



HAL
open science

Processus d'évaluation des entreprises et gouvernance comptable financière : le cas algérien

Salah Eddine Arif

► **To cite this version:**

Salah Eddine Arif. Processus d'évaluation des entreprises et gouvernance comptable financière : le cas algérien. Gestion et management. Université Paris-Est, 2022. Français. NNT : 2022PESC0024 . tel-04467476

HAL Id: tel-04467476

<https://theses.hal.science/tel-04467476>

Submitted on 20 Feb 2024

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Thèse de doctorat de l'Université Paris-Est
Science de gestion

Salah-Eddine ARIF

**LE PROCESSUS D'ÉVALUATION DES ENTREPRISES ET LA
GOUVERNANCE
COMPTABLE ET FINANCIÈRE : LE CAS ALGÉRIEN**

Thèse dirigée par M. Jean-David AVENEL

Professeur des Universités

Soutenue le 25 Octobre 2022

Membres du Jury :

M. Jean-Luc LEBIDEAU: Professeur des Universités (Université Paris 1)
Président du Jury.

M. Éric PAGET-BLANC: Professeur des Universités (Université Evry-Paris-Saclay)
(Rapporteur)

Mme Elvira LUSSANA : Professeure des Universités (Université de Perugia-Italie)
(Rapporteuse)

Mme Sylvie CIABRINI : Maître de Conférences (Université Paris-Est Créteil)

M. Christian SIMON : Maître de Conférences (Université Paris-Est Créteil)

REMERCIEMENTS

Je tiens à remercier et exprimer ma profonde gratitude et reconnaissance à :

- Monsieur Jean David Avenel qui a accepté de m'encadrer, pour son assistance intensive et pour sa patience sans limite, qui m'a permis d'accomplir ce travail.
- Monsieur Jean-Luc Le Bideau, qui m'a fait honneur de présider le jury, ainsi que pour son souci de perfection pour ce travail.

Je tiens à remercier également, les membres du jury qui ont accepté de consacrer leur temps et participer à l'évaluation de cette recherche.

Mr Paget Blanc, sollicité maintes fois, n'a jamais lésiné sur ses encouragements.

Une attention particulière à Mme Lussana, qui a montré beaucoup d'exigence dans la forme de ce travail pour le respect scrupuleux de la démarche académique.

Une pensée à Monsieur Max Peyrard, qui a toujours été présent, pour maintenir l'effort nécessaire à cette recherche.

Je suis très reconnaissant envers le personnel de l'université de Paris 12 et particulièrement du Laboratoire LIPHA¹, qui n'a cessé de m'encourager pour la finalisation de ce travail.

Je remercie ceux qui ont participé à la mise en forme de ce travail, particulièrement Mme Christine Louveau².

Les Professeurs Faouzi Tchiko et Samir Maliki, Dr Youcef Aggoun, exerçant en Algérie, m'ont beaucoup aidé dans la contextualisation de la thèse, de même que par leurs encouragements incessants ; je leur suis très reconnaissant.

Je ne saurai oublier mon ami, Jean-Pierre Lorriaux³ qui a bien voulu se charger de la relecture finale.

Enfin, je n'aurai jamais finalisé cette recherche sans l'appui de ma petite famille, qui m'a toujours encouragée, en dépit du manque de temps que j'aurais dû leur consacrer. Au cours de l'année 2021, ma mère nous a quittée. Elle n'a pu voir la finalisation et la consécration, je lui rends particulièrement hommage en lui dédiant ce travail.

A mon défunt père, qui aurait tant souhaité partager ce moment.

¹ A l'UPEC (Créteil).

² Maître de Conférences-HDR-IUT Evry.

