

Cours 1 : l'approche patrimoniale d'évaluation d'entreprise

Plan

Introduction

I. L'actif net comptable (ANC)

- 1. Définition et principe**
- 2. Retraitements du Bilan**
- 3. La formule de calcul de (ANC)**
- 4. Exemple d'application**

II. L'actif comptable réévalué (ACR)

- 1. Principe**
- 2. Retraitements et réévaluation**
- 3. Formule de calcul**
- 4. Exemple d'application**

III. L'actif net comptable corrigé (ANCC)

- 1. Définition et principe**
- 2. La prise en compte de la fiscalité**
- 3. La valeur mathématique intrinsèque de l'action**
- 4. Exemple d'application**

Conclusion

Introduction générale

La méthode patrimoniale privilégie le patrimoine détenu par l'entreprise au moment d'évaluation. Elle revient à évaluer séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise et à en faire la somme algébrique. C'est une démarche simple qui consiste à étudier systématiquement chacun des actifs et des passifs inscrit au bilan d'une entreprise. En effet les valeurs comptables sont souvent éloignées des valeurs réelles pour des raisons comptables, fiscales, historiques, etc. ces valeurs comptables doivent être réévaluées pour déterminer une valeur réelle et actuelle de l'actif.

Cette méthode est à privilégier dans les sociétés où la part des immobilisations (corporelles, incorporelles et financières) est importante :

- activité de commerce et de distribution
- activités industrielles
- sociétés holdings
- activités financières (banques, établissements de crédit)
- sociétés foncières.

Les méthodes d'évaluation patrimoniale permettent de fournir deux principaux types de valeurs :

- La valeur de marché : appelée également la valeur liquidative, c'est la valeur qu'on pourrait retirer d'un bien en le vendant. Si cette valeur peut paraître incontestable sur le plan théorique, elle suppose pratiquement que l'acheteur se place dans une optique liquidative, ce qui est rarement le cas puisque sa motivation d'achat est la synergie industrielle ou commerciale.
- La valeur d'usage : elle représente la valeur d'un actif au sein du processus d'exploitation : une sorte au cout de remplacement.

Dans ce premier cours, nous présentons les trois méthodes patrimoniales qui reposent sur le concept de valeur du marché, il s'agit des méthodes d'Actif Net Comptable (ANC), Actif Net Réévalué (ANR) et Actif net comptable corrigé (ANCC). Les méthodes qui reposent sur le concept de valeur d'usage (VSB et CPNE) seront présentées dans les prochaines cours.

I. L'Actif Net Comptable (ANC)

1. Définition et principe

L'actif net comptable est une méthode qui donne une image approximative de la valeur de l'entreprise, elle est déterminée au départ du bilan de l'entreprise; c'est-à-dire sur la base de la valeur comptable des éléments du patrimoine.

Il s'obtient en déduisant des actifs réels ; c'est-à-dire, les actifs qui ont une valeur marchand ou sur sa valeur vénale¹ (les éléments de l'actif fictif² doivent être diminuée tout en intégrant les économies d'impôts qu'ils génèrent, de l'actif totale du bilan) le montant des dettes (financières, d'exploitation et hors exploitation) ainsi que les provisions et les dividendes à verser et les impôts différés ; il correspond donc aux capitaux propres de l'entreprise diminués éventuellement des actifs fictifs, c'est généralement dans cette acception que l'expression « actifs net » est utilisée.

2. Les retraitements du Bilan

Les actifs fictifs sont des actifs qui ne représentent, pour l'entreprise aucune valeur réelle d'usage ou de revente, ils se composent de toutes les dépenses non remboursables faites dans l'intérêt de l'entreprise pour créer ou augmenter ses possibilités de fonctionnement. Sans contrepartie d'actifs réels sous forme de bien.

Les actifs fictifs sont :

➤ **Immobilisations en non-valeurs :**

Appelée aussi « frais d'établissement » ; il s'analyse financièrement comme un actif sans valeur.

Il s'agit à proprement parler de frais revêtant une importance significative, et qui ne sont pas directement comptabilisées dans les comptes de charges du fait qu'ils ne sont pas répétitifs, qu'ils ne peuvent être rapportés à des productions déterminées ou qu'ils peuvent bénéficier à plusieurs exercices et que l'entreprise décide d'étaler sur plusieurs années.

