

L'évaluation des entreprises en cas d'acquisition ou de fusion

Autor(en): **Carrard, Vincent**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **28 (1970)**

Heft 4

PDF erstellt am: **21.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-136635>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

L'évaluation des entreprises en cas d'acquisition ou de fusion¹

Vincent Carrard
assistant de recherche à l'Ecole des Hautes Etudes Commerciales,
Lausanne

1. La croissance de l'entreprise

L'objectif premier de toute direction d'entreprise est de rechercher et d'appliquer les moyens qui conduisent à maximiser la valeur de cette entreprise pour ses propriétaires. La croissance est l'expression de cette accumulation de valeur réalisée dans le passé et désirée pour l'avenir. La politique de croissance vise, par la fixation d'objectifs appropriés et la formulation de stratégies et de plans, à augmenter cette valeur dans un horizon temporel aussi prolongé que possible. Les stratégies de croissance se résument, en fait, à deux grandes catégories: a) *l'expansion interne*, qui consiste non seulement à mobiliser mieux toutes les ressources propres de l'entreprise, mais encore à poursuivre une politique d'investissements, financés soit par les profits non distribués, soit par l'appel au marché des capitaux (émission d'actions ou d'obligations); b) *l'expansion externe*, qui conduit à absorber d'autres entreprises, en vue de réaliser une intégration verticale (adjonction de stades différents de production ou de vente, en amont ou en aval), une intégration horizontale (adjonction de nouvelles activités au même stade de production ou de vente), ou une diversification (périphérique ou totale du type conglomérat).

La croissance externe se traduit par une interpénétration plus ou moins intense de deux ou de plusieurs entreprises; il peut s'agir d'une simple coopération ou association, qui laisse à chaque firme un degré assez grand d'indépendance, ou au contraire d'une acquisition ou d'une fusion qui, toutes deux, modifient très profondément les rapports entre les entreprises engagées dans un tel processus d'expansion. Les accords d'association n'ont, le plus souvent, qu'une portée limitée (politiques communes ne touchant que quelques aspects de la gestion, comme les achats ou les ventes) et demeurent réversibles. Ils présentent l'avantage de la souplesse, mais peuvent aussi provoquer de nombreux conflits. En cas de succès, ils conduisent presque inévitablement à une opération d'acquisition ou de fusion. Une formule d'association est d'ailleurs fréquemment recherchée comme formule intermédiaire entre l'autonomie et l'intégration complète, qu'elle permet de préparer sans hâte excessive.

¹ Note préparée dans le cadre du cours de finance du professeur P. GOETSCHIN, Université de Lausanne.

2. *L'acquisition et la fusion*

Il y a acquisition lorsqu'une entreprise A reprend tous les passifs et actifs d'une entreprise B, cette dernière perdant dès lors toute indépendance, même si son entité juridique est conservée ou que ses marques sont maintenues sur le marché. L'acquisition peut se faire soit par une offre publique d'achat (OPA) des actions de l'entreprise à reprendre, soit par un contrat privé de cession. Une opération d'acquisition intervient généralement lorsque l'entreprise A (reprenante) est plus puissante que l'entreprise B (reprise).

Il y a fusion lorsque l'entreprise A et l'entreprise B se joignent pour former une nouvelle société C, qui se substituera aux deux précédentes. De manière générale, la fusion réunit deux ou plusieurs sociétés de dimension à peu près équivalente. La fusion prendra éventuellement la forme d'un échange d'actions ou d'une holding.

Si l'acquisition et la fusion sont bien des modes de croissance d'une manière générale, les mobiles précis d'une telle opération peuvent être très divers: élimination d'une concurrence et amélioration de la part du marché; extension de la gamme des produits; renforcement des liquidités; extension de l'effort de recherche; accroissement de la capacité de production; rationalisation au plan des techniques et de la gestion, etc. Il est de toute manière essentiel que les objectifs de l'acquisition ou de la fusion soient définis aussi clairement que possible et que les avantages et désavantages de l'opération soient identifiés et analysés avec soin. Que l'on procède par offre publique d'achat ou par négociation privée, la préparation d'une acquisition ou d'une fusion représente sans aucun doute l'une des transactions les plus complexes que l'on connaisse dans le monde des affaires. Les conséquences humaines et financières d'une telle démarche sont toujours très amples, aussi bien en cas de succès qu'en cas d'échec. Une acquisition ou une fusion est assimilable à une décision d'investissement de portée stratégique; elle exige donc une planification systématique de tout le processus qui conduit de l'intention à la négociation, et enfin à la réalisation. Il n'est pas question d'examiner ici tous les aspects d'une telle planification; seule l'évaluation financière des partenaires sera étudiée.

