

# Le « passage » de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres : quelles dettes déduire ?



Par Hubert de La Bruslerie  
Professeur émérite à l'Université  
Paris Dauphine

**Le processus d'évaluation d'une entreprise accorde une place centrale à la notion de valeur économique de l'entreprise (VE) qui est égale à la valeur des droits des créanciers économiques (actionnaires et les prêteurs). Il s'en déduit classiquement que la valeur des capitaux propres appartenant aux actionnaires (CP) est égale à VE corrigée des dettes<sup>1</sup>. Se pose donc la question de la détermination des dettes à déduire.**

Le passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres (CP) est parfois désigné par les praticiens de l'évaluation comme le problème du « *bridge* ». C'est une étape cruciale du processus d'évaluation qui pose une série de difficultés pratiques, objet des développements suivants.

## A quelle date évaluer la valeur de l'entreprise ?

La date d'évaluation des actifs économiques se cale généralement sur la date d'arrêté du bilan comptable. On dispose ainsi de données comptables telles que reportées dans un inventaire soumis à des règles connues et publiques. Celui-ci présente l'avantage important d'être complet puisque le bilan intègre également sous forme de provisions les dettes futures probables qui se réaliseront plus tard.

## Quel périmètre et quelle valeur de dettes retenir dans l'évaluation ?

La simplicité serait de déduire de la VE les dettes nominales figurant au bilan. Même si parfois cette démarche est faite, il est préférable de mener dans l'analyse du passif une méthodologie aussi rigoureuse que celle avec laquelle ont été évalués les actifs économiques de l'entreprise. A défaut la démarche sera bancal et donc critiquable.

Il faut au préalable déduire la valeur des intérêts minoritaires (s'il y en a) de la valeur

d'entreprise, VE. L'acquéreur n'achète que les capitaux propres de la société mère en cas de groupe consolidé.

L'évaluation de l'endettement net à déduire de VE est :

*Endettement net = Endettement financier corrigé des créances/dettes hors BFR d'exploitation, en valeur de marché + certains éléments décaissables/encaissables vis-à-vis de tiers externes*

**Précision :** cela ne correspond pas à la position extérieure nette de l'entreprise vis-à-vis des tiers qui inclut par exemple les crédits fournisseur et l'incidence du BFR d'exploitation<sup>2</sup>.

## L'Endettement financier net

Le premier point est celui de l'évaluation de l'endettement financier net : valeur de marché ou valeur comptable égale au nominal des créances/dettes financières ? Le souci d'homogénéité avec l'évaluation de l'actif économique VE sur la base de flux actualisés conduit à retenir une dette évaluée aussi sur la base des flux négatifs futurs, c'est-à-dire en valeur de marché. Le principe d'additivité conduit à l'endettement financier total en agrégeant les valeurs de chacune des composantes de la dette.

■ **L'endettement financier net** s'entend classiquement comme les dettes financières

court terme (CT) et long terme (LT) corrigées des actifs de trésorerie et assimilables (Trésorerie, placements financiers non liés à l'activité)<sup>3</sup>.

En pratique les actifs de trésorerie sont évalués à leur valeur nominale en raison de leur liquidité ou de leur terme court. S'il s'agit de dettes à CT (découvert, billets de trésorerie...) ou de crédit à moyen terme renouvelable, la valeur nominale convient car ces passifs ont une valeur quasi équivalente au montant nominal.

S'agissant de dettes financières et d'obligations à moyen terme (MT) et à taux fixe, une évaluation financière des *cash-flows* est nécessaire pour obtenir une valeur de flux. Le taux d'actualisation à utiliser est le taux d'emprunt de l'entreprise incluant un « *spread* » (écart) de crédit. Pour les obligations cotées, la valeur de marché est retenue. Si les dettes à MT/LT ne sont pas cotées ou sont bancaires une évaluation reste nécessaire. Ainsi, un contrat de prêt avec un taux nominal faible est lié à l'entreprise rachetée ; il est bien une source d'avantages économiques que le vendeur doit monnayer.