³ Professeur honoraire des universités

SOMMAIRE

| | |
|---|------------|
| SOMMAIRE | 3 |
| AVANT-PROPOS LIMINAIRE | 7 |
| INTRODUCTION GENERALE | 9 |
| PARTIE 1. LES METHODES D'ÉVALUATION : ETAT DE L'ART | 23 |
| Chapitre 1. Les techniques d'évaluation..... | 24 |
| Introduction..... | 24 |
| Section 1. Les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale | 27 |
| Sous-section 1 L'actif | 31 |
| Sous-section 2 Le passif | 66 |
| Sous-section 3 La valeur substantielle | 73 |
| Conclusion..... | 80 |
| Section 2. Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement..... | 81 |
| Sous-section 1 La méthode d'évaluation basée sur les bénéfices | 84 |
| Sous-section 2 La méthode d'évaluation basée sur les dividendes | 102 |
| Sous-section 3 La méthode du cash-flow et de la valeur résiduelle..... | 112 |
| Conclusion | 122 |
| Section 3. Les méthodes d'évaluation des nouvelles approches et de la méthode des comparables | 123 |
| Sous-section 1 Les méthodes intermédiaires..... | 123 |
| Sous-section 2 Les approches modernes d'évaluation..... | 133 |
| Sous-section 3 La méthode des comparables ou multiples « la valeur du voisin » | 137 |
| Conclusion | 145 |
| Chapitre 2. Débats autour des méthodes d'évaluation | 147 |
| Introduction..... | 147 |
| Section 1. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale | 148 |
| Sous-section 1 L'actif net et l'Actif net réévalué..... | 152 |
| Sous-section 2 La Valeur Substantielle | 157 |
| Section 2. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement..... | 159 |
| Sous-section 1 La Méthode Basée Sur Les Bénéfices et Les Dividendes | 159 |
| Sous-section 2 La Méthode Basée Sur Le Cash-Flow..... | 163 |
| Section 3. Débats sur les nouvelles approches et les méthodes des comparables ou multiples | 165 |
| Sous-section 1 Les méthodes intermédiaires..... | 165 |
| Sous-section 2 Les approches modernes de l'évaluation | 168 |

| | | |
|--|--|------------|
| Sous-section 3 | la Méthode des comparables ou Multiples | 169 |
| Conclusion..... | | 171 |
| Section 4. | La dimension immatérielle et l'évaluation des start-ups | 172 |
| Sous-section 1 | La dimension immatérielle | 172 |
| Sous-section 2 | L'évaluation des start-ups..... | 177 |
| Chapitre 3. | Conditions requises pour l'évaluation | 199 |
| Introduction..... | | 199 |
| Section 1. | Conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale | 199 |
| Sous-section 1 | L'existence d'institutions pérennes | 200 |
| Sous-section 2 | Existence d'institutions financières et judiciaires..... | 219 |
| Section 2. | Les conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement | |
| | 223 | |
| Sous-section 1 | Les conditions préalables | 224 |
| Sous-section 2 | L'existence d'un marché déterminant le coût du capital et le taux | |
| | d'actualisation | 233 |
| Section 3. | Préalables pour l'usage des nouvelles approches d'évaluation et de la méthode des | |
| | comparables | 240 |
| Sous-section 1 | Les conditions requises pour les méthodes intermédiaires | 240 |
| Sous-section 2 | Les conditions requises pour les approches modernes | 243 |
| Sous-section 3 | Les conditions requises pour la Méthode des comparables ou multiples | 246 |
| Conclusion | | 247 |
| | | |
| PARTIE 2. | ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE ALGERIENNE POUR | |
| | L'APPLICATION DES METHODES D'EVALUATION | 248 |
| Brève présentation de l'Algérie | | 249 |
| Introduction..... | | 249 |
| | | |
| Chapitre 1. | L'économie algérienne : Entre planification et ouverture | 265 |
| Section 1. | L'économie post indépendance : 1962-1989 | 266 |
| Sous-section 1 | Les entreprises autogérées..... | 267 |
| Sous-section 2 | Les entreprises nationales | 268 |
| Sous-section 3 | Les entreprises socialistes..... | 268 |
| Section 2. | Bilan de l'économie algérienne à la veille de l'ouverture économique | 270 |
| Sous-section 1 | Un secteur agricole négligé..... | 270 |
| Sous-section 2 | Des entreprises publiques défailtantes..... | 271 |
| Section 3. | Les politiques d'ouverture de l'économie algérienne de 1992 à aujourd'hui..... | 272 |
| Sous-section 1 | Le secteur des hydrocarbures..... | 272 |