3. *L'évaluation financière de l'entreprise*

En principe, l'évaluation financière de l'entreprise, comme aussi l'évaluation plus générale de ses forces et faiblesses, devrait être un processus permanent dans chaque firme. Mais certaines circonstances particulières demandent une évaluation très approfondie: lors d'une liquidation, il faut déterminer ce que l'on pourra retirer de la vente des biens sociaux; lors d'une émission d'actions, l'évaluation financière fournira une base pour la fixation du prix d'émission; lors d'une fusion ou d'une acquisition, l'évaluation financière donnera une idée de la force respective des partenaires à un moment donné et de leurs chances de succès à l'avenir. Les méthodes ou

techniques d'évaluation varieront selon ces circonstances et seront aussi utilisées de façon différente par le liquidateur, le vendeur, l'acheteur ou l'analyste financier. Il est difficile d'établir la valeur objective d'une entreprise: les actifs acquis par le passé, les coûts de production, les bénéfices réalisés, les chiffres de ventes atteints, la capitalisation boursière, ne constituent qu'une partie des données à prendre en considération. Ce qui a été fait est probablement moins important que ce qui pourra l'être à l'avenir. Les espérances et les virtualités offertes par le futur influencent donc nécessairement la valeur présente. Il est évident aussi que la valeur d'une entreprise n'est pas dépendante que d'éléments tangibles; la direction, l'encadrement, les compétences techniques sont des facteurs qui ne peuvent être quantifiés avec précision et qui, pourtant, conditionnent de façon déterminante les résultats. Toute évaluation d'une entreprise implique d'une part l'établissement de données chiffrées et, d'autre part, le recours au jugement.

4. *Les types de valeur*

L'analyse financière dispose de plusieurs concepts de valeur, notamment les suivants:

- a) la *valeur comptable*, qui se calcule sur la base du bilan, en soustrayant les dettes des actifs, ce qui équivaut aux capitaux propres ou valeur nette comptable;
- b) la *valeur de liquidation* est celle que l'on obtient ou pourrait obtenir par la vente de la totalité des actifs aux conditions actuelles du marché et après remboursement de toutes les dettes;
- c) la *valeur boursière* ou *valeur de capitalisation* est déterminée en multipliant le cours en bourse de l'action par le nombre de titres émis;
- d) la *valeur substantielle* est calculée de la même manière que la valeur comptable, c'est-à-dire à partir du bilan, mais après que tous les postes des actifs et des passifs ont été réévalués, afin de tenir compte de réserves cachées, de modifications de prix, etc.;
- e) la *valeur de rendement* est généralement obtenue sur la base de la moyenne pondérée des bénéfices des cinq dernières années, capitalisée à un taux choisi (taux du marché des obligations d'Etat plus une prime de risque, par exemple); on peut aussi prendre comme base la moyenne des bénéfices futurs estimés pour quelques années;
- f) la *valeur actualisée des flux de fonds futurs* implique l'estimation des flux de fonds (cash flows) futurs pour plusieurs années et leur actualisation, à un taux choisi;
- g) la *valeur «cours/bénéfices»* (Price/Earnings Ratio) est fondée sur la relation entre les profits et le cours coté en bourse.

Les concepts de valeur les plus souvent utilisés pour l'estimation d'une entreprise sont la valeur comptable, la valeur substantielle, la valeur de rendement, la valeur boursière, la valeur actualisée et la valeur « cours/bénéfices ».

5. *Les méthodes d'évaluation*

La *valeur comptable* est un mauvais indicateur, car les conventions comptables permettent de faire figurer au bilan des postes dont le montant ne correspond pas à la réalité (jeu des amortissements, coût historique des actifs et sous-évaluations, par exemple). Cependant, même si elle n'est pas de grande utilité, la valeur comptable mérite d'être calculée puisque, en cas de publication des bilans, c'est la seule qui soit connue, éventuellement avec la valeur boursière, en dehors de l'entreprise. Elle contribue donc à donner une certaine image de la firme.

