
De la valeur d'une entreprise à la détermination de son prix de cession : le problème du « Goodwill »

par **D. LEBOUTTE** et **D. VAN CAILLIE**
Licencié Spécial en Administration des Affaires
Licencié en Revisorat et Expertise Comptable
et **D. VAN CAILLIE**
Licencié en administration des Affaires

Les circonstances qui justifient la mise en œuvre de techniques d'évaluation d'une entreprise sont multiples : transmission de tout ou partie du capital, fusion, scission, apport à une autre entité juridique d'une partie de l'avoir propre, mise au point de tableaux de bord, ... sont souvent, pour le gestionnaire averti de l'entreprise ou pour tout observateur externe intéressé par le devenir de cette entité économique, l'occasion de se poser la question : « Que vaut cette entreprise ? A quel prix puis-je espérer l'acheter ou la vendre ? ».

1. L'ÉVALUATION D'UNE ENTREPRISE, TÂCHE COMPLEXE ET SPÉCIFIQUE

Comme le soulignent RAFFEGEAU et DUBOIS (1), « l'entreprise constitue un des acteurs et moteurs principaux de la vie économique et sociale et doit en permanence s'adapter à l'évolution constante de son environnement ». Cette adaptation implique parfois une mutation de la structure juridique, économique, patrimoniale et financière de la société ; « l'évaluation financière intervient à ce moment précis pour déterminer les éléments d'appréciation qui, ultérieurement, serviront de base à la négociation potentielle entre acheteur et vendeur ». Toujours selon RAFFEGEAU et DUBOIS (1, p. 3), « l'évaluation impose dès lors de prendre en considération un ensemble relativement important de facteurs internes et externes, caractéristiques non seulement des forces et faiblesses de l'entreprise dans son secteur d'activité, mais également des comportements d'investissement et de placement observés sur les marchés financiers à la date de la valorisation ».

(1) RAFFEGEAU J. et DUBOIS F. : « L'évaluation financière de l'entreprise » - Presses Universitaires de France - Collection « Que sais-je ? » - N° 2409 - 1re édition - juillet 1988.

L'évaluation d'une entreprise est toujours une tâche complexe et spécifique. Dans un ouvrage publié en 1969, la Commission d'Évaluation des Entreprises du Collège National des Experts Comptables de Belgique (2) souligne ce fait : « lorsqu'il s'agit de biens fongibles, pour lesquels il existe un marché, la comparaison et par conséquent l'évaluation de ces biens ne présente pas de difficultés. Dans ce cas, le prix du marché constitue l'étalon d'appréciation et de comparaison le plus adéquat. Mais, tout comme pour les objets d'art, chaque entreprise se présente comme une individualité, une entité complexe faite de la réunion de plusieurs éléments complémentaires, dont l'activité coordonnée doit assurer la productivité de l'exploitation et la rentabilité de l'ensemble ».

« Pour les entreprises, il n'y a pas de marché » organisé et donc pas de « valeur objective d'échange pouvant servir de référence. Par conséquent, les parties doivent rechercher une valeur de substitution, qui pourra servir de référence pour convenir d'un prix » (2, p. 18).

(2) Commission d'Évaluation des Entreprises du Collège National des Experts Comptables de Belgique. (C.N.E.C.B.) : « L'évaluation des entreprises » - Editions du C.N.E.C.B. - 1969 - 207 p.

2. « VALEUR » ET « PRIX », DEUX NOTIONS BIEN DISTINCTES

Voici donc posé le problème de la distinction entre la « valeur » attribuée à une entreprise par un évaluateur, notion subjective par essence, et le « prix » effectivement payé pour l'acquisition de cette entreprise (3), qui constitue lui une réalité, une donnée objective.

(3) Dans un souci de simplification, il sera question dans la suite de l'exposé, de l'évaluation d'une entreprise prise dans sa globalité ; les notions mises en avant restent cependant d'application, mutatis

mutandis, lors de l'évaluation d'une partie seulement (branche d'activité, immobilisations, filiales,...) de cette entreprise.

Toujours selon la Commission d'évaluation des Entreprises du C.N.E.C.B. (2, p. 19), l'évaluateur a pour tâche d'estimer la «valeur potentielle de l'entreprise, la valeur que l'on peut communément lui attribuer, par anticipation de l'avenir, sur la base d'un certain nombre de données :...», il ne s'agit donc pas de calculer la valeur véritable et définitive d'une entreprise», car «seul le prix sur lequel les parties se mettront d'accord ultérieurement constitue une réalité». Et cette même Commission de rappeler que «les valeurs économiques ne sont pas des valeurs spécifiques, inhérentes aux biens, mais plutôt des valeurs d'attribution, variables en fonction de l'application que l'individu peut donner à ces biens». «Valeur» n'est pas «prix» : RAFFEGEAU et DUBOIS (1, p. 7) le soulignent en disant que «le prix qui résulte de la transaction effective (prix qui intègre l'ensemble des considérations objectives et subjectives avancées par l'acheteur et le vendeur au cours de la négociation) peut ainsi diverger de la valeur déterminée par l'évaluation (cette valeur, qui peut exister même sans échange, repose sur une appréciation théorique fondée sur les concepts d'utilité et d'arbitrage effectués par l'investisseur ou l'évaluateur par rapport aux autres biens disponibles), car au cours de la négociation des facteurs non quantifiables peuvent être introduits : désir d'acheter ou de vendre ; climat de la négociation et habileté des protagonistes,... ».

Apparaît ici la notion de «Sur-prix» : Sur-prix = prix payé lors de la transaction - Valeur attribuée par l'évaluateur (4). Nous le verrons au point 4 du présent article, cette notion permet de faire un premier pas dans la définition du «Goodwill» d'une entreprise.

(4) *Ce «Sur-prix» peut être aussi bien positif que négatif; il se peut en effet qu'il soit attribué à des facteurs non quantifiables une valeur négative, ces facteurs étant alors considérés comme des coûts.*

La valeur attribuée à une entreprise par un évaluateur est donc fonction des caractéristiques propres à cette entreprise, de l'environnement dans lequel elle évolue, des circonstances de l'évaluation, des attentes subjectives de l'évaluateur,... Comme le souligne Anne FEITZ (5), «une entreprise n'a pas de prix. Une entreprise n'a pas un prix, mais plusieurs (valeurs).

