



## Techniques modernes d'évaluation des entreprises

Séminaire de perfectionnement des formations postuniversitaires 1998

**Lundi 2 mars 1998**

par

**Didier Van Caillie**

Chargé de Cours, Maître de Conférences à l'Université de Liège

Professeur Invité à HEC Liège (« Evaluation de l'entreprise »)

**HEC•LIEGE**  
rue Louvrex 14 B - 4000 Liège  
Tél. 32 4 232 72 11 Fax : 32 4 232 72 40

### **1. Introduction**

Le simple examen de la réalité économique qui nous entoure montre bien que l'entreprise est aujourd'hui, plus encore que par le passé, une entité économique active au sein d'un environnement mouvant dont elle subit plus qu'elle n'anticipe l'évolution.

L'internationalisation croissante des marchés, l'ouverture du Marché Unique, les dérèglementations et dérégulations commerciales et financières qui ont marqué le paysage économique de ces dernières années, ont eu pour corollaire un accroissement spectaculaire du nombre de cessions d'activités, voire de cessions d'entreprises entières, amicales ou non sollicitées.

Au niveau des Petites ou Moyennes Entreprises, les taux importants de création d'activités nouvelles qui ont caractérisé la période 1987-1993 et la croissance spectaculaire du nombre d'entreprises dont le principal dirigeant arrive à l'âge de la retraite ont eu aussi pour corollaire un volume accru de cessions et de reprises d'entreprises.

Dans ce contexte, la problématique de l'évaluation de l'entreprise s'est vue accordée une attention renouvelée, initiée dans un premier temps par les professionnels de la stratégie des entreprises, puis développée par le monde académique et scientifique.

Progressivement, le domaine de l'évaluation de l'entreprise a quitté le champ quasi exclusivement comptable dans lequel il était souvent confiné pour intégrer explicitement des concepts venus du champ de la finance, de la stratégie et, plus récemment, du champ des ressources humaines.

Le but de ce séminaire est d'analyser en détail la nature de cette évolution et de montrer ses implications concrètes sur les techniques d'évaluation financière des entreprises que vous et moi utilisons tous les jours.

Pour ce faire, nous structurons notre exposé comme suit :

1. D'abord, nous dressons un historique de l'évolution des courants de recherche liés à l'évaluation de l'entreprise et nous montrons comment les techniques d'évaluation, d'inspiration essentiellement comptable à l'origine, se sont d'abord trouvées influencées par des concepts de nature purement financière (dans le prolongement des travaux fondamentaux de Modigliani et Miller, bases de l'évaluation financière moderne) puis, depuis le milieu des années 1980, par des concepts d'origine stratégique.
2. Nous analysons ensuite le modèle de la stratégie de la valeur, proposé par Copeland, Koller et Murrin, et nous montrons en quoi il enrichit considérablement l'approche comptable et financière de l'évaluation de l'entreprise. Nous mettons aussi en lumière ses limites, et notamment le fait qu'il reporte une part importante de la valeur de l'entreprise en une valeur terminale dont le calcul reste problématique.
3. Nous poursuivons notre exposé en détaillant le modèle EVA (*Economic Value Added*, ou modèle de la valeur économique ajoutée par l'entreprise) de Stern et Stewart et nous montrons en quoi il complète judicieusement le modèle de la stratégie de la valeur.
4. Enfin, nous essayons de faire ressortir les points essentiels qui émergent de ce parcours séquentiel des techniques modernes d'évaluation et d'en tirer des enseignements pour la pratique quotidienne de l'évaluation d'entreprise.

Mais, avant toute chose, commençons par rappeler brièvement qu'une évaluation d'entreprise ne peut s'effectuer qu'après avoir répondu valablement aux quatre questions fondamentales suivantes :

1. **QUI** est chargé de réaliser l'évaluation de l'entreprise ? En d'autres termes, quel est l'observateur (interne ou externe à l'entreprise) chargé de réaliser l'évaluation et quelle est la nature et l'ampleur des informations dont il va pouvoir disposer pour réaliser cette évaluation ?
2. **QUOI** ? Quel est l'objet exact de l'évaluation ? S'agit-il d'une entreprise prise dans sa globalité ou d'une division seulement de celle-ci ? S'agit-il d'une activité principale ou accessoire de l'entreprise ? S'agit-il d'une grande entreprise à l'actionnariat diversifié ou d'une Petite ou Moyenne Entreprise familiale ?
3. **POURQUOI** réalise-t-on l'évaluation ? Quelles sont les motivations de l'évaluateur ou de son donneur d'ordre ? S'agit-il d'une évaluation dans un but d'investissement à caractère industriel, stratégique ou financier ?
4. **COMMENT** se réalise l'évaluation ? Quels sont les moyens (en temps, en argent et en ressources humaines) disponibles pour réaliser l'évaluation ?

De la réponse à ces questions découle implicitement le choix d'une technique d'évaluation appropriée qui permet d'attribuer à l'entité évaluée une fourchette de valeurs aussi objective que possible, compte tenu des circonstances de l'évaluation et de la nature et de l'ampleur des informations disponibles.

## **2. Un historique des courants de recherche liés à l'évaluation de l'entreprise<sup>1</sup>**

### **2.1. Les postulats de base : l'apport de Modigliani et Miller**

On doit à Modigliani et Miller (1958, 1961 et 1966) d'être à l'origine de l'approche moderne de l'évaluation économique de l'entreprise, avec leur formule selon laquelle la valeur économique<sup>2</sup> d'une entreprise est la somme des valeurs actuelles de 3 composantes :

- la rente perpétuelle dégagée par les actifs existants au moment de l'évaluation,

<sup>1</sup> Rappelons en préambule une notion fondamentale pour la bonne compréhension des modèles d'évaluation qui vont suivre, à savoir que la valeur  $V$  d'un actif  $A$  qui génère une suite uniforme de revenus annuels  $X$  avec une rentabilité annuelle  $r$  s'écrit :  $V = \frac{X}{r}$ .

