passe par deux grandes phases successives:

- La phase du diagnostic général qui se subdivise en 2 étapes:
 - * une analyse financière qui examine d'une part la politique financière et la performance de la firme d'autre part, à partir des critères tels que le FDR, l'autofinancement, le chiffre d'affaires, la structure de l'exploitation et des marges etc...

Ce premier travail permet de pronostiquer sur la croissance, la

(1) **G. SURBLED** "EVALUATION FINANCIERE ET STRATEGIQUE, vers un nouveau-cadre conceptuel de l'évaluation: la méthode IS/IE-AC du C.C.F" *Analyse financière* 3^e trimestre, 1984, p. 78-85, cité par **G. HIRIGOYEN** et **J.C DEGOS** op. cit, page 111.

(2) *Le modèle stratégique IS/IE (IS=indice de surface, IE= indice d'équilibre). le module financier AC(AC=Amortissement du capital).*

sécurité et la rentabilité de l'entreprise.

* La seconde étape vise une analyse (explication, origines et causes, prévisions) des éventuelles difficultés de la firme. Il s'agit ici d'une analyse menée en termes de défaillance à partir de la méthode des scores. le diagnostic stratégique peut également ici jouer son rôle d'appoint.

— La phase d'évaluation proprement dite qui met en évidence les formules de l'actif net corrigé et de bénéfice prévisionnel après redressements. le redressement peut s'effectuer soit par injection de fonds, soit à partir des causes et origines des difficultés. pour le premier cas, le montant des capitaux à apporter, doit correspondre à la différence entre la valeur substantielle normative et celle qui caractérise la situation présente de l'entreprise. Le bénéfice prévisionnel à prendre en compte dans la phase d'actualisation correspond au trend de plusieurs résultats, estimés sur une certaine période et déterminé selon les formules statistiques classiques. (moyennes mobiles, droite des moindres carrés etc...).

BIBLIOGRAPHIE

I - OUVRAGES

- 1- **ALLA (Jean)** "L'évaluation de l'entreprise: de la théorie à la pratique" Edition CUJAS, Paris, 1978.
- 2 - **ALLA (J) et HOUDOUIN (J)** "Stratégie et valeur de l'entreprise" Economica, 1989.
- 3 - **ALFONSI (G.) et GRANDJEAN (P)** "Pratique de gestion et d'analyse financières" Les Editions d'Organisation, Paris, 1984.
- 4 - **BESCOS (J.L)** "Le redressement d'une entreprise" EYROLLES, 1990.
- 5 - **BRILMAN (Jean)** "Gestion de crise et redressement d'entreprises" Editions Hommes et Techniques, Paris 1985.
- 6 - **BRILMAN (J) et MAIRE (C)** "Manuel d'évaluation des entreprises" Les Editions d'organisation, 1990.
- 7 - **BRUCKERT (X.), MARTEAU (D.) et DAHALIA (T)** "Le marché de change et la zone franc" EDICEF / AUPELF.
- 8 - **CHARREAUX (G)** "Gestion financière". LITEC, 1991.
- 9 - **CHARREAUX (G), COURET (A) JOFFRE (P), KOENIG (G) et DE MONTMORILLON (B)** "De nouvelles théories pour gérer l'entreprise" Gestion, Economica 1987.
- 10 - **COLASSE (B)** "gestion financière" P.U.F, 2^e édition, 1987
- 11 - **CONSO Pierre)** "La gestion financière de l'entreprise" 7^e édition, DUNOD, 1989.
- 12 - **DELION** "L'état et les entreprises publiques" édité Sirey, Paris, 1958.
- 13 - **DEPALLENS (G) ET JOBARD (J.P.)** "Gestion financière de l'entreprise". Sirey 10^e édition, 1990.
- 14 - **DUBOIS DE GAUDUSSON (J.) CONTAMIN (F), GOULON (C) et Autres** "Les entreprises publiques en Afrique noire: Sénégal - Mali" Edition Asperone, Paris 1979.
- 15 - **FLEURIET (M) ET KIENAST (P)** "Comment et à quel prix vendre son