Tout dépend du but de l'évaluation. Un repreneur, un banquier, un analyste financier, un investisseur boursier ou un inspecteur des impôts n'aboutissent pas aux mêmes chiffres». Cette valeur diffère, souvent sensiblement, à la fois de la valeur comptable de l'entreprise telle qu'elle ressort de l'examen de ses états financiers et du prix qui sera effectivement payé lors de la transaction future.

(5) *FEITZ A. : «Une entreprise n'a pas de prix» - Science et Vie Economie - N° 52 - juillet/août 1989.*

3. DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE A LA NOTION DE «GOODWILL»

Les ouvrages et publications relatifs à la détermination de la valeur d'une entreprise (6) font apparaître un grand nombre de méthodes d'évaluation qui toutes, à des degrés divers, puisent leurs principaux paramètres d'évaluation dans les compositions des bilans, des comptes de résultats ou des comptes d'exploitations passés et/ou prévisionnels de l'entreprise.

(6) *La littérature consacrée à ce sujet est d'une incroyable richesse. Outre les ouvrages de RAFFEGEAU et DUBOIS et de la Commission d'Evaluation des Entreprises du C.N.E.C.B. déjà cités, mentionnons encore, à titre indicatif et de façon non exhaustive, les ouvrages de :*

BRILMAN J. et MAIRE C. : «Manuel d'évaluation des entreprises» - Les Editions d'Organisation - Paris - 384 p.

1988 DE BODT G. : «Comment évaluer l'entreprise : méthodes modernes» - Bruxelles - Editions Comptabilité et Productivité 1982 - Tomes 1 et 2

TAIEB M. : «Les techniques de l'évaluation des entreprises» Editions EDEC - Paris - 2ème édition - 1981 - 147 p.

BARNAY A. et CALBA G. : «Combien vaut votre entreprise?» Entreprises Modernes d'Edition - Paris - 1975

Nous avons choisi de limiter cette présentation à l'approche dite «fondamentale» de quelques méthodes d'évaluation traditionnelles (7), qui se caractérisent par l'importance qu'elles accordent aux composantes du bilan et du compte de résultats de l'entreprise selon qu'elles privilégient les valeurs patrimoniales par une approche basée sur l'actif net comptable (réévalué) ou qu'elles favorisent les valeurs de rendement par une approche fondée sur la capacité de l'entreprise à générer des revenus futurs.

(7) *Les approches modernes d'évaluation des entreprises, de même que les formulations mathématiques des diverses méthodes présentées, ne seront pas détaillées dans cet article; elles feront en effet l'objet d'une prochaine présentation, consacrée aux approches divergentes du calcul de la valeur d'une entreprise au départ de ses états financiers.*

Il est cependant bien clair que le choix d'une méthode d'évaluation, et par là même des formules qui la sous-tendent, est l'aboutissement logique d'un diagnostic de l'entreprise qui tient compte des hypothèses et des objectifs de l'évaluation.

En ce domaine, il convient de garder à l'esprit le souci d'éviter de recourir à des formules-types dans les situations forcément toujours particulières et de se souvenir que, quel que soit le cas d'espèce, une méthode d'évaluation n'est jamais parfaite, car toujours issue d'un compromis entre différents inconvénients.

Il n'y a donc pas de méthode d'évaluation idéale ou incontestée, mais différentes méthodes qui concilient plus ou moins heureusement des objectifs parfois contradictoires.

Dans ce contexte, nous avons préféré limiter cette présentation à quelques méthodes d'évaluation fondamentales et

illustrer ensuite l'ensemble par un cas pratique, qui démontre combien la mouvance de l'environnement dans lequel évoluent les entreprises exige de considérer les méthodes d'évaluation existantes avec énormément de prudence et d'esprit critique.

3.1. L'approche patrimoniale

L'approche patrimoniale distingue d'une part la valeur mathématique comptable (déterminée par le rapport entre l'actif net comptable et le nombre total des parts sociales ou d'actions représentatives de l'entreprise) et d'autre part la valeur intrinsèque (qui résulte de ce même rapport, dont le numérateur, soit l'actif net comptable, a été corrigé pour rapprocher la valeur comptable de l'entreprise de sa valeur économique). En effet, bien que le bilan d'une société reflète une image comptable sincère et fidèle de sa situation patrimoniale, il est fréquent que son image économique s'en trouve quelque peu déformée par suite de l'application des principes comptables de prudence, de coût historique, d'objectivité et de faisabilité qui régissent les règles d'évaluation comptables, ainsi que par l'application de règles d'évaluation déterminées sur base de considérations d'ordre fiscal plutôt que sur base des critères purement économiques.

La correction de l'actif net comptable se réalise alors principalement par la prise en considération des réserves occultes dues à l'inadéquation des règles d'évaluation utilisées et au non-respect au pied de la lettre des principes relatifs à l'établissement des comptes annuels, ainsi que des réserves latentes omises en comptabilité, mais pouvant naître notamment de l'application des lois du marché. L'identification de pareilles réserves passe par une revue critique des règles d'évaluation ainsi que par une revue, poste par poste, des valeurs actives et passives en résultant.

La valeur intrinsèque, calculée sur base de l'actif net ainsi audité et corrigé, sert de valeur de référence pour toute évaluation d'entreprise, mais elle ne peut représenter à elle seule «la» valeur de l'entreprise, puisque elle résulte d'une conception tout à fait statique, qui, par la prise en compte des seules valeurs patrimoniales figées dans la photographie instantanée du bilan de l'entreprise, néglige tout à fait sa capacité bénéficiaire.

3.2. L'approche fondée sur le rendement

A l'inverse de l'approche précédente, les méthodes d'évaluation fondées sur le rendement excluent la prise en compte d'une situation patrimoniale et appréhendent plutôt le profit futur de l'entreprise à travers sa capacité à générer des revenus sous la forme de bénéfices nets, de cash-flow ou de dividendes.