<sup>2</sup> Le terme de valeur économique correspond à une valeur intrinsèque, par opposition à la valeur de marché de l'entreprise qui présuppose un marché sur lequel s'échangent les titres de l'entreprise et où se rencontre une offre et une demande.

- les économies futures d'impôts grâce à l'endettement (réalisables par la déductibilité des intérêts à payer et des autres frais financiers lors du calcul des impôts sur le bénéfice des sociétés),
- les revenus futurs dégagés par de nouveaux investissements.

Modigliani et Miller ont développé leur formule d'évaluation d'une entreprise sous l'angle d'un acquéreur d'une entreprise existante. Pour cet observateur particulier, la valeur d'une entreprise est donc constituée de deux éléments :

- la valeur intrinsèque de l'entreprise acquise,
- la valeur supplémentaire engendrée potentiellement par l'acquisition de nouveaux avantages pour l'acquéreur, tels que la réalisation d'un transfert de technologie, l'exploitation des avantages d'un monopole ou quasi-monopole, l'exploitation de nouveaux marchés, ...

Cette vision essentiellement économique et financière de la valeur d'une entreprise a coexisté, pendant une vingtaine d'années, aux côtés de diverses approches empiriques de l'évaluation, d'inspiration essentiellement comptable.

### **2.2. Les modèles d'évaluation comptable traditionnels : au commencement était l'actif**

Comme le souligne Jollant, depuis le début des années '60, l'approche patrimoniale de l'entreprise, cœur de la démarche d'évaluation jusqu'alors, a sensiblement évolué : « *Les premiers efforts pour réagir à l'insuffisance de représentativité de la situation nette de l'entreprise, liée à sa définition comptable et historique, ont entraîné des recherches sur des illusions d'un actif plus sophistiqué. D'une façon plus générale, les difficultés de définir et de mesurer l'actif de référence ont introduit des approches combinées, avec une intégration progressive de certaines valorisations liées aux résultats* ».

Attardons-nous quelques instants sur quatre de ces approches, intéressantes à la fois de par leur fréquence d'utilisation sur le terrain et de par le raisonnement économique et comptable qui les sous-tend, et analysons avec un œil critique leurs implications économiques.

#### **2.2.1. La méthode des praticiens**

Cette méthode estime la valeur de l'entreprise comme la moyenne arithmétique de son actif net réévalué et de sa valeur de rentabilité :

$$V = \frac{1}{2}(A + V_R)$$

Où :  $V$  est la valeur de l'entreprise

$A$  est l'actif net réévalué

$V_R$  est une valeur de rentabilité égale à :  $B/i$ , avec  $B$  le dernier bénéfice connu et  $i$  le taux sans risque.

Cette méthode porte toutefois en elle un certain nombre d'hypothèses qui paraissent aujourd'hui peu réalistes : ainsi,

- la pondération égale entre la valeur patrimoniale de l'entreprise (prise en compte en terme d'actif net réévalué) et la valeur de rentabilité de l'entreprise, liée à son résultat, apparaît fort arbitraire et, en tout cas, totalement indépendante de la sensibilité à l'intensité capitalistique réelle de l'entreprise (donc, totalement indépendante de la nature et de la structure de son activité) ;
- la détermination de  $V_R$  apparaît contestable sur deux points au moins :
  - d'une part, le rapport :  $B / i$  capitalise à l'infini un résultat constant (le plus souvent, celui du dernier exercice comptable connu), ce qui revient à affirmer la pérennité à l'infini du dernier bénéfice, sans une quelconque prise en compte ni des cycles économiques, ni de la possible évolution de l'entreprise et de ses activités ;
  - d'autre part, l'actualisation du bénéfice s'effectue au seul taux  $i$  non risqué ; cette pratique s'oppose aujourd'hui tant à la théorie financière moderne qu'à la réalité économique des marchés financiers, qui postulent l'exigence d'une prime de risque lors de l'actualisation de tout résultat de nature aléatoire.

### 2.2.2. La méthode des Anglo-Saxons

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise repose sur la somme de son actif net réévalué et d'un *Goodwill* (ou une sur-valeur économique), qui s'apprécie comme la différence entre le bénéfice net de l'entreprise et la rémunération obtenue par le placement au taux  $i$  non risqué de l'actif net réévalué ; le calcul de ce *Goodwill* s'enrichit considérablement en procédant à une actualisation sur  $n$  périodes ( $a_n$ ) de cette rémunération ( $B - iA$ ) à un taux  $t$  risqué pendant  $n$  années :

$$V = A + GW,$$

Avec :  $V$  la valeur de l'entreprise

$A$  l'actif net réévalué

$GW$  le *Goodwill* de l'entreprise, calculé comme suit :  $GW = a_n (B - iA)$ , avec :

$B$  le bénéfice net de l'entreprise

$i$  le taux sans risque en vigueur sur les marchés financiers

$A$  l'actif net réévalué

$a_n$  le facteur d'actualisation, à savoir  $a_n = \frac{1 - (1+t)^{-n}}{t}$ , avec :

$t$  le taux d'actualisation risqué

$n$  la durée de l'actualisation.

L'apport de la notion de *Goodwill* est intéressante dans la mesure où elle procède par actualisation d'un super-profit (une rente liée à une exploitation particulièrement performante de l'actif investi) et par le fait qu'elle introduit la notion de retour sur capitaux utilisés, actualisée, dans sa version développée, au taux risqué.