- ✓ **Frais préliminaires** ; les comptes de ce poste enregistrent à leur débit les charges engagées par l'entreprise à l'occasion de sa constitution, d'une augmentation de son capital, d'opération de restructuration, de campagne de prospection ou publicitaires, concernant des activités nouvelles ou des perfectionnements d'activités dont l'effet bénéfique s'étend à plus d'un exercice.(Frais de constitution, Frais d'augmentation du capital, Frais sur opérations de fusions, scissions et transformations, Frais de prospection, Frais de publicité, Autres frais préliminaires)
- ✓ **Les charges à répartir sur plusieurs exercices** ; (Frais d'acquisition des immobilisations, Frais d'émission des emprunts, Autres charges à répartir)

¹ C'est-à-dire la valeur que l'on estime pouvoir obtenir lors de la vente dans des conditions normales.

² Appelés « actifs fictifs », car ils ne présentent, pour l'entreprise, aucune valeur réelle d'usage ou de revente.

- ✓ **Primes de remboursement des obligations** ; le poste qui contient le compte Primes de remboursement des obligations est débit de la différence entre la valeur de remboursement des obligations et leur prix d'émission.

➤ **Ecart de conversion-actif**

Ecart de conversion actif ; les pertes latentes qui résultent des variations de valeur des créances et dettes libelles en monnaies étrangères sur cette ligne (contrepartie de l'augmentation de la valeur des dettes, ou de la diminution de la valeur des créances ;

3. La formule de L'ANC

$$\begin{aligned} \text{ANC} &= \text{Actifs réels} - \text{Dettes réelles} \\ &= (\text{Total de l'actif} - \text{actif fictifs}) - \text{Total des dettes} \\ &= (\text{Total de l'actif} - \text{total des dettes}) - \text{actifs fictifs} \\ &= \text{Capitaux propres} - \text{actifs fictifs.} \end{aligned}$$

4. Exemple d'application

Soit le bilan de l'entreprise Z (voir l'annexe 1), calculer l'ANC ?

➤ Calcul de l'actif net comptable :

$$\text{ANC} = \text{Capitaux propres}^3 - \text{actif fictif} + \text{dettes fictive}$$

- Les dettes fictives sont nulles

$$\text{ANC} = \text{capitaux propres} - \text{actif fictif.}$$

$$\begin{aligned} &= (52491000 + 300000) - 363000 \\ &= 52791000 - 363000 \end{aligned}$$

$$\text{ANC} = \underline{52428000\text{Dh.}}$$

II. l'Actif Net comptable Réévalué ANR

1. Principe et définition

³ Les capitaux propres assimilés sont inclus les capitaux propres.

Le bilan donne une idée comptable des éléments d'actifs et du passif, or les éléments du bilan sont enregistrés à leur valeur historique, il en résulte que le bilan constitue une vision historique.

En effet, la valeur de l'entreprise donnée par un calcul direct de la valeur de l'actif net constitue une valeur minimale ou plancher, car elle est établie selon des règles qui ne sont pas toujours compatibles avec la réalité économique et financière.

« La méthode de l'actif net réévalué dérive de la méthode de l'actif net comptable et propose de corriger les effets de l'évolution nominale de prix par l'affectation d'indices aux valeurs comptables d'origine ». Elle peut, par le biais d'indices arbitraires, donner des évaluations fortes éloignées de la réalité (peut en considérer par exemple que la valeur de matériels informatiques à performance constantes suite une courbe parallèle à l'évolution de l'indice générale de prix ?).

2. calcul de l'ANR

L'actif net réévalué se calcule à partir de la formule suivante

$$\text{ANR} = \text{Actif réel réévalué} - \text{dettes réelles réévaluée}$$

3. Exemple d'application

Prenons le même exemple, calculer l'ANR ?

➤ Calcul de l'actif net Réévalué

$$\text{ANR} = \text{Actif réel réévalué} - \text{dettes réelles réévaluée}$$

Valeur réévaluée de l'actif

- Mobilier matériel du bureau, aménagement divers (675000*1,05 ⁴)	820467
- Titres de participations (40084800*1,05 ⁵)	51159491
- Créances de l'actif circulant	385500
- Titres et valeurs de placements	1897200
- Banque	<u>2443500</u>
	56706158

Dettes à déduire

- Dettes de financement	6262500
- Provision pour charge	90000
- Dettes du passif circulant	<u>235500</u>

6588000

$$\begin{aligned} \text{ANR} &= 56706158 - 6588000 \\ &= \underline{50118158\text{Dh.}} \end{aligned}$$

III. L'Actif Net Comptable Corrigé (ANCC).

1. Définition et principe

L'actif net comptable corrigé appelé communément « valeur intrinsèque » est le montant du capital qu'il serait nécessaire d'investir pour reconstituer le patrimoine utilisé dans l'entreprise dans l'état où il se trouve, le recours à cette méthode est indispensable afin d'attribuer à l'entreprise objet de l'évaluation une valeur plus compatible avec la réalité économique et financière du fait que les précédentes y font défaut, effectivement la première utilisant des valeurs historiques, fournit une valeur sous-estimée ; la seconde, utilisant des indices généraux donne dans certains cas des plus-values artificielles (cas particulier du fond de commerce et des titres immobilisés).