La *valeur boursière*, qui dépend de la fixation du cours de l'action à travers l'offre et la demande, est censée représenter une synthèse de multiples jugements sur la marche de l'entreprise, y compris sa rentabilité présente et future, son « goodwill », sa position sur le marché, ses chances de développement, etc. Ceci présuppose naturellement que l'action est non seulement cotée en bourse, mais qu'elle fait aussi l'objet de transactions assez actives, pour un volume de titres relativement élevé. Les cours de bourse sont de surcroît influencés par une multitude de facteurs (mouvement des capitaux; climat monétaire; spéculation, etc.) qui n'ont pas de rapports directs avec la valeur de l'entreprise. La valeur boursière est un indicateur très valable lorsqu'il s'agit de grandes entreprises, dont les titres se prêtent à de nombreux échanges et qui fournissent une information détaillée sur leurs affaires.

La *valeur substantielle* se fonde sur une réévaluation, hors bilan, des actifs et passifs de l'entreprise, dans l'hypothèse que cette dernière poursuit son existence économique et n'est pas liquidée. La valeur substantielle ne se confond pas avec celle du patrimoine de l'entreprise, du fait qu'elle ne retient, en principe, comme valeurs que les actifs qui contribuent à la réalisation du bénéfice d'exploitation (actifs nets). La valeur substantielle est obtenue en soustrayant des actifs nets réévalués les capitaux étrangers; elle correspond alors au concept anglo-saxon de « net worth » ou valeur nette. La principale difficulté de cette méthode réside dans les procédés d'évaluation des actifs, pour lesquels il n'existe souvent pas de prix de marché (notamment pour des immeubles à affectation particulière). Certains actifs incorporels (qui ne figurent souvent pas au bilan), tels que le fonds de commerce, les droits de marque, les brevets, échappent à une estimation précise. Enfin, la valeur substantielle tient très peu compte des possibilités d'avenir de l'entreprise.

La *valeur de rendement* est déterminée par la capitalisation des bénéfices, rectifiés afin de tenir compte des éléments qui ne concernent pas l'année en cours, comme aussi des écritures qui modifient le résultat comptable mais pas le résultat économique. Certains ajustements doivent aussi être faits en liaison avec la structure de financement et les charges qui en découlent. Afin de minimiser autant que possible

l'influence d'événements extérieurs accidentels et non contrôlables, la pratique a pris l'habitude de calculer un « bénéfice moyen pondéré », sur la base des résultats des cinq dernières années, avec une pondération 1 pour le bénéfice le plus ancien et une pondération de 5 pour le plus récent. Le taux de capitalisation demeure en partie subjectif; il dépend du taux d'intérêt sur le marché des capitaux, du genre d'entreprise, de l'appréciation des risques, etc. Le choix du taux intervient fréquemment sur la base de la formule suivante :

taux des obligations à long terme	6 ½ %
risques de l'entreprise et de la branche (évalués)	2 ½ %
risques financiers (évalués)	1 %
taux de capitalisation	10 %

L'avantage de cette méthode est que son point de départ est la rentabilité, qui est l'objectif principal de l'entreprise. L'acquisition d'actifs n'a d'intérêt que si leur mise en œuvre conduit au rendement espéré. En ce sens, la valeur de l'entreprise est la somme qu'un investisseur est disposé à payer en vue d'obtenir le rendement exprimé par le taux de capitalisation. C'est l'équivalent d'une opération de placement. L'inconvénient principal de la méthode est qu'elle se réfère au passé et non pas à l'avenir. Il n'est pas certain que l'entreprise produira les mêmes profits au cours des prochaines années. En fait, cette méthode postule, arbitrairement, la pérennité des bénéfices dans le temps. Le taux de rendement retenu a naturellement une influence déterminante sur la valeur; celle-ci sera d'autant plus faible que le taux sera élevé et vice versa.

La valeur de rendement, calculée comme ci-dessus, est d'ailleurs souvent combinée avec la valeur substantielle, afin de dégager une sorte de moyenne entre les deux.