Cet intérêt méthodologique ne doit toutefois pas cacher pour autant les obstacles à une détermination pertinente du *Goodwill*, tout particulièrement pour un observateur extérieur à l'entreprise. Ces obstacles sont de nature diverse et ont donné lieu, tant dans le monde académique que parmi les praticiens, au développement de multiples approches dérivées ; soulignons ainsi les matières à controverse suivantes :

- Comment déterminer l'actif investi ? Les propositions qui ont été faites vont de l'actif net réévalué à la valeur substantielle nette de l'actif<sup>4</sup>, en passant par le niveau des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation.
- Quelle mesure de la capacité bénéficiaire prévisionnelle de l'entreprise faut-il prendre en compte ? Les propositions qui ont été formulées intègrent ou excluent l'impôt, intègrent ou excluent les charges financières, se limitent au seul résultat d'exploitation ou intègrent les composantes financières et exceptionnelles du résultat final de l'entreprise.
- Quel taux de rémunération de l'actif investi faut-il prendre en compte ? Les propositions qui ont été formulées tendent ainsi à remplacer le taux sans risque du marché par le coût estimé des fonds propres<sup>5</sup> ou par le coût moyen pondéré du capital.

Ces polémiques ne doivent cependant pas jeter le discrédit sur cette approche qui, en intégrant explicitement une valorisation de l'entreprise liée à sa capacité à exploiter plus ou moins rentablement un ensemble d'actifs, constitue indéniablement une base de référence sur laquelle vont se greffer ultérieurement les techniques modernes d'évaluation de l'entreprise.

<sup>3</sup> Notons que  $a_n = 1/t$  quand  $n$  tend vers l'infini.

<sup>4</sup> En fait, la valeur de l'outil de production.

<sup>5</sup> Tel qu'il découle, par exemple, de l'application du modèle du MEDAFE ou CAPM (le fameux « Capital Assets Pricing Model » développé successivement par Sharpe (1964), Lintner (1965) et Mossin (1966))

2.2.3. La méthode de l'actualisation des cash-flow libres <sup>6</sup>

Cette méthode, véritablement développée au début des années '80, répond plus particulièrement aux préoccupations de l'observateur particulier qu'est l'actionnaire majoritaire d'une entreprise, en lui permettant essentiellement de valoriser les performances financières futures de l'entreprise.

Selon cette approche, la valeur de l'entreprise est égale à la somme actualisée des flux financiers disponibles dégagés par son exploitation courante. Les flux disponibles sont déterminés à partir des excédents nets de trésorerie annuels après prise en compte du financement des investissements d'exploitation et après distribution ; la valeur résiduelle, potentiellement fort importante, est calculée par une capitalisation à l'infini du dernier flux disponible ou prévisible, après prise en compte de la croissance de ce flux.

Dès lors,

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+t)^i} + \frac{FCF_n}{(1+t)^n},$$

avec :  $FCF_i$  le Cash-Flow disponible à l'année  $i$

$t$  le taux d'actualisation risqué

$FCF_n$  le Cash-Flow disponible de l'année  $n$ .

Selon ce modèle, le Cash-Flow disponible <sup>7</sup> peut s'apprécier à partir de l'excédent brut d'exploitation dégagé par l'entreprise ou à partir du disponible après financement interne de la croissance <sup>8</sup> ; il se calcule dès lors comme suit :

<sup>6</sup> Traduction libre du concept anglo-saxon de « Discounted Free Cash-Flows ».

<sup>7</sup> Traduction du concept anglo-saxon de Free Cash Flow, d'où le sigle FCF.

<sup>8</sup> Ce concept de Disponible Après Financement Interne de la Croissance (ou DAFIC) est un concept très présent dans les tableaux de financement développés par le monde académique français au cours des 15 dernières années et il mesure le volume financier qui reste à la disposition de l'entreprise pour mener à bien divers projets de nature stratégique après qu'elle ait financé de manière interne sa croissance normale.

Excédent Brut d'Exploitation

- Variation du besoin en fonds de roulement ( $\Delta BFR$ ) <sup>9</sup>

- Investissements d'exploitation

---

= Disponible après financement interne de la croissance

+ / - Frais financiers nets

- Dividendes distribués

- Impôts

---

Cash Flow Disponible (FCF)

Quant au Cash Flow disponible à l'année  $n$ ,  $FCF_n$ , il est déterminé, selon l'approche classique de Gordon-Shapiro, par actualisation du flux FCF de la dernière année  $p$  prévisible, après prise en compte du taux de croissance futur prévisible  $g$  de ce flux de cash flow :

$$FCF_n = FCF_p \frac{1}{(1-g)^{n-p}},$$

avec  $t$  le taux d'actualisation risqué

$g$  le taux de croissance moyen escompté à l'infini du dernier FCF.

Cette approche, qui valorise essentiellement l'entreprise en fonction du surplus de flux de trésorerie qu'elle parviendra à engendrer à l'avenir une fois pris en compte le financement normal de sa croissance (et qui donne dès lors une mesure du potentiel financier disponible au sein de l'entreprise pour mener à bien une nouvelle stratégie), contient toutefois des limites criantes :

- au niveau de la formule de valorisation, elle implique d'attribuer une valeur déterminante à la valeur résiduelle  $FCF_n$ , notamment lorsque l'horizon de prévision  $n$ , contingent aux capacités d'anticipation et d'information des analystes, est court ;
- au niveau de son principe de fonctionnement même, lorsque l'entreprise étudiée est en période de FCF négatifs, liés par exemple à un ensemble d'investissements d'exploitation importants ; se pose en fait ici le problème de la distinction parfois subtile entre investissements d'exploitation normaux et investissements de nature stratégique ; il faut dans ce cas raisonner en termes de projections de FCF potentiels, en multipliant les hypothèses simplificatrices et en risquant de ce fait de réduire la pertinence de l'analyse.

<sup>9</sup> Le postulat sous-jacent est que la croissance normale de l'entreprise entraîne une variation de son besoin en fonds de roulement ( $\Delta BFR = \Delta Créances\ commerciales\ à\ court\ terme + \Delta Stocks - \Delta Dettes\ fournisseurs\ à\ court\ terme$ ), qui doit être financée (lorsque ce solde est positif, naturellement) prioritairement par l'excédent brut d'exploitation.