Or l'écart entre la valeur comptable et la valeur réelle des composants du bilan est dû généralement à :

- l'absence de comptabilisation de certains éléments incorporels (fonds de commerce, d'industrie créée) ;
- l'évolution du marché (immeubles) ;
- La dépréciation monétaire
- l'existence de réserves occultes, ou de la surestimation (ou sous-estimation) de certains postes (provisions, par exemple).

Pour cela on remarque que la valeur comptable de l'actif devient hors de propos par rapport aux valeurs de marché. Par exemple, un immeuble acheté il y a 15 ans aura une valeur nette comptable très faible du fait de l'amortissement qu'il aura subi, pourtant, il se peut que l'emplacement de l'immeuble ait pris de la valeur. Dans ce cas, il est important de réévaluer l'immobilisation pour tenir compte de ce phénomène ; on obtient ainsi l'actif net comptable corrigé.

Cette méthode consiste à inventorier l'ensemble des actifs et passifs de la société, juger leur réalité et évaluer leur valeur en corrigeant leur valeur comptable ou en se basant sur leur valeur vénale, leur coût de remplacement, leur valeur d'usage ou sur tout autre indice édicté par l'expérience théorique et pratique et dépendant de l'optique d'évaluation qui peut être ou bien liquidative ou de continuation.

Il faut donc procéder à un travail de retraitement des différents postes du bilan : ce retraitement, largement pratiqué par les experts privés est désormais unanimement admis en utilisant les références ou les techniques les mieux adaptées à la nature du bien (prix du marché, barèmes mercatoriales, indices spécifiques, comparaison), l'analyse des postes du bilan permet d'apporter un certain nombre de corrections à la valeur comptable, de telle façon que la détermination de l'actif net comptable corrigé consiste à constituer l'actif réel et le passif exigible réel qui seront substitués à l'actif et à l'endettement comptable de la première méthode.

Ainsi l'ANCC est calculé de la façon suivante :

$$\text{ANCC} = \text{Valeur corrigée des actifs} - \text{Valeurs corrigée des dettes}$$

$$\text{ANCC} = \text{ANC} + \text{plus-values latentes} - \text{moins-values latentes}$$

2. La prise en compte de la fiscalité

La question se pose souvent est de savoir s'il y a lieu de tenir compte de la fiscalité latente sur les plus-values observées sur les différents postes de l'actif. Il est constant que la valeur comptable des biens inscrits à l'actif du bilan ne reflète pas leur valeur réelle. Les experts s'accordent sur le fait qu'il convient de vérifier les valeurs d'inscription et de leur substituer si nécessaire la valeur réelle du bien.

Ainsi, d'une manière générale, il est admis :

- qu'un bien immobilisé à l'actif du bilan est nécessaire à l'activité de la société n'a pas vocation à être vendu ; la valeur recherchée étant la valeur d'utilité du bien pour l'entreprise, il n'y a pas lieu de tenir compte d'un impôt latent ;
- en revanche, si le bien immobilisé et revalorisé n'est pas nécessaire à l'exploitation (la société peut envisager de le céder sans nuire au bon déroulement de son activité), il est possible de déduire l'impôt latent.

Mais plus généralement les fiscalités différées et latentes sur les plus values d'éléments d'actifs sont, selon les opérations prises (ou ne sont pas prises) en compte.

En théorie, la fiscalité devrait toujours être intégrée dans les calculs mais devrait être actualisées, en fait, si la date de décaissement est très lointaine cette valeur actualisée est faible. Aussi en pratique, préfère-t-on ne tenir compte de la fiscalité différée (ou latente) que si la probabilité d'arrivée de l'événement dans une période rapprochée est élevé.