Cette seconde approche est d'ordinaire considérée par les praticiens comme plus dynamiques et plus complètes, car elle situe les paramètres de l'évaluation dans une perspective évo-

lutive qui prend en considération, au travers du bénéfice et des composantes du compte de résultats, la quantité du management et des caractéristiques spécifiques de l'entreprise et de son environnement.

Cependant, alors que l'intérêt de l'approche réside dans l'approximation du rendement futur espéré de l'entreprise, les méthodes traditionnelles se fondent très largement sur le rendement du passé pour évaluer le rendement de l'avenir.

La méthode traditionnelle de «capitalisation du profit» illustre bien cette limite. Pareille méthode propose en effet de calculer la valeur de rendement de la firme sur base de deux paramètres : les profits réalisés et le taux de capitalisation. Elle procède de l'idée que l'actionnaire peut attendre du capital qu'il a investi dans une entreprise un rendement à tout le moins équivalent à celui de l'épargne à long terme dépourvue de tout risque (8).

(8) Le rendement envisagé à ce stade est le rendement purement financier ; les éléments constitutifs d'un rendement plus subjectif (tel que par exemple la satisfaction retirée par l'actionnaire-gestionnaire de l'activité qu'il exerce au sein de la société) ne sont pas pris en compte.

La valeur de rendement résultant de la capitalisation des bénéfices s'obtient alors par la combinaison entre d'une part le bénéfice courant (c'est-à-dire après déduction de tout élément considéré comme exceptionnel en raison de sa non-récurrence ou de toute forme de profit étrangère à l'activité de l'entreprise) et d'autre part le taux de capitalisation composé d'un taux de base (soit le plus souvent le taux d'intérêt des Emprunts d'Etat à long terme tel que fixé par le marché) majoré d'une prime de risque adaptée à l'activité de l'entreprise et à son environnement.

En pratique, le calcul de la valeur de rendement sur base de la capitalisation des profits prend également en compte la progression des résultats de l'entreprise, en faisant intervenir une moyenne arithmétique des bénéfices courants de plusieurs années, éventuellement pondérés en fonction de leur évolution.

Ainsi décrite, la valeur de rendement résulte tout au plus d'une méthode d'extrapolation des profits antérieurs. Cette méthode recourant aux seuls résultats du passé, elle est le plus souvent pratiquée par les entreprises démunies de tout système de planification budgétaire.

Si, par contre, l'entreprise dispose de données prévisionnelles relativement fiables pour un horizon de planification donné, la valeur de rendement futur pourra être calculée, dans une approche plus moderne, soit sur la base des excédents de recettes par rapport aux dépenses prévues de l'entreprise (méthode du discounted cash-flow ou de la valeur actuelle du flux de recettes nettes), soit sur la base des distributions futures espérées de dividendes (méthode de la valeur actuelle du flux des dividendes futurs).

Quelle que soit la méthode retenue, cependant, la valeur

de rendement devra être considérée dans les limites de l'incertitude attachée à la détermination des facteurs d'évolution future de l'entreprise, lesquels se traduisent également dans la formule de capitalisation du profit par le choix nécessairement arbitraire de la valeur attribuée à la prime de risque.

3.3 L'approche combinée

Nous venons de voir combien les méthodes d'évaluation dites «traditionnelles» peuvent apparaître à la fois complémentaires et limitées. La valeur intrinsèque résulte en effet d'une approche statistique qui néglige le rendement de l'entreprise tandis que la valeur de rendement résulte d'une approche dynamique axée sur la rentabilité sans tenir compte de la structure bilantaire de la société.

Le caractère à la fois limité et complémentaire de ces deux approches justifient que de nombreux auteurs et praticiens recourent à un nombre important de méthodes d'évaluation empiriques qui combinent dans des proportions variables la valeur patrimoniale et la valeur de rendement.

Ces méthodes modernes procèdent de l'idée que la valeur de l'entreprise s'obtient en majorant l'actif net réel d'une sur-valeur : le «Goodwill» (9).

(9) Le «Goodwill» est ici entendu au sens large : il peut représenter une différence positive (appelée «Goodwill») ou négative (appelée «Badwill»).

4. DEFINITIONS ET CARACTERISTIQUES DE LA NOTION DE «GOODWILL» (10)

(10) Nous n'aborderons pas de façon approfondie, dans le cadre du présent article, les implications comptables et fiscales du «Goodwill»; signalons simplement qu'il n'existe pas de différence majeure entre le traitement fiscal et comptable du Goodwill, élément repris au sein des immobilisations incorporelles.

4.1. Le Goodwill, super-bénéfice capitalisé

Dans les limites de «l'approche traditionnelle de l'évaluation de l'entreprise, le Goodwill résulte donc du rapprochement entre la valeur de rendement et la valeur d'actif net corrigé. Dans ce cas, une valeur de rendement supérieure à la valeur d'actif net corrigé traduit un «Goodwill», soit un super-bénéfice par rapport au bénéfice normal rémunérant l'actif net investi dans l'entreprise. A l'inverse, une valeur de rendement inférieure à la valeur d'actif net corrigé traduit un «Badwill», soit le sacrifice consenti par les actionnaires en vue d'obtenir la rémunération attendue de l'actif net investi dans l'entreprise.

Selon la Commission d'Evaluation des entreprises du C.N.E.C.B. (2, p. 119), «du point de vue de l'évaluation des entreprises (détermination de la valeur potentielle de l'entreprise),... le Goodwill est l'excédent de la valeur globale de l'entreprise sur sa valeur substantielle (11), c'est-à-dire qu'il est constitué par la partie des éléments incorporels non détachables».

(11) La notion de «valeur substantielle» recouvre ici «les éléments corporels ainsi que les éléments incorporels non détachables et qui sont indispensables à l'exploitation. Il s'agit donc de déterminer les éléments concrets du patrimoine organiquement liés à l'exploitation nécessaires pour assurer le profit futur de l'entreprise» (Commission d'Evaluation des Entreprises du C.N.E.C.B. : «L'évaluation des entreprises» Bruxelles - 1969 - p. 43).