La valeur de rendement peut naturellement aussi être calculée sur la base d'une estimation des bénéfices futurs (par exemple, pendant les cinq prochaines années). Si l'estimation des bénéfices futurs n'est qu'une simple extrapolation des bénéfices passés, la méthode n'a pas beaucoup plus d'intérêt que la précédente. Même si les prévisions sont sérieuses et réalistes, la méthode ne tiendra pas compte de la fluctuation de ces bénéfices (à moins de faire une moyenne arbitraire), ni de l'effet du temps sur les valeurs. Toutefois, il paraît parfaitement indiqué de rechercher à se faire une idée de la profitabilité future d'une entreprise, car c'est finalement bien la capacité de réaliser des bénéfices demain qui fait que l'entreprise a une valeur aujourd'hui.

La *valeur actualisée des flux de fonds futurs* est une manière de traduire en valeur d'aujourd'hui la chaîne des revenus que va produire l'entreprise pendant une période future à déterminer. Cette opération porte le nom d'actualisation; elle est fondée sur la constatation qu'un franc reçu à la date de ce jour a plus de valeur que le même franc reçu à une date ultérieure. L'établissement de la valeur de l'entreprise par cette méthode implique une estimation des recettes et dépenses futures, le choix d'un taux et d'une période d'actualisation.

On l'a vu précédemment, l'estimation des recettes et dépenses futures n'est pas aisée, car il faut tenir compte de l'évolution de la demande et des coûts, des nouveaux produits et des changements dans les taux d'impôt. L'actualisation porte sur le flux de fonds, à savoir les bénéfices nets après impôt plus les amortissements. Les prévisions de vente, l'analyse du point mort, les ratios permettent néanmoins de calculer ce flux sur un nombre raisonnable d'années. La durée de la période d'actualisation dépend de la possibilité d'établir de telles prévisions; elle sera au moins de cinq ans, mais peut s'étendre jusqu'à 10 ou 20 ans. Au-delà d'une telle durée, non seulement les prévisions perdent tout sens, mais les résultats de l'actualisation deviennent négligeables. Le taux d'actualisation peut être celui qui a été défini plus haut ou le coût du capital de la société qui envisage une acquisition ou une fusion. On applique, en fait, à l'évaluation de l'entreprise les mêmes principes généraux qui sont utilisés pour le calcul du rendement d'un investissement (calcul du taux interne ou de la valeur actuelle d'un flux de fonds).

L'avantage de cette méthode est qu'elle impose un examen attentif de son potentiel économique et de son marché; elle tient compte aussi de l'altération de la valeur due au temps. Elle se heurte aux difficultés de prévisions déjà mentionnées et au problème du taux d'actualisation.

La *valeur selon le rapport « cours-bénéfices »* (Price-Earnings Ratio) est calculée en fonction d'un multiplicateur appliqué aux bénéfices de l'entreprise. Ce multiplicateur est donné par le rapport entre le cours moyen des actions et le bénéfice moyen d'entreprises analogues à celle qui est évaluée. Les bénéfices d'une firme étant connus, on peut évaluer celle-ci simplement en lui appliquant le multiplicateur qui, d'après l'optique du marché, convient le mieux à ce genre d'industrie et de firme. Il convient de remarquer que le « Price-Earnings Ratio » est l'inverse du taux de rendement et qu'il représente le nombre d'années nécessaires pour récupérer la valeur d'estimation au moyen des bénéfices. Par exemple, si la valeur en bourse d'une action est de 160 et le bénéfice par action de 8, le multiplicateur sera de 20, à savoir un rendement de 5 %. Il faudra aussi 20 années du même bénéfice de 8 pour retrouver la valeur de 160. Sur un marché financier développé, il est possible d'obtenir facilement des multiplicateurs pour toute une série d'entreprises ayant des caractéristiques communes avec celle que l'on veut évaluer. Il est d'ailleurs possible de modifier ce multiplicateur pour tenir compte de facteurs propres à la firme à évaluer. Cette méthode est cependant difficile à utiliser en Europe, du fait que beaucoup moins d'entreprises sont cotées aux bourses d'un même pays qu'aux Etats-Unis.

L'évaluation financière d'une entreprise se heurte à de nombreux obstacles et aucune méthode ne donne, en elle-même, une solution satisfaisante. La combinaison de plusieurs méthodes, notamment celles de la capitalisation des bénéfices et de l'actualisation, fournira une approximation suffisante pour qu'un jugement plus général puisse ensuite intervenir, qui tiendra compte du marché, de l'effort de recherche en cours, de la qualité de la gestion et d'autres facteurs encore.