Si l'évaluation de l'entreprise à pour objet une opération de regroupement qui ne se traduit pas par un changement de structure juridique des sociétés en présence (cas de la prise de participation par exemple), on ne tiendra compte que d'une fiscalité réduite à la prise en charge de l'actif fictif, aux provisions réglementées et subventions d'investissement ainsi qu'à la cession d'actifs non nécessaires à l'exploitation.

Si, par contre, l'opération de regroupement se traduit par un changement de structure juridique des entreprises en présence générateur d'un effet fiscal (cas des fusions), on tiendra compte dans ce cas également de la fiscalité différée sur la cession des bien (amortissable) nécessaire à l'exploitation.

On pourra même, dans certaines hypothèses, par exemple lorsqu'après l'absorption d'une société, il est envisagé d'en céder les éléments qui composent son actif, tenir compte de toute fiscalité différée. Aussi, dans toute étude d'évaluation, est-il indispensable d'analyser quelle fiscalité différée ou latente doit être prise en compte ; cette analyse est chaque fois différente selon le cas :

Les études proposées conduisent généralement à quatre hypothèses de prise en compte des impôts différés ou latents :

- on peut ne tenir en compte d'aucune fiscalité différée ou latente
- on peut tenir en compte de la fiscalité différée sur actifs fictifs, sur provisions réglementées et sur cession d'actifs non nécessaire à l'exploitation.
- on peut tenir compte de toute fiscalité différée (y compris sur celle relatives à la cession de biens amortissables nécessaire à l'exploitation).
- on peut tenir compte de toute fiscalité différée et latente.

3. La valeur mathématique intrinsèque de l'action

Après avoir calculé l'actif net comptable corrigé, on dégage une valeur mathématique intrinsèque ou corrigée de l'action, cette dernière est déterminée par la formule suivante :

$$\text{Valeur mathématique intrinsèque de l'action} = \frac{\text{ANCC}}{\text{nombre d'actions}}$$

Enfin, ajoutons que la valeur intrinsèque de l'action peut être calculée avant paiement du dividende (donc dividende inclus : coupon attaché) ou dividende non inclus (ex-coupon).

4. Exemple d'application.

ANCC = ANC + plus-values latentes - moins values latentes - impôt différé sur les subventions d'investissement + économie d'impôt sur les non valeurs

Calcul de plus values latentes :

- Plus-value latentes (actif) = $6000000 + (732000 - 675000) + (43083000 - 40084800) = 6000000 + 57000 + 2998200 = \underline{9055200 \text{ Dh.}}$

- Plus-values latentes (passif) = $(90000 - 30000) = \underline{60000 \text{ Dh.}}$

Calcul de moins-values latentes :

- Moins-values latentes (actif) = $(13530000 - 12853500) + (1897200 - 1762200) = 676500 + 135000 = \underline{811500 \text{ Dh.}}$

- Moins-values latentes (passif) = $\underline{450000 \text{ Dh.}}$

Calcul de la fiscalité différée

- Economie d'impôt sur les non valeur = $363000 * 0,3 = \underline{108900 \text{ Dh.}}$

- Impôt différé sur les subventions d'investissement = $300000 * 0,3 = \underline{90000 \text{ Dh.}}$

$$\text{ANCC} = 52428000 + 9055200 + 60000 - 811500 - 450000 + 108900 - 90000$$

ANCC = 60300600 Dh.

➤ Calcul de valeur mathématique intrinsèque de l'action :

- Valeur mathématique intrinsèque de l'action (Ex-coupon) = $\frac{\text{ANCC}}{\text{Nombre d'action}} = 603 \text{ Dh.}$

- Valeur mathématique intrinsèque de l'action (coupon-attaché) = $603 + 48 = 651 \text{ Dh.}$

Conclusion générale

En guise de conclusion, les méthodes patrimoniales permettent de déterminer la valeur de l'entreprise en se basant sur la valeur réelle des actifs et des passifs et n'intègre pas la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices qui est le but recherché par les investisseurs et les actionnaires. De plus elles donnent une vision essentiellement statique de l'entreprise. Alors qu'une vision dynamique est beaucoup plus réaliste. Par exemple, il se peut qu'une entreprise dispose d'une forte valeur réelle du patrimoine mais une grave difficulté au point qu'elle ne génère aucun profit, alors

sa valeur est gravement détériorée par cette difficulté. D'où la nécessité des méthodes qui s'appuient sur une approche basée sur la rentabilité future.