«Du point de vue du prix convenu entre parties, suite aux négociations sur la base d'une expertise d'évaluation, on peut distinguer 2 autres notions de Goodwill :

1°. l'excédent du prix payé sur la valeur des éléments corporels et incorporels détachés, soit le Goodwill acquis à titre onéreux et qui est inscrit à l'actif du bilan;

2°. dans l'optique de l'acheteur, le Goodwill est l'excédent de la valeur potentielle de l'entreprise d'après son estimation, sur le prix qu'il aura à déboursier pour l'acquisition de cette entreprise».

Selon cette même Commission, une des caractéristiques du Goodwill consiste en la précarité de son existence : «par son essence même, en tant qu'expression du potentiel de rendement excédentaire, le Goodwill a un caractère aléatoire :..., l'action de la concurrence tend à rendre temporaire le superbénéfice, c'est-à-dire à faire baisser le profit futur au niveau du rendement normal des capitaux investis, compte tenu des risques» (2, p. 121).

Une autre façon d'appréhender la notion de Goodwill consiste à la définir au départ de ses composantes. En effet, toujours selon la Commission d'Evaluation des Entreprises du C.N.E.C.B., le «Goodwill est de nature complexe. On y distingue des facteurs matériels ou objectifs, et des facteurs personnels ou subjectifs».

«Sont considérés comme facteurs matériels les influences qui font naître une plus-value au-delà de la valeur substantielle par les forces qui émanent de l'entreprise considérée en elle-même; par exemple : une forte position sur le marché, la bonne réputation, le service à la clientèle. La caractéristique de ce Goodwill est qu'il est intimement lié à l'entreprise. Il ne peut pas en être séparé. On ne saurait l'évaluer, le vendre ou le transférer isolément. Il n'est transférable qu'avec l'entreprise» (2, p. 123).

«Le Goodwill d'ordre subjectif, au contraire, est celui qui est associé à la personnalité de l'entrepreneur. Ce Goodwill n'est pas transférable avec l'entreprise» (2, p. 124).

Le Goodwill, élément immatériel, est à ranger au rang des immobilisations incorporelles; or, tous les actifs immobilisés dont l'utilisation est limitée dans le temps devant être amortis, le Goodwill doit lui aussi faire l'objet d'un amortissement régulier. Dès lors, selon la Commission d'Evaluation des Entreprises du C.N.E.C.B., la distinction entre «Goodwill d'ordre objectif» et «Goodwill d'ordre subjectif» est importante pour la fixation de la durée de la rente

du Goodwill. Si le Goodwill est principalement d'ordre objectif, un amortissement entre 5 et 8 ans peut convenir. Si, au contraire, le Goodwill est d'ordre subjectif, il faudrait, selon les auteurs, l'amortir en trois ans». L'usage veut, depuis quelques années, que le goodwill fasse l'objet d'un amortisseur linéaire sur une période de 5 ans minimum. Le législateur a pris récemment position en la matière et a conforté dans les textes cet usage : en effet, jusqu'à la loi du 22 décembre 1989 (Moniteur Belge du 29 décembre 1989), l'entreprise qui disposait d'immobilisations incorporelles pouvait utiliser la formule de l'amortissement dégressif ou celle de l'amortissement linéaire ; depuis la parution de cette loi, l'amortissement dégressif n'est plus applicable aux immobilisations incorporelles (sauf à celles de l'industrie audiovisuelle) alors que la même loi a fixé à 5 le nombre minimum d'annuités à pratiquer lors de l'amortissement linéaire de ces immobilisations.»

4.2. «Rente de Goodwill» et «fonds de commerce»

RAFFEGEAU et DUBOIS (1, p. 12), pour leur part, introduisent une distinction supplémentaire : celle existant entre la notion de «fonds de commerce» et la notion de «rente de Goodwill». Selon les auteurs, «dès lors que la valeur finale ou le prix diffère de la valeur des biens matériels telle qu'elle ressort de l'inventaire, c'est qu'il existe une appréciation des éléments incorporels. Ils sont généralement regroupés dans la notion de fonds de commerce».

«A l'origine, le terme de fonds de commerce est attaché à la vente des commerces de détail et recouvre quasi exclusivement deux types d'éléments incorporels : le nom (c'est-à-dire la notoriété) et la clientèle (c'est-à-dire l'espérance de la poursuite d'une activité).» Dès lors, signalent RAFFEGEAU et DUBOIS (1, p. 13), «en raison des transactions nombreuses, un marché s'est développé qui détermine à partir du chiffre d'affaires un système de cotation des fonds de commerce selon les secteurs d'activité. En d'autres termes, le fonds de commerce dans cette conception est directement lié à la clientèle, elle-même appréciée au travers du chiffre d'affaires principalement».

Et RAFFEGEAU et DUBOIS de poursuivre (1, p. 13) en soulignant que, «pour les entreprises plus importantes, à la notion précédente s'est substituée une notion plus large dans laquelle les éléments incorporels, outre la notoriété et la clientèle, comprennent les brevets, le savoir-faire, la position de rente, la qualité de l'organisation et de la gestion, ..., c'est-à-dire un ensemble extrêmement varié de facteurs qui participent au résultat sans qu'il soit très aisé de les inventorier et de les valoriser individuellement. Leur contribution au profit est elle-même difficilement appréhendée, ce qui ajoute au caractère qualitatif et accroît la difficulté de la valorisation.»

«La valeur des éléments incorporels sera généralement définie, soit comme une différence entre une valeur d'inventaire et une valeur financière ou économique, soit comme la

capitalisation d'une quote-part de bénéfice. Cette dernière sera désignée par l'expression «rente de superprofit» ou rente de «Goodwill» en traduisant la terminologie en usage dans les pays anglo-saxons» (1, p. 14).

RAFFEGEAU et DUBOIS (1, p. 14) concluent leur raisonnement en le synthétisant en une équation simple, autour de laquelle sont organisées, selon eux, toutes les formules d'évaluation financière :

«La valeur finale de l'entreprise est composite :

Valeur de l'entreprise = Valeur des éléments corporels + Valeur des éléments incorporels.

