

L'objectif des travaux de l'évaluateur n'est pas tant d'évaluer l'entreprise en difficulté mais plutôt de procéder à une évaluation financière des différents scénarios d'arrêt d'activité et de sortie de crise et des risques associés, de façon à rationaliser le processus de décision des acteurs en présence (actionnaires, dirigeants, créanciers, acquéreurs potentiels).

Evaluer une entreprise en difficulté

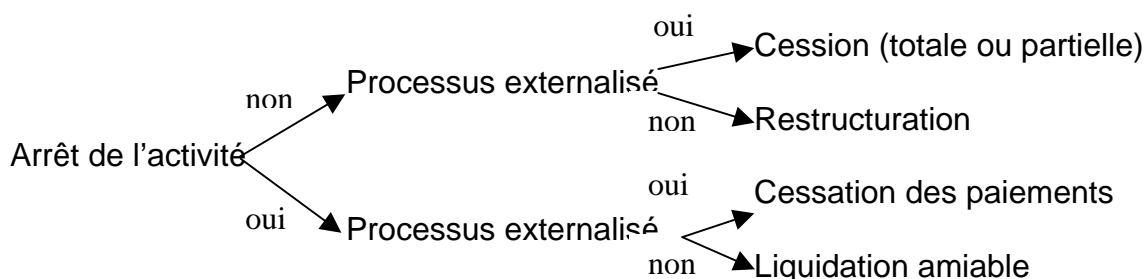
Jean-Louis Mullenbach, expert-comptable/commissaire aux comptes, Bellot Mullenbach & Associés, expert près la Cour d'appel de Paris, président délégué de l'Observatoire de la qualité comptable, membre de la Sfev, et Pierre-Jean Gaudel, directeur de mission, Bellot Mullenbach & Associés

Evaluer une entreprise (société ou groupe) en difficulté selon les méthodes traditionnelles n'a à première vue guère de sens dès lors que l'actif à évaluer consomme de la trésorerie et/ou accumule des dettes.

Les actionnaires (dirigeants entrepreneurs ou actionnaires quand il s'agit d'une filiale ou d'une participation) ne peuvent laisser perdurer une telle situation sans réagir. Le diagnostic constitue une étape indispensable dans leur processus de décision. Après avoir identifié les causes et origines des difficultés et les leviers de retournement, il leur faut procéder à l'évaluation des scénarios de sortie de crise et de leurs titres dans ces différentes hypothèses.

Ils seront alors à même de décider s'ils continuent ou s'ils arrêtent l'activité de l'entreprise, en réinvestissant, en négociant tout ou partie des actifs avec un repreneur éventuel (qui devra procéder à l'évaluation de ces actifs en intégrant sa propre stratégie et ses atouts), ou encore en renégociant la dette :

La démarche de l'évaluateur



Le schéma ci-dessus clarifie la démarche de l'évaluateur : la valeur de l'entreprise en difficulté, à un instant t, se situe entre la valeur de sortie estimée, après prise en

considération des coûts de restructuration et des risques d'échec du plan de sortie à la date de l'évaluation, sans oublier les synergies susceptibles d'être apportées par l'acquéreur ou l'investisseur éventuel (approche en continuité d'exploitation) et la valeur de liquidation (approche liquidative).

Le diagnostic de la situation

Les travaux d'évaluation proprement dits doivent être précédés par l'appréciation de la capacité de l'entreprise à se restructurer, ce qui passe par les étapes suivantes :

- l'identification des causes internes et externes des difficultés rencontrées : marché moribond, dégradation du marché, difficultés d'adaptation, perte d'un client important, perte d'un homme clé, survenance d'un sinistre, crise de croissance, déséquilibre de la structure financière... ;
- l'appréciation de la pertinence des mesures de restructuration envisagées : non seulement les solutions financières immédiates prévues (investissement de départ, obtention de concours bancaires nouveaux, entrée d'investisseurs, moratoire avec les créanciers ...), mais surtout les décisions de rationalisation projetées (mise en place d'une équipe dirigeante, abandon ou cession d'activités, mise en œuvre d'un plan de licenciement et de redéploiement, rénovation de l'outil de production, définition des étapes clés et du plan d'actions...) ;
- le chiffrage et le calendrier des coûts de restructuration (coûts de licenciement et de redéploiement, pertes d'exploitation intercalaires...) et des économies attendues de ces mesures ;
- l'établissement d'un compte de résultat prévisionnel et d'un plan de financement cohérent avec le schéma de restructuration, de redressement et de retournement prévu.