Bibliographie :

- **Robert OBERT**, « **comptabilité approfondie et révision** », édition **DUNOD**, 2eme édition, paris 1998.
- **Hubert de la Brusienne**, «**Analyse Financière** : information financière et diagnostic», 3ème édition, Edition **Dunod**, Paris 2006,.
- **Jean Barreau et Jacqueline Delahaye**, « **Gestion Financière** ; manuel et applications », 12ème édition ; Edition **Dunod**, France - Paris 2003.

- PIERRE VERNNEMAN, **FINANCE D'ENTREPRISE**, edition DALLOZ, 2005.
- **Michel Hevaseur et Aimable Quintart**, « **Finance** », 2ème édition **ECONOMICA** ; Paris 1992.
- **Rachid Belkahia et Hassan oudad**, « **Finance d'entreprise ; Analyse et diagnostic financier** » ; Tome1, Edition **Gaétan Morin**, éditeur - Europe, paris 1997.
- **Jean – Baptiste Tournier et Jean – Claude Tournier**, « **Evaluation d'entreprise ; Que vaut une entreprise?** », 4ème édition, Editions d'Organisation et Groupe Eyrolles, Paris 2007.
- **Abdelaziz Enasri**, « **Ingenierie Financière ; évaluation des actifs** », les éditions **Toubkal** et l'institut supérieur du Génie Appliquée (**IGA**) en 2005.
- **http :**
www.impots.gov.fr/portable/deploiement/P1/fichedescriptive_4166/fichedescriptive_4166.PDF
- <http://www.maneger-ger-go.com/évaluation-entreprise.html>
- <http://www.laurent.bles.free.fr/mémoire3.html>
- http://www.mémoireenligne.com/11/07/684/m_introduction-en-bourse-évaluation-d'entreprises0.html

Article :

- Direction générale des impôts de France : « Evaluation de l'entreprise et des titres de société »

Annexe 1 : bilan de l'entreprise Z

Actif	montant	passif	montant
Actif immobilisé		Financement permanent	

IMMOBILISATIONS EN NON VALEUR Frais préliminaires	363000 363000	CAPITAUX PROPRES Capital social ou personnel	52491000 30000000
IMMOBILISATIONS INCORPORELLES		Primes d'émission, de fusion, d'apport	3750000
IMMOBILISATIONS CORPORELLES Mobiliers, matériel du bureau et aménagement divers	675000 675000	Réserves légales	3000000
IMMOBILISATIONS FINANCIERES Prêts immobilisés	53614800 13530000	Autres réserves	15741000
Titres de participations	40084800	CAPITAUX PROPRES ASSIMILES Subventions d'investissement	300000 300000
ECARTS DE CONVERSION ACTIF		DETTES DE FINANCEMENT Autres dettes de financement	6262500 6262500
		PROVISION POUR RISQUES ET Charges Provision pour charge	90000 90000
TOTAL	54652800	ECARTS DE CONVERSION PASSIF TOTAL	59143500
ACTIF CIRCULANT		PASSIF CIRCULANT	
STOCK		DETTES DU PASSIF CIRCULANT	235500
CREANCES DE L'ACTIF CIRCULANT	385500	Fournisseur et comptes rattachés	61200
TITRES ET VALEURS DE PLACEMENT	1897200	Autres créanciers	174300
TOTAL	2282700	TOTAL	235500
TRESORERIE ACTIF		TRESORERIE PASSIF	
BANQUE TG CP	2443500		
TOTAL	2443500		
TOTAL GENERAL	59379000	TOTAL GENERAL	59379000

Informations complémentaires

- Le fond commercial est évalué à 6000000 Dh.
- Le mobilier, le matériel du bureau et les aménagements divers sont évalués à 732000Dh.
- Les titres de participations sont estimés à 43083000.
- Les prêts sont recouverts qu'à hauteur de 95%.
- La valeur moyenne boursière des titres et valeurs de placement ressort à 1762200. A noter que ces titres sont liquidés.
- Les provisions pour charges qui figurent au bilan concernent un impôt non déductible qui en fait ne s'élèvera qu'à 30000 Dh. Cette provision a fait l'objet d'une réintégration dans le bénéfice fiscal au cours de l'exercice de sa constitution.
- La société aura à honorer un aval de 450000Dh dans l'intérêt de l'exploitation.
- Un dividende de 48Dh par action a été distribué aux 100000 actions formant le capital.
- Le taux moyen d'inflation des exercices N-4 à N a été de 7%.
- Les créances et les dettes sont évaluées correctement au bilan.
- Date d'acquisition :
 - Mobilier, matériel du bureau et aménagement divers : 01-01-N-3
 - Titres de participations : 01-01-N-4.