BONNES FEUILLES

NUMÉRO 35 - AOÛT 2021

ÉVALUER UNE ENTREPRISE NON RENTABLE

par François DELBECQ
Associé
PANSARD & ASSOCIÉS

En partenariat avec :

AG2R LA MONDIALE

Interfimo

LCL LE CRÉDIT LYONNAIS

fifpl FONDS INTERPROFESSIONNEL DE FORMATION DES PROFESSIONNELS LIBÉRAUX

CCEF Compagnie des Conseils et Experts Financiers

ÉVALUER UNE ENTREPRISE NON RENTABLE

À l'exception de quelques cas particuliers, l'approche de l'évaluation par les cash-flows actualisés est généralement considérée comme ayant les meilleurs fondements conceptuels.
Il s'agit donc d'estimer les cash-flows futurs puis de les actualiser à un taux correspondant au niveau de risque de l'entreprise. Ce principe est très simple. Les praticiens savent bien que les difficultés commencent lors de son application pratique.
Lorsqu'une entreprise n'a pas produit de cash-flows au cours de la période récente, l'application de ce principe devient encore plus difficile. Comme les professionnels ont fréquemment pour habitude de considérer que les résultats passés d'une entreprise préfigurent ses résultats futurs, on comprend que l'actualisation de flux négatifs leur pose un problème que beaucoup considèrent comme insurmontable.
Nous n'aborderons pas dans cette note le problème des start-ups qui pourraient rentrer dans cette catégorie mais soulève des difficultés d'une nature différente. Nous nous concentrons ici sur les entreprises ayant une histoire mais qui traversent au moment où l'on doit les évaluer une période de difficultés.

Nous évoquerons tout d'abord la situation des entreprises in bonis puis dans un deuxième temps celle des entreprises faisant l'objet d'une procédure collective. Pour aborder ce type d'évaluation, l'analyste va utiliser les techniques des spécialistes du retournement puisqu'il s'agit de comprendre les causes du problème, de définir un mode de traitement et enfin d'estimer la durée nécessaire pour que le traitement porte ses effets.

Sans entrer dans les détails de ce type de méthode, rappelons que les pathologies les plus fréquentes sont les zones de perte non identifiées et les défaillances de processus liés à des méthodes inadaptées. Pratiquement toutes les entreprises comprennent des zones de profits et des zones de pertes. Pour une entreprise en bonne santé les zones de profits sont nettement plus importantes que les zones de perte. Lorsque des zones de perte se développent de façon non contrôlée c'est en général en raison d'une défaillance du système de pilotage qui ne fait pas apparaître clairement où se situe ces segments d'activité. L'évaluateur doit donc à la fois avoir accès aux informations internes et disposer de techniques permettant de surmonter les défaillances du système de contrôle de gestion. Les professionnels habitués à ce type de situation savent que les cas les plus faciles à traiter sont ceux où les contrastes entre les zones profitables et les zones déficitaires sont les plus marqués. Pour prendre un exemple chiffré, si l'on a deux entreprises dont le résultat est nul, il sera plus rapide et plus simple de traiter celle dont les zones de perte représentent 3 millions d'euros et les zones de profits un montant identique que celle qui ne présentera qu'un million d'euros en zone de profits et 1 million d'euros en zone de perte.

©CCEF - tous droits réservés

Pour conduire son évaluation, l'analyste devra donc produire quatre éléments principaux :

- Les mesures d'amélioration des performances.
- Le délai de mise en œuvre.
- La consommation de cash pendant la période de retournement.
- Le niveau possible de rentabilité qui sera atteint au terme de la période de retournement.

On comprend aisément que toute cette partie de l'analyse nécessite des techniques plus sophistiquées que la simple extrapolation des résultats passés qui est généralement utilisée dans les discounted cash-flows.

Le tableau de flux peut-être alors établi. Il comprend toujours une période de cash-flows négatifs suivis d'une période de cash-flows positifs. La question qui se pose alors est celle du taux d'actualisation. Ce problème a été peu abordé dans les études académiques.

Les méthodes empiriques sont celles des fonds de retournement qui appliquent les principes suivants :

- Les flux négatifs de la première période ne sont pas actualisés.
- Les flux positifs de la seconde période sont actualisés à des taux qui se situent généralement dans la fourchette 20 à 30 %. Ceci traduit bien évidemment le niveau de risque élevé de ce type d'opérations.