L'équation traduit la nature complexe de l'entreprise en tant que bien économique : c'est un patrimoine que l'on peut appréhender de manière tangible (éléments corporels) mais il comprend également des composantes immatérielles et intangibles indispensables à son activité (éléments incorporels ou fonds de commerce ou Goodwill). »

Un arbitrage, fonction des circonstances de l'évaluation et des motivations de l'évaluateur, peut être fait pour obtenir la valeur finale de l'entreprise, en pondérant chacune des composantes de cette somme par les facteurs k et $(1 - k)$, avec k compris entre 0 et 1. Dans ce cas, «la valeur sera obtenue par la prise en considération du présent (valeur patrimoniale) mais également du futur en raison d'une spéculation sur le revenu tiré de l'activité de l'entreprise et par voie de conséquence sur son avenir». (1, p. 15).

4.3. La position du législateur belge

Pour sa part, le législateur-comptable belge a pris en compte de façon explicite, dans la définition qu'il donne du Goodwill, les notions de prix et de valeur comptable, deux notions essentielles objectives. L'Arrêté Royal du 8 octobre 1976 (12) définit le Goodwill comme «le coût d'acquisition d'une entreprise ou d'une branche d'activité dans la mesure où il excède la somme des valeurs des éléments actifs et passifs qui la composent» et précise que «par Goodwill il y a lieu d'entendre également la différence en cas d'apport d'universalités de biens formant une entité économique (fusion, absorption, apport de branches d'activité) entre la valeur conventionnelle de l'apport et la valeur nette de cette universalité telle qu'elle résulte soit des comptes de l'entreprise apporteuse, soit de l'estimation faite dans ses propres comptes par l'entreprise bénéficiaire de l'apport de tous et de chacun des éléments actifs et passifs apportés».

(12) Annexe à l'arrêté royal du 8 octobre 1976, chapitre III, section Ire, rubrique II.

Pour le législateur, «le Goodwill correspond donc au «sur-valoir», à la plus-value qu'une entreprise présente par rapport à la somme de ses éléments consécutifs» (13, page 171). Et de préciser, dans le projet de Loi 210 en vue de l'adaptation de la législation belge aux deuxième et quatrième directives de la C.E.E. » que «le Goodwill ne peut être considéré comme un élément isolé susceptible de constituer un apport ;

il s'agit bien sûr de la plus-value qu'une entreprise ou un fonds de commerce présente par rapport à la somme de ses éléments constitutifs du fait de leur organisation et de leur affectation à l'exploitation de l'entreprise ainsi qu'à la constitution et à la conservation de la clientèle. Le Goodwill est donc indissociable du fonds de commerce qui peut être apporté et évalué avec toutes ses particularités».

(13) GILLET J.P., GINSBURGH V., MICHEL P., KHROUZ F. : «Comptabilité» - Office International de Librairie - 1re édition - Bruxelles - 1985 - 476 p.

5. LE CONTROLE DE LA VALORISATION DU GOODWILL

L'institut des Réviseurs d'Entreprise, dans sa circulaire C.009 datée du 11 mai 1990, pose le problème du contrôle de la valeur attribuée au Goodwill d'une entreprise : «Le réviseur d'entreprises est fréquemment consulté sur des opérations impliquant un transfert de Goodwill, fonds de commerce ou valeur incorporelle d'appellation équivalente. Un rapport doit être établi en cas d'apport en nature ou de quasi-apport, dans lequel le réviseur se prononce sur les modes d'évaluation adoptés.»

Or, précise l'I.R.E., «l'expérience récente révèle que les éléments objectifs de calcul de la valeur de ce Goodwill font souvent défaut. Les parties sont parfois tentées de proposer des montants surévalués, ne serait-ce que pour bénéficier d'avantages fiscaux.» L'Institut des Réviseurs d'Entreprises articule sa circulaire autour de trois points principaux :

5.1. La motivation du rapport de révision

«Les normes relatives au contrôle des apports ne consistant pas en numéraire, établissent très clairement que le réviseur doit analyser dans son rapport la description et l'évaluation des apports faits par les apporteurs ou par l'organe d'administration de l'entreprise. Il doit découler de cette analyse que cette description et les modes d'évaluation adoptés se justifient en économie d'entreprises (Normes B.2. Vademecum II.1.11.05)».

5.2. Incidence de l'existence de plafonds fiscaux

«Le législateur fiscal est intervenu récemment pour fixer un plafond au montant de la plus-value de cessation d'activité taxable à taux réduit. Le taux ne sera appliqué que dans la mesure où la plus-value n'excède pas un montant égal à quatre fois la moyenne des bénéfices ou profits nets imposables afférents à l'activité délaissée au cours des quatre années qui précèdent celle de la cessation ou de la réduction d'activité (art. 93 par. 1, 2° b nouveau C.I.R.)».

«Il ne fait aucun doute qu'aux yeux de certaines personnes, cette limite fiscale pourrait aussi apparaître comme un critère de référence généralement admis. Le Conseil souhaiterait rappeler aux membres qu'un tel raisonnement est incompatible avec les objectifs du contrôle des apports en nature et quasi-apport.»

En effet, «l'intervention du réviseur d'entreprise a notamment pour but de protéger les tiers et plus particulièrement les créanciers contre les risques découlant d'un capital fictif.

... Sur le plan économique, le plafond établi par la réglementation fiscale ne peut être admis sans plus comme méthode d'évaluation du Goodwill. Dans certaines hypothèses, il conduira à une surévaluation manifeste et dans d'autres, il faudra considérer que la rémunération de l'apport est manifestement inéquitable».

5.3. Pertinence des évaluations forfaitaires

«Dans les apports de fonds de commerce, il est fréquemment proposé d'avoir recours à des méthodes d'évaluation forfaitaires établies par le secteur. Ces méthodes ont été développées en se basant principalement sur l'expérience par référence à un prix de marché qui peut exister dans le secteur de l'artisanat et du petit commerce.»