1. Valeur des capitaux propres = VE - dettes.

2. Certains des développements qui suivent s'inspirent de Piniot et al. (2014), cité en référence.

3. Eventuellement en intégrant les stocks spéculatifs liquidables.

Reprendre alors le nominal de la dette et non sa valeur de marché, dans le processus d'évaluation des capitaux propres reviendrait à sous-évaluer les capitaux propres. **C'est pourquoi, on arrive à cet axiome :**

*Endettement financier net = dettes financières (CT / LT) en valeur nominale - actifs de trésorerie +/- réévaluation des dettes financières à taux fixe*

■ **Traitement des dettes sur loyers.** Avec l'entrée en application de la norme IFRS16 sur les contrats de location ; le périmètre des dettes sur loyers s'est étendu au-delà du très classique crédit-bail ou location-financement. Ainsi **est reconnu** au passif du bilan des dettes liées à des chroniques de loyers actualisées. C'est particulièrement délicat dans le cas de contrats de location opérationnelle où il existe une flexibilité sur l'horizon d'utilisation du bien. La location opérationnelle se présente souvent comme une séquence d'options de renouvellement ou d'options de résiliation anticipée. La norme IFRS 16 demande de faire référence à des durées qui sont « raisonnablement certaines » pour le preneur-utilisateur<sup>4</sup>. Cet oxymore est assez inquiétant car, d'une part, il ouvre la porte à **de** l'arbitraire<sup>5</sup> et d'autre part, l'horizon « raisonnablement certain » du vendeur dans l'évaluation n'est pas forcément l'horizon « raisonnablement certain » du nouvel acheteur.

Dans une opération d'évaluation, l'appréhension de la dette sur loyers est délicate car celle-ci incorpore dans le bilan du vendeur une fraction optionnelle que l'acheteur pourra ou non reprendre. La difficulté concerne la dette sur loyers de location opérationnelle. Si la fraction de loyers opérationnels certains est une dette quasi certaine envers un tiers qu'il faut, à notre sens, déduire, la fraction

de loyers optionnels n'est en revanche une dette pour l'acquéreur envers un tiers que s'il choisit ultérieurement, après l'acquisition, de prolonger le contrat de location. C'est pourquoi, il ne faudrait pas, à notre sens, déduire la fraction optionnelle des dettes sur loyers.

■ **Présence d'actifs destinés à la vente et de dettes financières liées.** Lors de la cession en cours d'une filiale ou d'un secteur d'activité, les actifs et les passifs concernés sont isolés au bilan. En particulier, les dettes financières relatives aux actifs à vendre sont à isoler en référentiel IFRS et les actifs destinés à la vente sont évalués à leur prix de cession probable. Le solde net des actifs destinés à la vente et des dettes financières liées est le plus souvent positif<sup>6</sup>. Ce solde viendra contribuer à la trésorerie de l'entreprise.

L'endettement financier doit être évalué à périmètre d'entreprise corrigé de la cession d'actifs et d'activités destinées à être vendues. En général, l'acquéreur d'une entreprise n'est pas intéressé par les actifs destinés à la vente dont le produit reste au vendeur. Il faut donc déduire ceux-ci de l'actif et déduire du passif financier les dettes y afférant. Il est important de rajouter le passif lié à la vente d'actifs au prix des capitaux propres. La contrepartie de la cession des actifs hors périmètre d'acquisition est un transfert de dette qui reste à la charge du vendeur. A défaut l'acquéreur paierait moins en capitaux propres mais prendrait en charge une dette plus élevée que la stricte dette d'activité. C'est en théorie neutre sur la situation globale de l'acquéreur. En effet, l'acquéreur peut préférer minorer les capitaux propres à investir et reprendre davantage de dettes que **celle** strictement liées à l'activité s'il veut par exemple profiter **d'un** levier d'endettement de la société acquise. Ainsi, une scission d'actifs avant l'opération d'acquisition et une reprise de la totalité du passif par l'acquéreur permet de financer l'acquisition sur la base d'un transfert d'emprunts auprès des créanciers historiques de la cible. L'acquéreur diminue ainsi le montant de *cash-flow* à décaisser lors de l'acquisition et profite d'un levier d'endettement. La limite de ce type d'opération est l'existence de covenants qui peuvent lier les actifs destinés à être vendus et les emprunts spécifiques gagés par ces actifs. Pour l'acquéreur la tentation est donc de minorer ou d'oublier le passif financier liés à des ventes d'actifs. La tentation pour le vendeur est de retirer ces dettes du périmètre des dettes à déduire, et même de les