L'approche de la valeur en continuité d'exploitation

La valeur d'une entreprise en difficulté dans une perspective de continuité d'exploitation en l'absence de déclaration de cessation des paiements (ou dans le cadre du plan de continuation décidé par le tribunal) dépend directement de la pertinence du diagnostic de la situation et des chances de succès du plan de restructuration, elles-mêmes largement fonction de la qualité de l'équipe chargée de le mettre en place.

La mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (méthode des Discounted Cash Flow) impose en conséquence :

- d'une part, de prendre en compte un taux d'actualisation sensiblement plus élevé que pour une société comparable en bonne santé de façon à intégrer le risque d'échec du plan de restructuration ;
- d'autre part, de soumettre les résultats obtenus à des tests de sensibilité destinés à mesurer l'impact sur la valeur de l'entreprise d'un imprévu ou d'un décalage dans la réalisation du plan de restructuration.

De la même manière, l'évaluation, par référence à des comparables boursiers, nécessite :

- d'appliquer les multiples observés au sein d'un échantillon de sociétés comparables à des agrégats financiers (chiffre d'affaires, excédent brut d'exploitation ou résultat d'exploitation) après prise en compte des coûts de restructuration et redressement de l'entreprise évaluée, par exemple à un horizon de trois ans ;
- d'actualiser les valeurs ainsi obtenues sur la durée de la période de redressement (par exemple trois ans) ; cette actualisation revient à appliquer une décote justifiée par le risque d'échec du plan de restructuration.

Il convient enfin de ne pas oublier que les difficultés rencontrées peuvent être source d'opportunités fiscales. Ainsi l'acquéreur pourra valoriser les déficits fiscaux de la cible en modélisant leur imputation sur les bénéficiaires futurs, étant précisé que celle-ci n'est désormais plus limitée dans le temps. C'est l'une des principales mesures en faveur des entreprises, introduites par la loi de finances pour 2004.

La valorisation des opportunités fiscales, notamment les aides à la reprise d'entreprises en difficulté, devra être réalisée avec prudence et en tenant compte de l'évolution réglementaire. En particulier, par décision du 16 décembre 2003, la Commission européenne a jugé illégale l'exonération d'impôt sur deux ans accordée par la France aux holdings de reprise d'entreprises en difficulté, prévue à l'article 44 septies du Code général des impôts.

L'approche de la valeur liquidative

Les actionnaires de l'entreprise en difficulté peuvent préférer limiter les frais en déclarant la cessation des paiements ou en procédant à sa liquidation amiable.

Dans le scénario de redressement judiciaire (et donc implicitement de liquidation judiciaire en l'absence de plan de continuation ou de cession décidé par le tribunal au terme de la période d'observation), la valeur liquidative sera en général nulle : les actionnaires n'auront certes aucun bonus de liquidation à se partager (sauf s'il existe des biens hors exploitation, immobiliers notamment, qui seront toutefois moins bien valorisés que dans le cadre d'une liquidation amiable), mais ils ne supporteront en principe aucun coût supplémentaire, sauf appel en comblement de passif. Ce dernier risque sera analysé au regard des relations entre l'entreprise, ses dirigeants et ses actionnaires, sans compter les risques d'image et de réputation associés à l'annonce d'un dépôt de bilan.

Dans le scénario de liquidation amiable, la valeur liquidative de l'entreprise s'identifie au prix de cession de ses différents actifs diminué de ses dettes et des coûts de liquidation. Ces derniers comprennent le coût du plan social, qui peut se révéler extrêmement important avec des risques de dérapage médiatique, les pertes que supportera l'entreprise pendant la période de liquidation, les honoraires et les frais d'expertise et de liquidation, les coûts de rupture de certains contrats et les éventuels coûts de dépollution de sites industriels. Autant dire que la valeur liquidative de l'entreprise placée en liquidation amiable pourra être négative.

En définitive, la valeur d'une entreprise en difficulté (valeur d'entreprise moins dettes financières moins coûts de restructuration) dépend très largement de la date à

laquelle intervient le diagnostic et du degré des difficultés dans lesquelles elle se trouve. Le concours d'un mandataire ad hoc le plus en amont possible et l'intervention simultanée d'une équipe spécialisée dans le traitement des difficultés des entreprises permettront d'anticiper les besoins prévisionnels de trésorerie et de procéder à une évaluation des différentes solutions opérationnelles et financières permettant de les couvrir.