- entreprise" Collection de l'Usine Nouvelle, Edition du Moniteur, Paris, 1989.
- 16 - **FORCE (J) et BRONCY (G)** "Le tableau de financement", Foucher, 1982.
 - 17 - **GLAIS (M)** "Le diagnostic financier de l'entreprise" Economica, 2^e édition, 1986.
 - 18 - **HIRIGOYEN (G) ET DEGOS (J.G)** "Evaluation des sociétés et de leurs titres" Vuibert, Gestion, Paris, 1988.
 - 19 - **LACROIX (G)** "Evaluation des fonds de commerce et des entreprises" Edition du Moniteur, 4^e édition, 1978.
 - 20 - **MARSHALL (J) et LECAILLON (J)** "Analyse monétaire" Editions Cujas, Paris, 1971.
 - 21 - **MARMATA (F)** "La bourse et le financement des investissements" Armad COLIN, Paris, 1973.
 - 22 - **NZEMEN (Moïse)** "Théorie de la pratique des tontines au CAMEROUN" SOPECAM, Yaoundé, 1988..
 - 23 - **PENE (DIDIER)** "Valeur et regroupements des entreprises: méthodes et pratiques", Dalloz Gestion - finances, 1979.
 - 24 - **QUINTART (Aimable) et ZISSWILLER (R)** "Théorie de la finance" Paris, PUF, 1990
 - 25 - **RAFFEGEAU (J) et DUBOIS (F)** "L'évaluation financière de l'entreprise P.U.F, 1988.
 - 26 - **ROUX (Dominique)** "Analyse économique et gestion de l'entreprise" Dunod, Paris, 1988, Tome 2.
 - 27 - **SAGE (Eugène)** "Comment évaluer une entreprise" Editions Sirey, 1979
 - 28 - **SIMEON (Michel)** "Texte pour une histoire de l'analyse économique" cours photocopié, 1980.
 - 29 - **TABATONI (A. Michel)** "L'évaluation" P.U.F, 1979.
 - 30 - **TAIEB (M.)** "Les techniques de l'évaluation des entreprises" Editions. EDEC, 2^e édition corrigée et mise à jour, 1981.
 - 31 - **TCHUINDJANG (P.J)** "Monnaie, servitude et liberté" Edition J.A.,

1980.

- 32 - **TOUNA MAMA**, "Histoire de la pensée économique" cours photocopié, 1990.
- 33 - **VIZZAVONA (P)** "Gestion financière: analyse financière, analyse prévisionnelle", Editions ATOL; 1991 (Tome I)
- 34 - **VIZZAVONA (P)** "Evaluation des entreprises" Editions ATOL, 1991 - 1992.
- 35 - **VERNIMMEN (Pierre)** "Analyse financière: Logique et politique" Finance DALLOZ, 1988.

II - ARTICLES ET CHRONIQUES

- 1 - **ALBERT (J) et VIALET (L)** "Les défaillances d'entreprise depuis dix ans. Un tournant en 1974" Economie et Statistique n° 95, Décembre 1977, pp 33 - 41.
- 2 - **BANQUE DE FRANCE** "La détection précoce des difficultés d'entreprises par la méthode de score" bulletin d'information n° 65, Septembre 1985, pp 1 -24.
- 3 - **BRONCY (G) et FORCE (J)** "Délais de paiement et comportement des entreprises: sur la période 1980 - 1984" Revue banque, n° 473, Juin 1987, pp 580 - 586.
- 4 - **CASTA (J.F), ZERBIB (JP)** "Prévoir la défaillance" Analyse financière, pp 506 - 527.
- 5 - **CHARREAUX (G)**. "L'analyse financière par les flux: synthèse et critique des approches récentes" Analyse financière, 3° trimestre, 1984, pp 27 - 41.
- 6 - **COLLARD (R), RODOCANACHI et DUMONT (R)**- "Redresser une entreprise en difficulté" - Harvard - l'Expansion / Printemps, 1985, pp 78 - 88.
- 7 - **COLLONGUES (Y)** "Ratios financiers et prévision des faillites des petites et moyennes entreprises", Revue banque n° 365, Septembre 1977, PP 963 - 970.
- 8 - **ERB (Richard D.)** "Le rôle des banques centrales" Finances et

développement, Décembre 1989, pp 11 -13.