augmenter, s'il veut maintenir à son profit de bonnes opportunités historiques de dettes et maximiser le prix de cession des capitaux propres<sup>7</sup>.

■ **Les passifs financiers hybrides.** Leur prise en compte est un sujet délicat dans l'évaluation de l'endettement financier net. L'exemple le plus classique est celui des obligations convertibles (OC). Les détenteurs d'obligations convertibles sont des créanciers qui peuvent devenir actionnaires minoritaires en cas d'exercice de leurs droits à conversion. L'acquisition de l'entreprise est un événement majeur qui est en général intégré dans les contrats juridiques sous forme de covenants. Si une clause de forçage ou un *call* (option d'achat) émetteur existent et sont exerçables avec profit, les obligataires convertibles deviennent des actionnaires et rejoindront l'acquéreur en tant que minoritaires. Dans ce cas, il ne faut alors pas tenir compte de ce passif financier. Symétriquement si l'obligation convertible est « en dehors de la monnaie », les obligataires sont des prêteurs standard. Il faut alors déduire de la *VE* la valeur de marché de l'obligation convertible qui est inférieure à sa valeur nominale. Elle est égale à sa valeur nue obligataire.

En cas d'OC mixte c'est à dire ayant un vrai potentiel d'option d'achat d'actions, l'acquéreur procède souvent au lancement d'une offre spécifique d'achat des titres de l'OC, faite conjointement à la transaction à destination des détenteurs d'OC. S'agissant d'OC cotées l'acquéreur propose un prix de rachat « *cash* » incluant une prime. C'est une opération d'acquisition connexe à l'achat des actions de l'entreprise visée. En cas d'offre séparée sur des OC, il ne faut dans ce cas rien ajouter ni soustraire à la *VE*.

Les autres formes de financement hybrides sont plus simples s'il s'agit par exemple de BSA liés à des émissions antérieures d'OBSA. Les obligations « nues » hors BSA sont des dettes financières qui viennent se déduire en valeur réévaluée de la valeur d'entreprise *VE*.

Les BSA, les éventuelles attributions gratuites d'actions ou les « *stock-options* » viennent agir sur la dilution du capital. Ces options sur actions futures n'influencent pas la valeur globale des capitaux propres<sup>8</sup>. En revanche l'acquéreur fait face à un risque de dilution potentielle. Ce risque est réel si les BSA ou les

4. Cf. Lebrun B. (2019) « Les incidences d'IFRS16 sur les ratios financiers », Revue Française de Comptabilité, n° 354, septembre.

5. Un vendeur aura la tentation de considérer toutes les locations opérationnelles comme des locations à court terme qui sont exemptées de « passivation ».

6. Il peut être négatif en cas de cession d'une activité en perte.

7. En cas de cession ultérieure des actifs disponibles à la vente par l'acquéreur il faut tenir compte de l'effet impôt dans la transaction. Ces impôts peuvent avoir déjà été inscrits au passif en Impôt différé (IDP).

8. Au montant du prix d'exercice près.



stock-options sont « dans la monnaie ». Dans ce cas la valeur d'acquisition des capitaux propres tiendra compte du rapport relatif des actions nouvelles à créer. La valeur des capitaux propres ne sera pas ajustée, mais le prix d'offre par action sera ajusté de l'effet dilutif. Il en est de même s'il existe des actionnaires minoritaires ou si l'offre est partielle.