On remarquera que nous n'avons pas abordé jusqu'à présent les aspects financiers. Comme dans le cas général de toute évaluation, le passage de la valeur d'entreprise telle que nous l'avons déterminé ci-dessus à la valeur des actions s'effectue par la prise en compte des liquidités disponibles et de la dette financière.

La particularité de ce type d'entreprise est que le traitement doit être engagé alors qu'il existe encore suffisamment de réserves financières ou bien que des actionnaires anciens ou nouveaux apportent dans la période de retournement les liquidités nécessaires au fonctionnement de la société. Les procédures du mandat ad hoc et de la conciliation, propres au droit français, sont parfaitement adaptées à ce type de situation. Il y a en effet de façon non publique un gel de certaines dettes qui permet d'assurer le financement de la période de traitement. Ceci suppose bien entendu que les difficultés aient été identifiées assez tôt pour que l'entreprise ne soit pas déjà en rupture de trésorerie.

Il est malheureusement fréquent que les entreprises tardent à reconnaître l'ampleur de leurs problèmes et se trouvent contraintes à utiliser les procédures collectives. Ceci nous amène à aborder une autre approche de l'évaluation des entreprises non performantes, approche que l'on pourrait qualifier de financière par opposition à l'approche économique que nous avons abordée précédemment.
Cette approche repose sur l'utilisation de la théorie des options. Rappelons brièvement ce qu'est une option. **Une option est le droit mais non l'obligation d'effectuer une transaction sur un actif à un prix convenu et dans un délai déterminé**. On parle donc d'option d'achat ou d'option de vente. La valeur d'une option dépend de cinq paramètres :

- La valeur de l'actif sous-jacent.
- La volatilité de cette valeur.
- Le prix d'exercice
- La durée de l'option.
- Le taux d'intérêt sans risque à partir de ces éléments, un modèle comme celui de Black and Scholes permet de déterminer la valeur de l'option.

©CCEF - tous droits réservés

Comment appliquer cette approche à l'évaluation des titres d'une société ?
Il convient pour cela de revenir à la notion de responsabilité limitée des actionnaires. Lorsque la valeur des actifs d'une entreprise est inférieure à la valeur de ses dettes, les actionnaires peuvent choisir la solution du dépôt de bilan qui consiste à attribuer les actifs aux créanciers de la société. En d'autres termes, si à un instant donné les actifs sont inférieurs aux dettes mais que celles-ci ne sont exigibles que dans plusieurs années, la volatilité des actifs permet de penser qu'il est possible pour les actionnaires de constater que le jour de l'exigibilité des dettes, les actifs auront retrouvé une valeur supérieure aux dettes.
Dans ce cas les actions correspondent à une option d'achat sur les actifs dont le prix d'exercice est le remboursement de la dette. Lorsque les tribunaux acceptent un plan de continuation qui n'est autre qu'un rééchelonnement de la dette, ils redonnent donc de facto de la valeur aux actions de l'entreprise.
Cette approche a le mérite d'éviter des hypothèses hasardeuses sur la vitesse de retournement. Par contre l'estimation de la volatilité des actifs peut s'avérer un exercice difficile.

En conclusion, retenons que même si les méthodes évoquées nécessitent un certain entraînement, elles permettent pour les cas difficiles de retrouver une certaine cohérence dans l'évaluation d'entreprises en difficulté.

©CCEF - tous droits réservés

Compagnie des Conseils et Experts Financiers

Convergence
La revue interprofessionnelle incontournable

Découvrir Convergence

Accèder à la boutique

OU RENDEZ-VOUS SUR WWW.CCEF.NET
RUBRIQUE PUBLICATIONS > CONVERGENCE > COMMANDE EN LIGNE

FONDS INTERPROFESSIONNEL DE FORMATION DES PROFESSIONNELS LIBÉRAUX

CRITÈRES DE PRISE EN CHARGE 2021 DES PROFESSIONS

Dans la limite du budget de la profession.

A retrouver sur www.fifpl.fr

104 rue de Miromesnil 75384 Paris Cedex 08 - Tél. 01 55 80 50 00 - Fax 01 55 80 50 29

Agréé par arrêté ministériel du 17 mars 1993 publié au J.O. le 25 mars 1993 – Siret : 398 110 965 00041

©CCEF - Tous droits réservés