- 9 - **EDMISTER (Robert)** "An empirical test of financial ratio analysis for small business failure prediction" Journal of financial and quantitative analysis , 7 (March 1972) pp 1472 - 1493.
- 10 - **GHSQUIERE (S) et MICHA (B)** "L'analyse de la défaillance" rapport présenté à la 9^e journée d'étude des centrales des Bilans, Banque de France, Juin 1983.
- 11- **GUGENHEIM (D)** - "Les modèles d'analyse financière face aux entreprises en difficultés: Fonds de roulement, FITREX, DAFIC." Analyse financière, 4^e trimestre 1984, pp 42 -46.
- 12 - **GUGENHEIM (D)**- "Entreprises en difficultés et modèle d'analyse financière: Fonds de roulement, FITREX, DAFIC" Revue banque, n° 451 Juin 1985, pp 587 - 590.
- 13 - **GUGENHEIM (D)** "Que valent les ratios bancaires?" Gerer et Comprendre, pp. 39 - 45.
- 14 - **GUILLOU (Jacques)** - "Le modèle FITREX d'analyse de gestion financières" Revue banque n° 406, Mai 1981 pp 569 - 578
- 15 - **GUILLOU (J)** - "Vers une nouvelle approche de l'analyse financière" Analyse financière, 3^e trimestre 1979 p. 814.
- 16 - **JOHNSON CRAIG G.** "Ratio analysis and the prediction of firm failure" Journal of finance, 26 (May) 25 (December 1970) pp 1166 - 1168 and also **EDWARD A. ATTMAN** Reply, Ibid p 1169 - 1172.
- 17 - **KAMELGARN (Daniel)**- "P.M.E en difficultés: l'intervention fonds propres." Revue banque, n° 442, Septembre 1984, pp 929 - 938.
- 18 - **LARERA (B) De MOBEL** - "Les entreprises françaises sont - elles trop endettés?" Revue banque, n° 473, Juin 1987 pp. 541 - 546.
- 19 - **MALECOT (Jean - François)** - "Les défaillances: un essai d'explication" Revue française de gestion, Septembre - Octobre 1981, pp 10 -18.
- 20 - **MODER (François)** - "Les ratios et l'analyse du risque" Analyse financière, 2^e trimestre, 1975 pp. 8 - 18.

- 21 - **MURRAY, (Roger F.)** " The penn central debacle lessons for financial analysis" Journal of finance, 26 (May 1974), pp 327 - 332.
- 22 - **MYRON GORDON J.** "Towards a Theory of financial distress " Journal of finance, 26 (May 1971), pp 347-356
- 23 - **PELTIER (GRILLES)** "Reflections sur les entreprises publiques en Afrique" Revue banque, Spécial Décembre 1981 pp 17 -24
- 24 - **SENETERRE (ALAIN)** "L'inflation et les objectifs de l'entreprise" Revue banque, n° 410, Octobre 1981, pp 1099 - 1101.
- 25 - **VERNIMMEN (Pierre)** - "Panorama des recherches portant sur le risque du créancier " Analyse financière, 1^{er} trimestre 1978. pp 54-61
- 26 - **VERNIMMEN (Pierre)**. "Le concept de fonds de roulement est - il dépassé" Revue banque, n° 360, Mars 1977. pp 293-298
- 27 - Nouvelle conditions des banques: "flexibilité et libéralisation" Cameroun tribune n° 4379, 28 Avril 1989.