#### 2.2.4. L'approche par les références transactionnelles

L'utilisation de références transactionnelles, c-à-d. la prise en compte de points de comparaison semblables (en termes de temps, de lieu et d'activité ou d'identité) disponibles dans l'environnement même de l'entreprise à évaluer, reste enfin une approche de la valorisation d'une entreprise extrêmement répandue, notamment lorsqu'il s'agit d'évaluer un commerce ou une Petite ou Moyenne Entreprise dont l'activité est relativement simple et standardisée.

Une telle observation des transactions dans un univers comparable apporte à l'évidence une réponse aisée et simplifiée au problème de l'évaluation et traduit un état de l'offre et de la demande pour ce type d'entités à l'activité standardisée, à un instant donné, sur un « marché » bien défini.

Une telle approche repose toutefois sur un certain nombre de règles de base qu'il ne faudrait pas perdre de vue, car, à défaut, elle reviendrait à nier les spécificités stratégiques et organisationnelles de l'entreprise à évaluer et à ne pas prendre en considération ce qui fait peut-être la richesse même de l'entreprise :

- *l'unité de temps* est un impératif fondamental de cette approche : le marché des entreprises, à l'instar de tout marché, connaît de nos jours des évolutions rapides, tant conjoncturelles que structurelles, et la référence à un ensemble de transactions récentes peut rapidement devenir obsolète ;
- *l'unité de lieu* est un autre impératif fondamental, pourtant souvent transgressé ; la tentation de ne plus prendre en compte des réalités géographiques ou culturelles locales est grande et conduit parfois à valoriser une entreprise sur base de références objectivement peu représentatives du marché local <sup>10</sup>;
- *l'unité d'identité*, enfin, reste l'impératif le plus difficile à respecter : « on ne peut comparer que ce qui est comparable » et les réalités, même au sein d'un secteur d'activité relativement homogène, sont souvent fort peu comparables, tant au plan économique qu'au plan industriel ou au plan juridique <sup>11</sup>.

#### **2.3. Le développement de concepts stratégiques et financiers adaptés à l'évaluation**

La vision de la valeur de l'entreprise que développent Modigliani et Miller exprime clairement un des objectifs majeurs de l'entreprise : la création de valeur.

De leur formulation, il est possible de déduire quelques facteurs-clés de la création de valeur :

---

<sup>10</sup> Tel est par exemple le cas de l'utilisation de références transactionnelles étrangères (notamment américaines) lors de l'évaluation d'entités européennes actives dans le secteur de l'informatique ou des hautes technologies.

<sup>11</sup> Il n'est ainsi guère évident de trouver deux entités économiques comparables en terme de rentabilité, de position commerciale, de technologie utilisée, d'outil de production, de structure d'actionariat ... ; la tâche est encore plus difficile lorsque l'évaluation rentre dans un canevas stratégique bien déterminé (par exemple la recherche d'une synergie), car la formalisation et la mise en œuvre des stratégies reste de nos jours du domaine privé de chaque entreprise.

- une réelle possibilité d'investir,
- un surplus suffisant de rentabilité des investissements par rapport au coût du financement de l'entreprise,
- une durée plus ou moins longue des avantages concurrentiels acquis par l'entreprise.

Ces quelques éléments vont rester latents durant de nombreuses années, peu exploités au travers des techniques de valorisation comptables traditionnelles, progressivement développés et analysés dans le champ de la stratégie et de la finance.

#### 2.3.1. L'évolution de la réflexion stratégique et son influence sur l'évaluation d'entreprise

Force est d'abord de constater que l'évaluation stratégique de l'entreprise et que son évaluation comptable et financière ont évolué jusqu'au début des années '80 pratiquement sans rapport l'une avec l'autre ; dans le meilleur des cas, l'évaluation comptable de l'entreprise était précédée d'une évaluation stratégique, mais l'intégration de ces deux approches se limitait pour l'essentiel à faciliter le calcul de l'actif net réévalué et à permettre l'estimation d'un cash-flow ou d'un bénéfice prévisionnel.

Aujourd'hui, nous constatons toutefois que l'on retrouve explicitement les principes des premiers modèles d'analyse stratégique dans de nombreuses approches modernes de l'évaluation ; ainsi,

- La plupart de ces approches modernes prennent en compte les enseignements du modèle de la Harvard Business School (le **modèle LCAG**, de 1965), qui établit, par le biais d'une analyse interne et externe à l'entreprise, les points forts et les faiblesses propres à celle-ci et les opportunités ou les menaces que lui présente son environnement, et qui en dérive les choix stratégiques les plus pertinents et en déduit les politiques fonctionnelles (en termes de marketing, de finance, de production, ...) les plus aptes à mener à bon terme ces choix stratégiques.
- La plupart de ces approches reposent également sur l'utilisation de matrices stratégiques, qui permettent, en recourant à un petit nombre de variables pertinentes <sup>12</sup>, de mettre en évidence des stratégies standardisées et des cheminements stratégiques traditionnels. Les matrices stratégiques d'Ansoff, du Boston Consulting Group, d'Arthur D. Little, de Mc Kinsey, ... relèvent toutes de cette philosophie et intègrent toutes, de façon plus ou moins explicite, des notions utilisées dans le champ de la finance, telles que la rentabilité des activités, le flux de trésorerie ou de liquidité produit par ces activités ou le risque de celles-ci.
- Enfin, ces approches prennent en compte de manière explicite les concepts de performance, d'avantages compétitifs et de création de valeur, qui ne se voient pourtant mis à l'honneur du champ de la stratégie qu'à dater du milieu des années '80 (suite notamment aux travaux de Porter sur la création de valeur et la possibilité de se construire un avantage compétitif et une performance supérieure durable).

---

<sup>12</sup> Telles que la croissance de la part de marché relative, la croissance générale du marché, le degré de spécialisation de l'activité, ...