## Les positions auprès de tiers d'exploitation

■ **Le besoin en fonds de roulement d'exploitation**, aussi appelé Besoin de Financement d'Exploitation (BFE) est une réalité financière pérenne dans l'entreprise qui recouvre à la fois des créances - les postes clients -, des actifs - les stocks -, et des dettes - les postes fournisseurs d'exploitation. Il faut pour être complet tenir compte également des postes de TVA à la fois déductible (créance) et collectée (dette). Ce BFE est photographié à la date d'arrêté de bilan pour établir le prix de vente. Ce BFE est déjà intégré dans la méthode des flux qu'il s'agisse de la méthode des FCF (Free Cash Flow) ou de la méthode des comparables. Ainsi lorsqu'on calcule le FCF, les variations de BFE sont déduites pour évaluer les *cash-flows* libres. Il ne faut donc pas déduire le BFE *en soi*, ou le rajouter, de la valeur d'entreprise.

Toutefois, les méthodes de flux évaluent un BFE standard, c'est-à-dire moyen reproductible. Or, le BFE évalué à une date donnée pour les postes clients, stocks et fournisseurs peut se situer en deçà ou au-delà de ce standard. Il faut donc corriger l'évaluation bilantielle pour retrouver le BFE standard. C'est le cas par exemple si des mouvements saisonniers se traduisent à la clôture de l'exercice par des stocks gonflés et des créances clients excédentaires. L'écart entre le BFE constaté et financé à la clôture et le BFE standard se retrouve en trésorerie. Le supplément de BFE à la clôture se traduit, toutes choses égales, par une diminution de la trésorerie, ou une augmentation des emprunts bancaires, ce qui revient au même. Il faut donc identifier l'écart d'évaluation du BFE :

**Encadré** - Ecart d'évaluation du BFE = BFE évalué au bilan - BFE standard

Le chiffre d'écart s'il est positif (négatif) devra être rajouté (soustrait) à la VE. La tentation est grande pour le vendeur de purement et simplement demander le « rachat du BFE » en déduisant les dettes fournisseurs et en

ajoutant à la VE les actifs courants d'exploitation.

*Remarque : dans l'analyse du BFE bilantielle une attention particulière doit être portée aux dettes fiscales et sociales. Les dettes envers le fisc ou les URSSAF peuvent être liées à des retards de paiement ou à des moratoires accordés à l'entreprise en difficulté.*

## Autres éléments

Certains éléments d'actifs hors VE doivent être repris par l'acquéreur tels que des actifs financiers non stratégiques pour l'entreprise qui seront cédés à plus ou moins brève échéance.

■ **Les Immobilisations corporelles ou incorporelles non stratégiques** sont à évaluer sur la base de leur perspective de cession à leur valeur marchande. Ces éléments sont supposés non nécessaires dans la génération des FCF<sup>9</sup>. C'est le cas par exemple des immeubles de rapport. Dans une optique de cession, il faut tenir compte aussi d'éventuels impôts à payer sur plus-values (qui sont peut-être déjà intégrés dans les IDP (Impôt Différé Passif) au passif du bilan). Ces actifs immobilisés s'ils sont cédés à la suite de l'acquisition sont à rajouter à la valeur des capitaux propres.

■ **Titres mis en équivalence**. Ces titres qui relèvent de participations conjointes peuvent avoir déjà été pris en compte dans l'estimation de la VE si ont été rajoutées aux FCF les quotes-parts de FCF sur filiales mises en équivalence et autres joint-ventures, notamment dans le cas standard de filiales ou de co-entreprises intégrées à l'activité. A défaut, en cas d'oubli, il faut rajouter aux capitaux propres la valeur réévaluée des titres mis en équivalence en raisonnant sur la base de leurs flux futurs dans une optique de continuation.

■ **Les autres titres de participation et créances financières** sont des participations minoritaires ou des prêts et créances, qui sont soit liées à l'activité du groupe, soit en dehors. Dans le premier cas il peut s'agir de dépôts de garantie, de prêts à des clients ou à des sociétés liées non consolidées. S'il s'agit de créances financières à long terme dans le cadre d'un groupe il faut déterminer leur valeur actuelle ou leur valeur probable de réalisation. Ce sera le cas de créances à

des sociétés non consolidées en pertes ou en grande difficultés.