III- TEXTES ET ANNALES

- 1 - Loi n° 63/25/ du 19 Juin 1963
- 2 - Loi n° 64/DF/485 du 16 Décembre 1964
- 3 - Décret n° 85/1177 du 28 Août 1985
- 4 - Code des investissements du CAMEROUN: Ordonnance n° 90/007 du 8 Novembre 1990.
- 5 - Code général des impôts
- 6 - Rapports d'activité de la S.N.I.
- 7 - Fiches techniques des entreprises du groupe S.N.I.
- 8 - D.S.F. des entreprises.

ANNEXE 1

AGREGATS NECESSAIRES AU CALCUL DES RATIOS

- Capacité d'autofinancement = Bénéfice net + valeur comptable des immobilisations cédées - produit de cession + dotations aux amortissements et provisions - reprises des dotations - quote-part des subventions.
- Endettement = D.L.M.T. + concours bancaires + groupes et associés
- Dettes commerciales = fournisseurs + effets à payer
- Achats = Achats des marchandises, des matières et premières et fournitures, emballages commerciaux.
- Ressources propres = capital + report à nouveau
- Ressources stables = capitaux propres ou situation nette + provisions pour dépréciation d'actifs + endettement - concours bancaires courants.
- Capitaux investis = Valeurs immobilisées + BFR
- BFR = Stocks + créances d'exploitation - dettes d'exploitation
- Investissements physiques = Immobilisations corporelles
- Découvert-clients = clients + effet à recevoir + créances douteuses.
- Production = Production vendue + production stockée.
- Autofinancement = Bénéfice net + dotations aux amortissements et provisions + produits exceptionnels - charges exceptionnelles - dividendes.
- Capitaux propres = Capital social + prime d'émissions + écarts de réévaluation + réserves ± report à nouveau + provisions réglementées + subventions.
- Capitaux permanents = capitaux propres + DLMT + provisions pour risque et charges + plus-values de réévaluation.
- Capitaux économiques = Valeurs immobilisées corporelles + BFR d'exploitation
- Résultat économique brut = Valeur ajoutée - (Salaire et traitements + cotisations sociales)

ANNEXE 2

DEFINITION DES RATIOS

- couverture des capitaux investis = $\frac{\text{Ressources stables}}{\text{capitaux investis}}$
- Capacité de remboursement = $\frac{\text{capacité d'autofinancement}}{\text{endettement global}}$
- Taux de marge brute d'exploitation = $\frac{\text{Résultat économique brut}}{\text{chiffre d'affaires H.T}}$
- Délai crédit-fournisseurs = $\frac{\text{Dettes commerciales}}{\text{Achats TTC}}$
- Taux croissance de la valeur ajoutée = $\frac{VA_n - VA_{n-1}}{VA_{n-1}}$
- Taux d'investissements physiques :
$$\frac{1}{3} \sum_{i=1}^3 \frac{(\text{investissements physiques})_{n-i+1}}{\text{Valeur ajoutée}}$$