«Les évaluations forfaitaires ne peuvent pas être appliquées dans l'abstrait sans faire référence à la situation concrète de l'entreprise. L'enregistrement d'une valeur incorporelle représentative de la clientèle à l'actif du bilan représente le plus souvent la valorisation de l'espérance de maintien des relations d'affaires avec les clients qui ont traité avec l'entreprise dans le passé. En conséquence, le Goodwill doit tenir compte d'éléments propres à l'entreprise tels que les facteurs de situation, de fidélité de la clientèle dans le type d'entreprises en cause, la poursuite de la collaboration du cédant avec l'entreprise, l'évolution croissante ou décroissante du chiffre d'affaires et du résultat etc.».

6. DE LA PRECARITE DU GOODWILL D'UNE ENTREPRISE : ANALYSE D'UN CAS PRATIQUE

Après avoir exposé les principales méthodes d'évaluation traditionnelles de l'entreprise et mis en évidence la signification de la notion de Goodwill, nous désirons illustrer l'ensemble au travers d'un cas pratique réel, qui met en avant le caractère temporaire et ponctuel de toute évaluation d'entreprise et la précarité, mise en exergue par la Commission d'Evaluation des Entreprises du C.N.E.C.B., du Goodwill d'une entreprise.

6.1. Présentation de la société WXY

La société WXY (14), cible des évaluations exposées ci-après est une moyenne entreprise active dans le secteur alimentaire; à la fin de l'année N, son chiffre d'affaires avoisine les 750 millions réalisés dans un secteur extrêmement concurrentiel. A cette date, la société est arrivée au terme de sa phase d'expansion et peut être considérée comme une entreprise arrivée à maturité lorsque nous la positionnons sur la «Courbe de vie des entreprises».

(14) Le lecteur comprendra aisément que, pour des raisons de confidentialité, nous ne dépeindrons les résultats et les activités de cette société qu'en termes généraux.

Les résultats financiers qu'elle réalise sont cependant sujets à de fortes fluctuations conjoncturelles : l'évolution erratique des prix d'achat de ses matières premières, la faible élasticité-prix du prix de vente de ses produits vis-à-vis du coût des facteurs de production ou encore une dépendance importante vis-à-vis de politiques de soutien et/ou de réglementations belges ou européennes souvent incertaines, influencent de façon considérable ses résultats.

SOCIETE wxy			
<i>Structure bilantaire</i>			
<i>En mesure procentuelles</i>	31/12/N	31/12/N +1	30/06/N +2
Actif	100 %	100 %	100 %
Actifs immobilisés (corporels)	21 %	17 %	20 %
Actifs circulants	79 %	83 %	80 %
Stocks	14 %	9 %	10 %
Créances commerciales	72 %	76 %	77 %
Autres créances	10 %	9 %	11 %
Valeurs disponibles	3 %	5 %	2 %
Comptes de régularisation	1 %	1 %	0 %
Passif	100 %	100 %	100 %
Fonds Propres	12 %	13 %	4 %
Capital	44 %	40 %	153 %
Réserves	4 %	4 %	15 %
Résultat reporté exercices antérieurs	3 %	21 %	133 %
Résultat de l'exercice	20 %	13 %	- 285 %
Subsides en capital	28 %	22 %	83 %
Dettes	88 %	87 %	96 %
Dettes > 1 an	23 %	22 %	22 %
Dettes échéant dans l'an	4 %	5 %	1 %
Dettes financières < 1 an	22 %	31 %	35 %
Dettes commerc. < 1 an	45 %	35 %	36 %
Dettes foscacs, sciales salariales	4 %	5 %	4 %
Autres dettes	1 %	1 %	1 %
Comptes de régularisation	1 %	1 %	1 %

Précision: Nous supposons qu'en accord avec les autorités fiscales, la société WXY applique une méthode d'amortissement dégressive sur une partie de son actif immobilisés corporels (les constructions); d'un point de vue économique, dans le cadre de la continuité de des activités de la société (principe du «going concern»), une méthode linéaire devrait fournir une meilleur approximation de la dépréciation de valeur économique de ces immobilisés et devrait conduire à une augmentation des fonds propres de la société de l'ordre de 30 %.

Afin de nous faire une idée de la situation patrimoniale de cette société, nous présentons ci-dessus l'évolution de sa structure bilantaire, exprimée en chiffre procentuels (15) au terme des exercices N et N + 1, ainsi qu'à la moitié de l'exercice N + 2.

(15) Répartition de l'actif total, égal à 100 %, selon les grands agrégats bilantaires. Cette technique n'est cependant valable que dans la mesure où l'actif total de la société évolue peu au cours du temps, ce qui est le cas en l'espèce.

La mauvaise conjoncture d'une part, des problèmes de maîtrise du coût de revient, couplés à des problèmes de gestion interne d'autre part, conduisent au 30/6/N + 2 à une

dégradation significative de la santé de l'entreprise, qui voit se modifier fondamentalement la valeur que l'on pouvait lui attribuer au terme de l'exercice N.

Cette dégradation apparaît nettement au travers de l'évolution des fonds propres de la société, qui atteignent au 30/6/N + 2 un montant inférieur à la moitié du capital social (16).

Compte de résultats	31/12/N	31/12/N +1	30/06/N +2
Chiffre d'affaires	100.00 %	110.83 %	75.75 %
Consommations intermédiaires	100.00 %	111.85 %	82.04 %
Bénéfice brut	100.00 %	102.20 %	22.58 %
Marge brute	10.58 %	9.76 %	3.15 %
Autres produits	100.00 %	212.49 %	179.63 %
Biens et services	100.00 %	103.98 %	28.88 %
Frais de personnel	100.00 %	100.21 %	65.82 %
Amortissements	100.00 %	110.93 %	67.65 %
Réductions de valeur	—	—	—
Autres charges d'exploitation	100.00 %	227.75 %	0.00 %
Bénéfice d'exploitation	100.00 %	88.41 %	-89.48 %
Produits financiers	100.00 %	108.23 %	0.00 %
Charges financiers	100.00 %	88.52 %	44.49 %
Produits exceptionnels	—	—	—
Charges exceptionnelles	100.00 %	758.52 %	0.00 %
Résul avant impôts	100.00 %	86.82 %	-401.47 %
Impôts	100.00 %	790.91 %	0.00 %
Résultat de l'exercice	100.00 %	72.63 %	-409.56 %