Pour les créances et titres financiers non liés à l'activité ou « non cœur de l'activité », il s'agit d'actifs de trésorerie dont on retiendra la valeur liquidative (après impôt).

Les comptes courants intragroupes sont des passifs et actifs financiers qui sont exclus de l'évaluation dans le cas de groupes consolidés. Ils sont internes à la structuration d'activité du modèle d'affaire repris dans le « *business plan* ». Les comptes courants avec des entités liées à l'activité du groupe mais non consolidées sont à rajouter (à l'actif) ou à déduire (passif). Ils sont à évaluer en fonction de la valeur actuelle de recouvrement. Les autres comptes courants avec des entités non fondamentales sont des actifs et passifs de trésorerie pour leur valeur de *cash-flow*.

■ **Les postes d'instruments financiers**. S'ils sont utilisés dans le cadre de couverture d'opérations, ils sont évalués à leur valeur de marché en IFRS. Les actifs correspondent à des plus-values potentielles et les passifs à des moins-values. Ces postes correspondent à des positions sous-jacentes qui réalisent des pertes et gains symétriques. Il faut donc reprendre les postes d'actifs financiers à leur valeur de marché et les rajouter pour obtenir les capitaux propres. Symétriquement pour les postes d'instruments financiers de couverture au passif. L'incidence fiscale est nulle en comptabilité de couverture.

Les postes d'instruments financiers peuvent aussi correspondre à des positions spéculatives. Il s'agit alors de plus ou moins-values potentielles qui ont une incidence en termes d'impôt latent. Ces positions, et l'impôt latent qui en découle, sont à intégrer dans le calcul des capitaux propres (sauf si l'impôt latent a déjà été comptabilisé en IDA (Impôt Différé Actif) ou IDP (Impôt Différé Passif).

■ **Les impôts différés actifs** sont d'origine diverse. Il faut d'abord distinguer les IDA qui correspondent à des reports fiscaux déficitaires. Il s'agit de valider s'ils ont bien le caractère de créances futures correspondant à de crédits fiscaux potentiels. Leur valeur d'actifs tient compte en IFRS de la

9. S'ils y avaient été intégrés par exemple sous forme de revenus de loyer ou autres, il faut réviser les FCF.

vraisemblance de réalisation de ces créances fiscales et de leur échelonnement dans le temps. Ces créances n'ont de valeur que si la profitabilité du groupe se restaure ou s'il y a possibilité d'imputation fiscale sur des bénéfices fiscaux plus tard ou ailleurs (par exemple, dans le cadre d'une intégration fiscale).

Les IDA peuvent aussi correspondre à des provisions pour risques et pertes qui seront effectives et déductibles dans le futur. Si ces provisions sont utilisées et si l'entreprise est en situation de bénéfice fiscal, il faut les ajouter en dettes et les IDA associés en créances.

Symétriquement, les IDP qui correspondent à des flux décaissables futurs doivent être soustraits de la valeur d'entreprise car il s'agit de dettes. C'est le cas des impôts à payer sur plus-values à réaliser sur cession d'actifs non liés à l'exploitation. Les autres IDA et IDP qui ne se traduisent pas par des flux vraisemblables d'encaissement (réduction d'impôt) ou de décaissement (impôt futur) n'ont pas à être repris dans l'analyse.

■ **Les dettes hors exploitation** doivent être déduites : dettes envers des fournisseurs d'immobilisation, divers engagements hors bilan non traduits par des provisions. Ces corrections doivent correspondre à des flux de décaissement vraisemblables.

Les provisions hors exploitation donnant lieu à des décaissements futurs doivent être considérées comme des dettes. C'est le cas de provisions à caractère de dettes financières que sont les provisions pour retraites et/ou pensions. Ces provisions sont en IFRS évaluées actuariellement en « juste valeur ». Il faut faire attention cependant à ne pas les déduire deux fois car il est possible que le plan d'affaires futurs évalue des charges de personnel incluant les charges de retraite. Celles-ci sont alors déjà déduites des FCF.