TABLE DES MATIERES

<u>Matières</u>	<u>Pages</u>
INTRODUCTION GENERALE	3
PREMIERE PARTIE	
MODELES D'EVALUATION EXISTANTS ET DIFFICULTES D'APPLICATION DES DIFFERENTES METHODES	7
CHAPITRE I LA NOTION DE VALEUR	9
SECTION I THEORIE DE LA VALEUR	9
A) LA VALEUR UTILITE	9
B) THEORIE DE LA VALEUR TRAVAIL	11
SECTION II NOTION DE VALEUR DE L'ENTREPRISE	16
A) VALEUR ET AUTRES CONCEPTS	17
B) LES DIFFERENTES APPROCHES DE LA NOTION DE VALEUR DE L'ENTREPRISE	19
CHAPITRE II L'ESSENTIEL THEORIQUE DES MODELES D'EVALUATION ..	23
SECTION I LE MODELE PATRIMONIAL	23
A) LA VALEUR MATHEMATIQUE	24
B) VALEUR D'ASSURANCE ET DE LIQUIDATION	34
C) LES APPROCHES FONCTIONNELLES D'EVALUATION DU PATRIMOINE	35
SECTION II LA VALEUR PAR LES FLUX	42
A) LE MODELE DE VALORISATION PAR CAPITALISATION OU ACTUALISATION DES RESULTATS	42
B) LES APPROCHES MODERNES	58
C) LA NOTION DU GOODWILL	68
CHAPITRE III LES DIFFICULTES PRATIQUES DE L'EVALUATION	75
SECTION I LES PROBLEMES LIES A L'EVALUATION OU A LA REEVALUATION DES ACTIFS	76
A) LA REEVALUATION DES ACTIFS	76
B) L'EVALUATION DES ELEMENTS INCORPORELS ...	78
SECTION II LES PROBLÈMES TECHNIQUES	80
A) LA DETERMINATION DE LA PERIODE DE REFERENCE	80
B) LA PRISE EN COMPTE DE L'INFLATION.	81
C) LE CHOIX DU BENEFICE ET DU TAUX	84

SECTION III L'ABSENCE D'UN MARCHÉ SECONDAIRE	90
A) LE RÔLE DU MARCHÉ SECONDAIRE	91
B) LA NATURE DU SYSTÈME FINANCIER CAMEROUNAIS	92
CONCLUSION DE LA PARTIE	95
DEUXIÈME PARTIE	
POUR UNE APPROCHE GLOBALE DE L'ÉVALUATION FINANCIÈRE DE L'ENTREPRISE	98
CHAPITRE I PROCESSUS D'ÉVALUATION ET ANALYSE DE LA DÉFAILLANCE	01
SECTION I THÉORIES FINANCIÈRES ET STRUCTURE OPTIMALE DU CAPITAL	102
A) LA THÉORIE TRADITIONNELLE	102
B) THÉORIES DE MILLER ET DE MODIGLIANI	105
C) LES THÉORIES DE L'AGENCE ET DES SIGNAUX ET LA POLITIQUE FINANCIÈRE DE LA FIRME	107
SECTION II L'ÉVALUATION ET L'ANALYSE DE LA DÉFAILLANCE DE L'ENTREPRISE	114
A) PRINCIPALES CAUSES DE LA DÉFAILLANCE	115
B) RÔLE ET PLACE DU DIAGNOSTIC DANS LE PROCESSUS D'ÉVALUATION ET DE LA DÉFAILLANCE DE L'ENTREPRISE	117
C) ANALYSE DES DIFFICULTÉS DE LA FIRME PAR LES MODÈLES D'ÉVALUATION	120
D) LA PRÉVISION DES DIFFICULTÉS À PARTIR DES MODÈLES D'ÉVALUATION	136
CHAPITRE II AMÉNAGEMENTS POUR UNE PLUS GRANDE ÉTENDUE D'APPLICATION DE LA FORMULE FONDAMENTALE DE L'ÉVALUATION	159
SECTION I AMÉNAGEMENTS DE LA RÈGLE D'ÉVALUATION CLASSIQUE	160
SECTION II APPLICATION À L'ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES DU SECTEUR SECONDAIRE DU PORTE-FEUILLE SNI	161
A) PRÉSENTATION DE L'ÉCHANTILLON	162
B) ILLUSTRATION À PARTIR D'UN CAS TIRÉ DE L'ÉCHANTILLON	197
CONCLUSION DE LA PARTIE	210
CONCLUSION GÉNÉRALE	213
BIBLIOGRAPHIE	217
I- <u>OUVRAGES</u>	217
II- <u>ARTICLES ET CHRONIQUES</u>	219
III- <u>TEXTES ET ANNALES</u>	221
ANNEXE 1	222
ANNEXE 2	224

SUJET : SSAI D'EVALUATION FINANCIERE DES ENTREPRISES AU CAMEROUN :
CAS DES ENTREPRISES DU SECTEUR SECONDAIRE A PARTICIPATION S N I.