Ratios de gestion			
Résultat récurrent (17) (en millions)	2.5	2.1	- 10.2
Marge brute sur ventes	10.58 %	9.76 %	3.15 %
Personnel/valeur ajoutée	27.03 %	26.50 %	78.77 %
Rentabilité des Fonds Propres	20.23 %	13.29 %	-285.20 %
Rentabilité exploitation FPropres	64.06 %	51.25 %	-197.37 %
Rentabilité exploitation Actif	7.91 %	6.44 %	- 7.09 %

(16) Cette précision est importante en regard de l'article 103 des Lois Coordinées sur les Sociétés Commerciales qui oblige les administrateurs de Sociétés Anonymes, en cas de réduction de l'actif net à un montant inférieur à la moitié du capital social, à convoquer une Assemblée Générale extraordinaire des actionnaires en vue de décider de la dissolution de la société ou de sa continuité.

(17) Pour faire apparaître de façon plus précise l'impact de ces différents facteurs, nous avons choisi de présenter l'évolution des rubriques du compte de résultat par rapport à la valeur qu'elles prenaient au terme de l'exercice N.

Le tableau précédent présente l'évolution du compte de résultats de l'entreprise, ainsi que l'évolution de quelques ratios de gestion, qui permettront au lecteur de mieux appréhender

les facteurs de déclin de la rentabilité de l'entreprise (18).

18) Sous la notion de «résultat récurrent», nous reprenons le montant du résultat réalisé lors de l'exercice par la société, corrigé de toutes les charges ou produits à caractère exceptionnel et/ou non-récurrent, et de tout amortissement non conforme à la stricte réalité économique.

Inscrite dans le prolongement des concepts évoqués aux points précédents, notre analyse de la situation bilantaire et du compte de résultats a pour objectif de fournir une estimation quantifiée de la valeur de la société WXY, à savoir la valeur de référence au départ de laquelle la propriété et le contrôle de cette société pourraient être négociés avec un acheteur potentiel, chacune des deux parties en présence étant libre de procéder ou non à la transaction et toutes deux ayant une connaissance similaire des circonstances de l'opération. Il n'est nullement dans notre intention d'entreprendre ici une analyse financière approfondie de la société WXY, qui mettrait en évidence avec précision les facteurs explicatifs de son déclin.

Nous proposons une première évaluation de la société WXY au 31/12/N, basée sur les données comptables et les conditions de marché et d'environnement existantes à cette date, la situation comptable au 31/12/N+1 n'étant pas encore connue ni estimée par la société, démunie de tout système de planification budgétaire.

Nous comparons ensuite la valeur de référence ainsi obtenue à la valeur estimée, dans le même contexte, sur base de la situation comptable au 31/12/N+1 et au 30/6/N+2

6.2. Evaluation de la société au 31/12/N

Compte tenu de l'absence de données comptables prévisionnelles fiables, l'estimation de la valeur de référence de la société WXY au 31/12/N doit être obtenue, au regard de l'approche traditionnelle de l'évaluation de l'entreprise, par une combinaison de deux méthodes d'évaluation :

- la détermination de l'actif net comptable corrigé, pour tenir compte des sous-estimations et sur-estimations éventuelles des actifs et passifs de la société;
- la capitalisation des bénéfices normaux enregistrés dans le passé par la société, corrigé par le rejet des gains et pertes de nature exceptionnelle et/ou non-récurrente.

6.2.1. L'actif net comptable corrigé

Le calcul de l'actif net comptable corrigé repose sur un inventaire de cession ou de reprise des différents éléments patrimoniaux après redressement, poste par poste, du bilan comptable. Il procède par différence entre d'une part l'ensemble redressé de tous les avoirs et de toutes les créances qui constituent l'actif et d'autre part l'ensemble redressé de tous les engagements et de toutes les dettes qui composent le passif. L'actif net comptable de la société WXY se détermine de la manière suivante au 30/12/N, en faisant l'hypothèse simplificatrice que l'actif total de la société s'élève

à 100 millions de Fb et en exprimant, dans la suite de l'exposé, ces données en millions :

Actif Total	: 100 (= 100% de l'actif)
— Dettes	: - 88 (= 88% du passif)
TOTAL	: 12 millions de FB

Cette valeur se décompose comme suit : 44 % provient du capital de la société, 4 % de ses réserves, 3 % du résultat reporté des exercices antérieurs, 20 % du résultat de l'exercice et 28 % de subsides reçus en capital (19).

(19) Les subsides en capital ne sont correctement assimilés à des capitaux propres que s'ils ne sont assujettis d'aucune condition particulière de remboursement de sorte qu'ils constituent un subside à fonds perdus. Nous ferons l'hypothèse simplificatrice que tel est le cas ici.

Afin de rendre ces fonds propres indépendants des pratiques fiscales qui ont pu en altérer la réalité économique et comptable, il convient de majorer l'actif net comptable du montant des dotations aux amortissements excédant les corrections de valeur économiquement justifiées; ceci conduit à une augmentation des fonds propres, en l'espèce, de l'ordre de 30 %, ce qui porte l'actif net comptable corrigé à un montant proche des 15,6 millions de Fb, chiffre que nous retiendrons pour la suite de l'exposé.

6.2.2. La capitalisation des bénéfiques

L'actionnaire rationnel, on l'a dit, attend des capitaux qu'il a engagés dans l'entreprise une rentabilité égale à celle obtenue d'actifs placés sans risque, majorées d'une prime de risque, évolutive dans le temps en fonction du niveau des taux d'intérêt sur le marché et des risques inhérents à l'entreprise et à son secteur économique.

La société WXY se situe dans une classe de risque élevée compte tenu de l'influence prépondérante des facteurs d'environnement précédemment définis auxquels elle est soumise, ainsi que de divers facteurs internes à l'entreprise, tels que, par exemple, l'absence de comptabilité analytique et l'insuffisance des méthodes de budgétarisation.