### 2.3.2. L'évolution de la théorie financière et son implication sur l'évaluation de l'entreprise

La théorie financière de ces trente dernières années a été marquée par 3 évolutions majeures, qui n'ont été intégrées dans le domaine de l'évaluation de l'entreprise qu'avec retard et avec une intensité parfois fort relative :

- La première de ces évolutions <sup>13</sup> est la prise en compte explicite du risque lié à la détermination d'un actif financier dont l'espérance de revenu est aléatoire. Dans le domaine de l'évaluation de l'entreprise, cette évolution s'est traduite progressivement par la prise en compte d'un taux d'actualisation risqué, qui tient compte explicitement du risque propre à l'activité de l'entreprise que l'on évalue, et par la référence <sup>14</sup> à un taux de rémunération des fonds propres de l'entreprise déterminé par le modèle du CAPM <sup>15</sup>.
- La seconde de ces évolutions est liée à l'étude approfondie de la structure financière de l'entreprise et à la prise en compte des effets du choix d'une structure financière particulière sur le comportement financier global de l'entreprise. Initiée elle aussi par Modigliani et Miller en 1958, cette étude a donné naissance à de multiples courants de recherche et s'est traduite progressivement, dans le domaine de l'évaluation de l'entreprise, par une exigence a priori intuitivement évidente : *une entreprise ne peut survivre à long terme que si elle parvient à dégager une rentabilité d'exploitation au moins suffisante pour couvrir le coût normal de son financement* <sup>16</sup>.
- La troisième de ces évolutions est le développement de la théorie des options. Initiée par Black et Scholes (1973), elle fait à l'heure actuelle l'objet de nombreux développements théoriques, qui portent notamment sur les probabilités de réalisation des différents scénarios stratégiques qui s'offrent à l'entreprise et sur la manière dont il est possible de les valoriser. L'applicabilité pratique et concrète de ces travaux pose toutefois toujours problème et ils ne sont donc pas encore, à l'heure actuelle, véritablement intégrés dans les techniques modernes d'évaluation d'entreprise.

<sup>13</sup> On peut même parler en l'occurrence de « révolution ».

<sup>14</sup> Du moins lorsqu'il d'une Moyenne ou d'une Grande Entreprise cotée ou pour laquelle un point de comparaison réaliste peut être trouvé sur le marché boursier.

<sup>15</sup> Le CAPM ou MEDAFE (Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers à l'Equilibre) stipule que l'exigence normale de rémunération des fonds propres que tout actionnaire est en droit de formuler est la somme de deux éléments : un taux d'intérêt sans risque (dénommé généralement  $R_f$  et considéré, en pratique, comme égal au taux de rémunération des Obligations d'Etat à long terme) et une prime de risque, destinée à rémunérer le risque pris en investissant dans un actif dont le revenu est incertain, égale à la prime de risque moyenne du marché financier ( $R_m - R_f$ ) multipliée par un coefficient de risque « systématique » propre à l'entreprise et symbolisé par le fameux  $\beta$ .

<sup>16</sup> Le caractère apparemment évident de cette affirmation ne peut toutefois pas cacher la difficulté qu'il y a à vérifier concrètement son application ; ainsi, que signifie l'horizon de long terme ? que recouvre la notion de rentabilité d'exploitation ? que signifie une rémunération « normale » des sources de financement de l'entreprise ?

### 2.3.3. Les techniques modernes d'évaluation : vers une approche intégrée de l'évaluation

Les techniques modernes d'évaluation de l'entreprise sont apparues au milieu des années '80, en même temps que se développait véritablement l'étude de la création de valeur et de la performance dans le champ stratégique.

Initiées aux Etats-Unis à l'instigation de cabinets de consultants privés <sup>17</sup>, ces techniques visent à associer étroitement les concepts stratégiques de valeur et de performance, les concepts financiers de risque et d'actualisation et les concepts comptables de patrimoine, d'actifs de production et de flux de liquidité.

Nées de l'ouvrage de Rappaport (1986) : « *Shareholder value : the new standard for business performance* » <sup>18</sup>, ces techniques modernes d'évaluation se rassemblent aujourd'hui autour de deux approches :

- l'approche par la valeur, personnifiée par le « Modèle de la stratégie de la valeur » de Copeland, Koller et Murrin (1990),
- l'approche par la valeur économique ajoutée, personnifiée par le « Modèle EVA – Economic Value Added » de Stern et Stewart (1991).

Examinons les à présent plus en détail.

### 3. Le modèle de la stratégie de la valeur

Selon ce modèle, la valeur économique d'une entreprise est l'une des meilleures mesures de l'efficacité de sa gestion ; dès lors, pour ses dirigeants, accroître la valeur de l'entreprise est à la fois une des possibilités parmi les plus efficaces contre une prise de contrôle non sollicitée et un devoir principal vis-à-vis des actionnaires.

Copeland, Koller et Murrin proposent dès lors un modèle, baptisé « Pentagone », pour identifier et évaluer les possibilités d'augmentation de la valeur de l'entreprise.

Ce modèle considère que le plan stratégique qui maximise la valeur de l'entreprise peut être établi en comparant :

- la valeur boursière actuelle de l'entreprise,
- la valeur de l'entreprise avant restructuration interne, calculée sur la base :
  - du cash-flow futur actualisé,
  - des plans d'activité existants et des prévisions existantes,
- la valeur après restructuration interne de l'entreprise, calculée sur la base :

<sup>17</sup> Comme l'essentiel des travaux réalisés dans le champ de la stratégie, d'ailleurs.

<sup>18</sup> Soulignons que cet ouvrage envisage le problème de l'évaluation de l'entreprise selon le point de vue quasi exclusif du propriétaire de l'entreprise.