I. PROBLEMATIQUE

L'évaluation financière de l'entreprise constitue pour la restructuration, la réhabilitation des entreprises publiques et para-publiques et leur volet privatisation, un élément indispensable de décision.

Face aux difficultés que connaissent ces types d'entreprises dans la conjoncture actuelle, compte tenu des entraves à la finalisation du processus de privatisation, et sans rejeter les vertus d'une évaluation financière, l'on est tenté de partager les préoccupations des éventuels repreneurs, de se demander dans quelle mesure l'évaluation financière pourrait conduire à un aménagement de la gestion des entreprises à privatiser. Autrement dit, sont-elles suffisamment performantes pour poursuivre leurs activités ? Ne courent-elles pas de risque de cessation d'activité ? ou encore, sous un angle théorique, les méthodes d'évaluation existantes sont-elles adaptées à l'évaluation des entreprises publiques et para-publiques aux objectifs souvent beaucoup plus sociaux ? Quelles sont donc les aménagements à effectuer pour les rendre opératoires dans le cas des entreprises en difficultés ?

La présente étude nous conduit à adopter la méthodologie suivante :

II. METHODOLOGIE

- Hypothèse de travail : Les différentes approches de la notion de valeur dans l'analyse de la défaillance semblent insuffisantes pour la prédiction de la faillite à court terme.
- Echantillon : Les entreprises du secteur public et para public à participation S.N.I. Taille : 24 entreprises.
- Méthode d'analyse utilisée : Méthode descriptive qui consiste en:
 - Une phase théorique portant sur une présentation des différentes méthodes d'évaluation (fondements, limites etc...) afin d'apprécier leur efficacité relative et de décrire les situations dans lesquelles une méthode peut-être recommandée.
 - Une phase empirique qui vise la validation de l'hypothèse de travail

retenue il s'agit concrètement d'apprécier à travers leur processus d'application ou de mise en oeuvre, les aptitudes ou l'efficacité des différentes méthodes existantes regroupées au sein de deux principales approches d'évaluation traditionnelles (approche patrimoniale et approche par les flux) à diagnostiquer le risque de défaillance d'une entreprise.

Une illustration est donnée à partir d'un cas tiré de l'échantillon.

III. RESULTATS ET PROPOSITIONS

Il ressort de cette étude que l'analyse patrimoniale ou l'analyse dynamique, menée seule est insuffisante pour décrire, expliquer et prévoir en même temps les difficultés et actions à mettre en oeuvre pour les résoudre. Ce sont en fait deux approches complémentaires, qui dans leur utilisation efficace doivent s'accompagner d'une étude stratégique de l'environnement de l'entreprise. Ce résultat confirme par là-même, la rétention d'une formule synthétique pondérée pour toute opération d'évaluation.

En fait, il s'agit de tenir compte à la fois, des paramètres financiers et stratégiques pour aboutir, à une méthode d'évaluation qu'on pourrait qualifier de stratégique - financière.

Les propositions qui en découlent vont dans le sens d'une régénération de l'évaluation financière de l'entreprise qui pourrait désormais jouer véritablement son rôle en devenant un instrument de gestion.

Cette régénération apparaît comme la condition sine qua non pour réorienter l'objectif de l'évaluation vers une amélioration de la gestion de la forme. Par là-même, il serait donc possible d'étendre l'utilisation des formules classiques à l'évaluation de toute entreprise, même celles en difficultés ou investies des missions spéciales (voire sociale ou de développement ect...) comme c'est le cas pour les entreprises publiques et para-publiques.

L'illustration portant sur une entreprise de l'échantillon permet d'établir le processus d'évaluation à retenir pour à la fois mesurer la performance financière et le risque de cessation d'activité de la forme concernée.