Certains passifs financiers optionnels tels que *put* (option de vente) de minoritaires et clause de « *earn out* » ne doivent pas être ignorés. Si l'acquéreur n'achète qu'une partie des capitaux propres il est courant qu'il laisse aux minoritaires une option de vente ultérieure de leurs actions à un prix

fixé. Ce *put* est retraité en IFRS comme une dette potentielle envers des minoritaires qui exerceraient leur option de sortie. Ce *put* est valorisé au prix d'exercice de l'option de sortie des minoritaires. La valeur du « *put* minoritaire » n'affecte pas la valeur globale des capitaux propres. En revanche, l'acquéreur d'un bloc majoritaire sait qu'il s'expose à payer au prix du *put* une fraction minoritaire.

Les clauses d'« *earn out* » sont des dettes futures qui correspondent à un complément de prix d'achat. Elles sont conditionnelles à la réalisation d'événements futurs (par exemple progression du CA ou réalisation d'un niveau de profit...). Le prix d'acquisition actuel est défini hors « *earn out* ». L'acquéreur ~~espère que cela sera le prix définitif, signal~~ d'une acquisition réussie. Il faudrait donc déduire des capitaux propres la valeur des « *earn out* » qui seront potentiellement payés dans le futur.

\* \* \*

L'évaluation des dettes nettes est complexe. En pratique, la facilité revient à privilégier les valeurs comptables. Retenons seulement que l'évaluation des dettes et décaissements futurs actualisés conduit à des valeurs de marché qui sont le plus souvent génératrices d'effet fiscal par rapport aux valeurs comptables. Il faut tenir compte, pour une entreprise normalement bénéficiaire, de l'effet fiscal induit.

Il faut ici être conscient du fait que l'estimation des dettes à déduire pour évaluer les capitaux propres doit rester cohérente avec la méthodologie d'évaluation de la valeur économique *VE*. En pratique, toutefois l'évaluation des créances et dettes en valeur de marché concerne principalement les créances/dettes longues à taux fixe et les titres de participation non liés à l'activité.

L'évaluateur fait face ici à une quadrature du cercle idifficile à gérer. Dans la méthode FCF standard, l'évaluation de la *VE* fait référence à un coût moyen pondéré du capital (CMPC) où la valeur des dettes entre dans la pondération du coût du capital pour une valeur *D* qui est théoriquement en valeur

de marché. Pour être cohérent la valeur de la dette qui est soustraite de la *VE* pour donner les capitaux propres devrait aussi être en valeur de marché et être égale aussi à *D*. Les deux montant de dette devraient être identiques. C'est rarement le cas en pratique, ce qui est une incohérence. Nous avons vu que le montant des dettes assurant le passage de *VE* vers les capitaux propres était le plus souvent établi sur un périmètre différent et plus large que celui des dettes financières du CMPC. ~~De plus ces dettes sont largement reprises pour leur valeur comptable.~~

Il y a donc un danger d'incohérence de méthode à raisonner avec une estimation de la *VE* fondée sur les FCF actualisés au CMPC. Ce problème se rajoute à la difficulté d'estimer avec rigueur le montant des dettes permettant le passage aux capitaux propres. Les dettes à soustraire nécessitent un travail important d'analyse en combinant une évaluation nominale avec une évaluation de marché. ■

#### **Pour aller plus loin**

**Dans la version Internet de cet article, un tableau récapitulatif reprend les retraitements de dettes pour l'évaluation des capitaux propres**

Lebrun B. (2019) « *Les incidences d'IFRS16 sur les ratios financiers* », Revue Française de Comptabilité, n° 354, septembre pp.14-17.

Piniot A. Perronet O., Schwab O. (2014) « *De la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres* », Communication aux Journées de l'évaluation, 2014 Paris.

Saint-Bonnet T. (2013) « *Cinq années d'application du guide fiscal de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés : bilan et perspectives* », Revue de Droit Fiscal, n° 17, avril, pp. 12-14.