- du cash-futur réestimé et actualisé,
- des différentes stratégies possibles (analyse de scénarios),
- la valeur de cession pour :
  - une vente des activités à une autre entreprise,
  - une introduction des filiales éventuelles en bourse,
  - un rachat de l'entreprise par son personnel,
  - une liquidation.

Le but de cette analyse est alors d'identifier et de combler l'écart entre la valeur économique réelle de l'entreprise et sa valeur boursière ou de marché ; pour mener à bien cette stratégie de la valeur, les auteurs procèdent alors :

- à une analyse des points forts et de s points faibles de l'entreprise,
- à une analyse de l'environnement concurrentiel de l'entreprise,
- à la mise au point de scénarios qualitatifs d'évolution de l'entreprise, portant notamment sur :
  - les changements de comportement des consommateurs,
  - l'évolution de l'environnement institutionnel et juridique,
  - l'existence de produits substituables, ... ,
- à une analyse des facteurs clés de la création de valeur de l'entreprise, portant sur :
  - la rentabilité des capitaux investis,
  - le montant des nouveaux investissements nécessaires au redéploiement stratégique de l'entreprise,
  - le montant des ressources financières déjà injectées dans l'entreprise,
  - le coût de ces ressources financières,
  - la période d'avantage concurrentiel,
- à une analyse des scénarios quantitatifs d'évolution basés sur les facteurs clés décrits précédemment.

Au niveau financier, ce modèle se traduit in fine comme suit :

En notant :

- $T$  l'horizon temporel de l'évaluation, avec  $t = t_0 \dots T$ ,
- $t_0$  la date d'évaluation de l'entreprise
- $\tau_t$  le taux d'imposition calculé sur le résultat d'exploitation de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $CA_t$  le chiffre d'affaires de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $CE_t$  les charges d'exploitation de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$ , amortissements et provisions pris en considération mais avant paiement des intérêts

on définit comme suit le concept de *profit avant impôts et avant déduction des intérêts et des frais financiers* (le **Net Operating Profit before tax ou NOPBT**) pour la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$  :

$$\text{NOPBT}_t = CA_t - CE_t$$

et le profit après impôts et avant déduction des intérêts et des frais financiers (le **Net Operating Profit After Tax ou NOPAT**) comme suit :

$$\text{NOPAT}_t = (1 - \tau_t) (CA_t - CE_t)$$

Si l'on note ensuite :

- $Am_t$  les amortissements de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $Prov_t$  les provisions de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $\Delta BFR_t$  la variation du besoin en fonds de roulement de l'entreprise au cours de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $TI_t$  le total des investissements réalisés au cours de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$ , tant en nouveaux équipements qu'en renouvellement d'équipements existants et compte tenu d'éventuels désinvestissements à compter négativement
- $I_t$  les nouveaux investissements de la période (estimés par  $I_t = TI_t - Am_t$ )
- $CF_t$  le cash-flow disponible de l'entreprise généré au cours de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$ , correspondant en fait au cash flow d'exploitation après impôts, en l'absence de dettes et après investissement dans de nouveaux actifs

on a alors la relation fondamentale :

$$CF_t = NOPAT_t + Am_t + Prov_t - DBFR_t - \Pi_t$$

$$\tilde{U} CF_t = NOPAT_t + Prov_t - DBFR_t - I_t$$

Si l'on note ensuite :

- $V_{t=T}$  la valeur économique résiduelle de l'entreprise au temps T
- $V_t$  la valeur économique de l'entreprise au temps  $t \geq t_0$
- $E_t$  la valeur économique des fonds propres de l'entreprise au temps  $t \geq t_0$
- $D_t$  la valeur de marché des fonds empruntés au temps  $t \geq t_0$
- $S_t$  la structure du passif de l'entreprise au temps  $t \geq t_0$ , définie par  $S_t = D_t / (E_t + D_t)$
- $ce_t$  le coût (exprimé en pourcentage) des fonds propres E à l'instant  $t \geq t_0$ , déterminé (par application du CAPM) comme la somme d'un rendement sans risque et d'une prime de risque
- $cd_t$  le coût (exprimé en pourcentage) des fonds empruntés D à l'instant  $t \geq t_0$  (taux d'emprunt possible pour l'entreprise à un instant donné)
- $cmpc_t$  le taux d'actualisation, considéré anticipativement à l'instant  $t_0$ , et considéré comme égal au coût moyen pondéré des ressources financières de l'entreprise :

$$cmpc_t = ce_t \frac{E_t}{V_t} + cd_t (1 - \epsilon) \frac{D_t}{V_t}$$

il en résulte la valeur économique de l'entreprise au temps  $t=t_0$  :

$$V_{t_0} = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{\prod_{s=1}^t (1 + cmpc_s)} + \frac{V_T}{\prod_{s=1}^T (1 + cmpc_s)}$$

et la valeur économique des fonds propres de l'entreprise au temps  $t_0$  devient :

$$E_{t_0} = V_{t_0} - D_{t_0}$$

Ce modèle, intéressant de par le fait qu'il intègre explicitement les conséquences financières des choix stratégiques qui s'offrent à l'entreprise, pose toutefois un certain nombre de problèmes d'application :

- D'abord, il reporte une part potentiellement importante de la valeur de l'entreprise sur la valeur terminale et l'ampleur de cette part est liée essentiellement à la nature de l'activité de l'entreprise ; ainsi, pour un horizon de 8 ans, on a pu calculer que 44 % de la valeur de l'entreprise était reportée sur la valeur terminale dans le secteur du tabac aux Etats-Unis, et que 125 % de la valeur de l'entreprise y était reportée sur la valeur terminale dans le secteur de la haute technologie. Ceci s'explique par le fait que les décaissements liés aux

investissements sont supérieurs aux encaissements durant les premières périodes de l'évaluation, induisant de ce fait des cash-flows négatifs pour cette période.