Dès lors, compte tenu du niveau du taux des emprunts à long terme de l'Etat à l'époque de l'évaluation (8%) et d'une majoration de ce taux par une prime de risque de l'ordre de 5%, un taux de capitalisation de 13% approcherait correctement, à nos yeux, le rendement attendu d'un placement dans cette entreprise.

Du point de vue de l'actionnaire, il est intéressant de comparer ce taux de capitalisation au ratio de rentabilité nette des fonds propres, calculés par le rapport entre le résultat net de l'exercice et les capitaux propres de l'entreprise, lequel ratio détermine le taux de rendement des capitaux investis dans l'entreprise. Ce ratio présente, au 31/12/N, une valeur de 20,23%, taux de rendement supérieur au taux de rendement attendu de l'entreprise, de sorte que la reprise de la société WXY paraît de ce point de vue avantageuse pour un

acquéreur potentiel : au 31/12/N, il s'agit d'un argument attractif et convaincant, dans l'hypothèse d'une négociation entre les propriétaires de l'entreprise et un acheteur éventuel.

La valeur de rendement de la société WXY, calculée par capitalisation au taux de 13 % d'un flux de résultats supposés constants au cours du terme (20) et versés jusqu'à l'infini, vaut : $2,5 \text{ millions} / 13 \% = 19,2 \text{ millions}$.

(20) Dans un souci de clarté et de simplicité didactique, nous avons choisi de prendre comme base de référence pour la détermination du flux de résultats futurs de la société le dernier résultat récurrent réalisé, tel que défini à la note 19. L'utilisation d'une moyenne pondérée des derniers résultats de l'entreprise aurait pu, il est vrai, rendre la valeur de rendement ainsi déterminée moins dépendante des circonstances prévalant lors du dernier exercice social et aurait été, d'un point de vue économique, plus justifiée.

En reprenant, par souci de simplicité, comme définition de la notion de Goodwill le seul écart entre la valeur de rendement et l'actif net comptable corrigé, nous arrivons, au terme de l'exercice N, à une valeur de Goodwill de 3,6 millions.

6.3. Evaluations de la société au 31/12/N+1 et au 30/6/N+2

L'évaluation de la société au 31 décembre N+1 et au 30 juin N+2, basée sur les mêmes hypothèses qu'au point précédent, fournit les valeurs suivantes, exprimées en millions :

	31/12/N	31/12/N +1	30/06/N +2
Actif et comptable corrigé	15,6	16,9	5,2
Valeur de rendement	19,2	16,1	(-78,5)
Goodwill	3,6	(-0,8)	(-83,7)

6.4. Premiers éléments de diagnostic

Alors qu'au 31 décembre N, la société WXY présente un Goodwill valorisé à 3,6 millions, on constate que cette même société, au terme de l'exercice suivant, présente déjà un Badwill de 0,8 million, dû à un accroissement de son actif net corrigé (son endettement a diminué de 1%) plus que contrebalancé par les effets d'une première dégradation significative du résultat récurrent réalisé au cours de l'année N+1 (-16 %).

Six mois suffisent ensuite pour conduire la société WXY aux portes de la faillite : sous l'influence d'événements conjoncturels fâcheux, accentués par certaines défaillances internes de la gestion prévisionnelle au sein de la société, sa structure financière se dégrade de façon significative : l'endettement croît de façon brutale, pour pallier la chute du montant des fonds propres, obérés par un résultat reporté fortement négatif. La dégringolade du résultat au cours des 6 premiers mois de l'exercice N+2, non prévue et de ce fait non maîtrisée rapidement, amène l'entreprise à présenter une valeur de rendement très largement négative, compte tenu des hypothèses restrictives formulées, dans un but didacti-

que, au sein de cet article.

En 18 mois, le Goodwill de 3,6 millions affichés par la société WXY s'est transformé en un Badwill important. Ceci illustre, de façon certes extrême, le caractère précaire et volatile du Goodwill : expression même de la valorisation d'une multitude d'éléments immatériels liés au comportement des marchés de l'entreprise et à sa position concurrentielle sur ces marchés, son évolution traduit rapidement toutes les victoires et toutes les défaites enregistrées par l'entreprise dans son combat pour la connaissance, la conquête et la protection de ses marchés. Apparaît en fait ici la véritable dimension économique de la notion de Goodwill, baromètre de la gestion au quotidien des activités de base de l'entreprise.

7. EN GUISE DE CONCLUSION...

Au terme de cet exposé, il nous paraît opportun de rappeler les éléments de réflexion suivants :

- la valeur d'une entité économique fluctue continuellement au cours du temps. La valeur attribuée hier à une société différera de celle qui lui sera attribuée demain, car toute société constitue une entité dynamique, en constante interaction avec un environnement toujours en mouvement ;
- la valorisation d'une entité économique nécessite souvent un certain nombre de projections ; la qualité et la fiabilité de ces projections nécessitent elles-mêmes la mise en place d'un système d'information et, dans une phase ultérieure, de planification qui permette, tant que faire se peut, de réduire l'incertitude qui caractérise l'évolution du monde dans lequel évolue l'entreprise ;
- la valeur attribuée à une entreprise par un évaluateur diffèrera souvent de celle qui lui est attribuée par un autre évaluateur : l'entreprise n'a pas « un » prix, mais plusieurs valeurs, fonctions des objectifs et attentes des évaluateurs potentiels ;
- chaque entreprise constitue un cas particulier. Le recours à l'une ou l'autre formule de valorisation ne sera pertinent qu'après avoir audité avec soin l'entité à valoriser et avoir tenu compte de façon expresse de ses caractéristiques propres ;
- la valeur attribuée au Goodwill d'une entreprise, expression de la valeur attribuée à une multitude d'éléments immatériels liés au comportement des marchés de l'entreprise et à sa position sur ces marchés, est une valeur avant tout précaire et volatile : les circonstances prévalant sur les marchés de l'entreprise hier diffèrent de celles qui prévaudront demain.