- Ensuite, comme il fait référence à un coût moyen pondéré du capital dépendant de la valeur de marché de la dette de l'entreprise, ce modèle s'avère essentiellement applicable aux grandes entreprises cotées ou aux moyennes entreprises pour lesquelles il est possible de trouver un élément de comparaison sur les marchés financiers.
- Enfin, le traitement réservé à l'évolution de la structure financière est problématique dans la mesure où il implique le calcul ex-ante, sur base d'une structure financière supposée constante, d'un coût moyen pondéré du capital fonction d'une structure financière évolutive a posteriori.

#### 4. Le modèle de la valeur économique ajoutée ou EVA

Dans leur approche, qui paraît peu de temps après que soit apparue le modèle de la stratégie de la valeur, Stern et Stewart cherchent à lier plus étroitement la pensée stratégique et les décisions opérationnelles de l'entreprise.

Ils proposent, dans leur approche par la valeur économique ajoutée par l'entreprise, un ensemble d'outils d'évaluation stratégique et financière de l'entreprise que l'on peut résumer comme suit :

- le calcul d'un Profit opérationnel net après impôts (on retrouve ici le concept de **NOPAT**),
- le calcul d'un coût du capital (au sens anglo-saxon du terme, à savoir intégrant fonds propres et dettes) qui tient compte explicitement de différents risques :
  - risque opérationnel de l'entreprise,
  - risque stratégique lié à son évolution future,
  - risque lié aux actifs existants,
  - risque propre à la taille et à la stratégie de diversification de l'entreprise,
- différentes mesures de prévision, débouchant sur différents scénarios de comportement de l'entreprise,
- différents systèmes de rémunération des dirigeants de l'entreprise <sup>19</sup>,
- différentes méthodes d'évaluation.

<sup>19</sup> De ce fait, ils ouvrent une brèche vers la problématique de la valorisation des ressources humaines dans l'entreprise ; cet aspect particulier de l'évaluation de l'entreprise est ainsi devenu, depuis lors et principalement en France, un thème de recherche qui tend à se développer fort rapidement.

Concernant plus spécifiquement l'aspect de l'évaluation de l'entreprise, Stern et Stewart présentent une méthode dont les fondements sont basés :

- sur la formule fondamentale de Modigliani et Miller,
- sur la généralisation de cette formule en tenant compte des résultats du modèle du CAPM,
- sur la notion de Valeur Economique Ajoutée (*l'Economic Value Added ou EVA*),
- sur le calcul de la Valeur Ajoutée de Marché (*la Market Value Added ou MVA*), simple actualisation des EVA des périodes futures.

Au plan financier, ce modèle se formalise comme suit :

En notant :

- T l'horizon temporel de l'évaluation, avec  $t = t_0 \dots T$ ,
- $t_0$  la date d'évaluation de l'entreprise
- $\tau_t$  le taux d'imposition calculé sur le résultat d'exploitation de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $CA_t$  le chiffre d'affaires de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$
- $CE_t$  les charges d'exploitation et d'amortissement de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$ ,

on définit comme suit le concept de *profit net après impôts et amortissement* de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$

$$NOPAT_t = (1 - \tau_t) (CA_t - CE_t)$$

Si l'on note ensuite :

- $E_t$  la valeur de marché des fonds propres de l'entreprise au temps  $t \geq t_0$
- $D_t$  la valeur de marché des fonds empruntés au temps  $t \geq t_0$
- $S_t$  la structure du passif de l'entreprise au temps  $t \geq t_0$ , définie par  $S_t = D_t / (E_t + D_t)$
- $ce_t$  le coût (exprimé en pourcentage) des fonds propres E à l'instant  $t \geq t_0$ , déterminé (par application du CAPM) comme la somme d'un rendement sans risque et d'une prime de risque
- $cd_t$  le coût (exprimé en pourcentage) avant impôts des fonds empruntés D à l'instant  $t \geq t_0$

$C_t$  le « capital » total (à savoir la somme des fonds propres et des dettes) au début de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$

$cmpt_t$  le coût moyen pondéré des ressources financières de l'entreprise, après impôts,

$$\text{pour une structure } S_t \text{ donnée : } cmpt_t = ce_t \frac{E_t}{V_t} + cd_t (1 - \tau) \frac{D_t}{V_t}$$

alors, la rentabilité économique des capitaux investis par l'entreprise au cours de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$  se calcule comme suit :

$$r_t = \frac{NOPAT_t}{C_t}$$

et la valeur économique ajoutée de la période  $[t, t+1[$ , avec  $t \geq t_0$ , se définit comme suit :

$$EVA_t = (r_t - cmpt_t) * C_t$$

Dès lors, la valeur ajoutée de marché de l'entreprise, ou MVA, se définit comme la valeur actualisée de la série des EVA qu'elle engendre :

$$MVA_{t_0} = \sum_{t=t_0}^T \frac{EVA_t}{\prod_{s=t_0}^t (1 + cmpt_s)}$$

Dans ce contexte, **la maximisation des EVA successifs de l'entreprise doit être son objectif principal.**

L'augmentation des EVA peut être atteinte par :

- l'augmentation de la rentabilité économique  $r_t$  des capitaux existants (fonds propres et dettes) déjà investis,
- l'investissement en projets nouveaux avec une rentabilité  $r_t$  supérieure au coût moyen pondéré du capital  $cmpt_t$ ,
- le désinvestissement hors des activités dont la rentabilité est inférieure au coût du capital.

L'apport majeur de ce modèle est qu'il propose une mesure simple, fondée économiquement, de la valeur économique ajoutée à chaque période par l'entreprise et qu'il permet de transformer cet indicateur en un véritable outil de gestion stratégique de l'entreprise <sup>20</sup>

Son principal inconvénient est qu'il n'intègre pas d'horizon de planification bien déterminé, dans la mesure où il ne prévoit pas le calcul d'une valeur terminale ; en ce sens, le modèle de

<sup>20</sup> Par exemple, en proposant un mode de rémunération ou d'intéressement des travailleurs lié partiellement à l'atteinte d'une EVA cible ou en intégrant explicitement ce concept économique-financier lors des analyses des scénarios stratégiques qui s'offrent à l'entreprise.

l'EVA peut être considéré par certains plus comme un outil de pilotage stratégique de l'entreprise que comme une véritable technique moderne d'évaluation de l'entreprise.

### Conclusion

Au terme de ce panorama des techniques modernes d'évaluation de l'entreprise et après avoir analysé l'enchaînement « historique » de ces techniques, on pourrait se demander s'il y a réellement quelque chose de neuf dans le ciel de l'évaluation d'entreprise.

Pour répondre à cette interrogation bien légitime, 3 remarques nous semblent devoir être formulées :

1. *Les formules modernes d'évaluation d'entreprise intègrent aujourd'hui explicitement des concepts et des notions issues du champ de la stratégie et de la finance.* L'examen des scénarios stratégiques qui s'offrent à l'entreprise s'appuie à présent sur un ensemble cohérent d'outils d'analyse (de la traditionnelle approche en termes de forces/faiblesses, opportunités/menaces, en passant par l'utilisation de matrices d'évolution stratégique ou par une analyse de la chaîne de valeur de l'entreprise) dont les enseignements sont traduits dans des scénarios financiers qui tiennent compte d'une part des flux de liquidité réels induits par ces stratégies (investissements et désinvestissements déduits) et d'autre part du coût réel de financement de ces projets.
2. *Les formules modernes d'évaluation d'entreprise mettent aujourd'hui l'accent sur un aspect fondamental de la théorie économique traditionnelle : une entreprise ne peut survivre économiquement que si elle parvient à créer, sur longue période, une valeur économique ajoutée réelle.* L'accent est donc mis sur la capacité de l'entreprise à dégager une rentabilité d'exploitation de l'ensemble des capitaux qu'elle a engagés au moins égale au coût réel de ces capitaux, compte tenu des risques pris par les propriétaires de l'entreprise et des conditions en vigueur sur les marchés financiers ; si, à court terme, une politique d'investissement soutenue peut conduire l'entreprise à dégager une valeur économique ajoutée négative (donc à détruire de la valeur), à moyen et long terme une telle situation n'est économiquement pas justifiable.
3. *Aujourd'hui, plus que jamais, il n'existe pas de formule d'évaluation d'entreprise valable en tout temps, en tout lieu et pour tout cas d'espèce :* la conduite d'une mission d'évaluation d'entreprise ne peut réussir que si l'analyste dissocie la problématique de l'évaluation économique de l'entreprise (problématique objective) et la problématique de la négociation ou de la proposition d'un prix de vente pour l'entreprise (problématique subjective) et que si les formules de valorisation utilisées respectent les contraintes induites par les réponses apportées aux 4 questions fondamentales :

- ❖ QUI réalise l'évaluation ?
- ❖ Sur QUOI porte réellement l'évaluation ?
- ❖ POURQUOI réalise-t-on cette évaluation ?
- ❖ COMMENT réalise-t-on l'évaluation ?

### Bibliographie

- Ansoff I. (1965) : Corporate strategy, Prentice Hall, New-York
- Atamer T., Calori R. (1993) : Diagnostic et décisions stratégiques, Dunod, Paris
- Black F., Scholes M. (1972) : « *The valuation of option contracts and a test of market efficiency* », Journal of Finance, May, pp. 399-418
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (Mc Kinsey) (1990) : Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, Wiley & Sons, New-York
- Copeland T., Koller T., Murrin J. (Mc Kinsey) (1991) : La stratégie de la valeur, InterEditions, Paris
- Copeland T., Weston F. (1983) : Financial theory and corporate policy, Addison-Wesley
- D'Arcimolès C.-H. (1997) : « *Relations sociales et évaluation d'entreprise* », Analyse Financière, n° 112, Septembre, pp. 47-51
- Hirigoyen G. (1993) : « *Nouvelle approche du lien stratégie-finance* », Revue Française de Gestion, Janvier-Février
- Jacquet D. (1997) : « *Rentabilité et valeur : EVA et MVA* », Analyse Financière, Septembre, n° 112, pp. 52-61
- Jollant M. (1996) : « *Panorama et pertinence des méthodes d'évaluation* », Analyse Financière, n° 108, Septembre, pp. 11-21
- Koch S., Trémolières R. (1995) : « *Evaluation économique et stratégique de l'entreprise : évolution et nouvelles tendances* », Analyse Financière, n° 104, Septembre, pp. 75-85
- Learned E., Christensen C., Andrews K., Guth W. (LCAG) (1965) : Business Policy, Text and Cases, Irwin, New-York
- Lintner J. (1965) : « *Security prices and maximal gains from diversification* », Journal of Finance, December, pp. 347-400
- Miller M., Modigliani F. (1958) : « *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment* », American Economic Review, June, pp. 261-297
- Miller M., Modigliani F. (1961) : « *Dividend policy, growth and the valuation of shares* », Journal of Business, October, pp. 411-433
- Miller M., Modigliani F. (1966) : « *Some estimation of the cost of capital to the Electric Utility Industry 1954-1957* », American Economic Review, June, pp. 333-391
- Mossin J. (1966) : « *Equilibrium in a capital asset market* », Econometrica, October, pp. 768-783
- Parienté S. (1997) : « *La création de valeur par l'entreprise* », Analyse Financière, n° 112, pp. 63-72

Parienté S. (1995) : Techniques financières d'évaluation, Economica

Porter M. (1985) : Competitive advantage : creating and sustaining a superior performance, Free Press, New-York

Rappaport A. (1986) : Creating shareholder value : the new standard for business performance, Free Press, New York

Sharpe W. (1964) : « *Capital asset prices : a theory of market equilibrium under conditions of risk* », Journal of Finance, September, pp. 425-442

Stewart G. (1991) : The Quest for Value, Harper Collins, New-York