| | | |
|--------------------|--|-----|
| Sous-section 2 | Le secteur hors hydrocarbures | 274 |
| Section 4. | Les principales étapes des réformes économiques et le rôle des institutions internationales..... | 282 |
| Sous-section 1 | Libéralisation des échanges commerciaux | 283 |
| Sous-section 2 | Investissement dans l'infrastructure | 284 |
| Sous-section 3 | Diversification économique | 285 |
| Sous-section 4 | Réforme fiscale | 286 |
| Sous-section 5 | Réforme du secteur bancaire | 286 |
| Sous-section 6 | Le rôle des organisations internationales dans le développement de ces réformes : | 287 |
| Conclusion | | 295 |
| Section 5. | La problématique des investissements directs étrangers (IDE) en Algérie | 296 |
| Sous-section 1 | Le contexte historique du recours aux IDE | 297 |
| Sous-section 2 | Etat des lieux des IDE en Algérie..... | 304 |
| Sous-section 3 | Facteurs de blocage des IDE | 316 |
| Section 6. | Place et rôle des PME dans l'économie algérienne..... | 324 |
| Sous-section 1 | Situation des PME en Algérie..... | 325 |
| Sous-section 2 | Mesures prises pour le développement de la PME en Algérie | 330 |
| Chapitre 2. | Gouvernance financière et analyse de l'environnement de l'entreprise algérienne | |
| | 339 | |
| Introduction..... | | 339 |
| Section 1. | L'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale | 340 |
| Sous-section 1 | Le système comptable | 341 |
| Sous-section 2 | Les administrations spécialisées | 366 |
| Sous-section 3 | notaires, agents et experts immobiliers, publicitaires, promoteurs, installateurs. | 377 |
| Sous-section 4 | Le marché structuré de l'immobilier et du matériel | 383 |
| Sous-section 5 | L'évaluation préalable des entreprises émettrices des titres de participation et le système judiciaire..... | 387 |
| Section 2. | L'environnement algérien et l'usage des méthodes d'évaluation de la valeur de rendement | 389 |
| Sous-section 1 | La capacité bénéficiaire et l'ouverture du capital social | 389 |
| Sous-section 2 | La Bourse des Valeurs | 391 |
| Sous-section 3 | Le marché | 400 |
| Section 3. | L'application des nouvelles approches d'évaluation et la méthode des comparables | 401 |
| Sous-section 1 | La capacité de l'entreprise algérienne pour dégager des bénéfices | 402 |
| Sous-section 2 | Environnement de la méthode des comparables | 404 |
| Conclusion | | 405 |

| | |
|---|----------------|
| Chapitre 3. Analyse empirique sur les méthodes d'évaluation en Algérie | 406 |
| Introduction..... | 406 |
| Section 1. Expériences d'évaluation d'entreprises algériennes introduites à la bourse d'Alger | 406 |
| Sous-section 1 Les premières évaluations des entreprises cotées a la bourse d'Alger..... | 408 |
| Sous-section 2 La deuxième vague d'évaluations..... | 416 |
| Section 2. Présentation de l'étude empirique et de l'échantillon | 431 |
| Sous-section 1 Le contexte de l'étude empirique | 431 |
| Sous-section 2 taille et identification de l'échantillon | 436 |
| Sous-section 3 Répartition du questionnaire..... | 437 |
| Sous-section 4 objet du questionnaire | 439 |
| Sous-section 5 Résultats et interprétations..... | 443 |
| Conclusion | 452 |
| CONCLUSION GENERALE..... | 454 |
| BIBLIOGRAPHIE | 457 |
| 1) Ouvrages de référence | 457 |
| 2) Articles | 465 |
| 3) Mémoires d'experts comptables | 472 |
| 4) Thèses de doctorat..... | 473 |
| 5) Textes de lois..... | 473 |
| PLAN DETAILLE DE LA THESE..... | 475 |
| LISTE DES SIGLES ET ACRONYMES..... | 488 |
| LISTE DES TABLEAUX..... | 490 |
| ANNEXES..... | 492 |
| Questionnaire..... | 493 |
| Cartes géographiques de l'Algérie postindépendance | 504 |

AVANT-PROPOS LIMINAIRE

Résumé

L'objectif principal de cette thèse est d'étudier le processus d'évaluation des entreprises algériennes à travers la gouvernance et la comptabilité financière. La recherche et le perfectionnement de méthodes d'évaluation d'entreprises étaient devenus une nécessité afin de pouvoir limiter la marge d'erreur résultant des anciennes méthodes empiriques d'une part, et permettre aux utilisateurs d'arriver à la « juste valeur » de leur entreprise, d'autre part. L'évaluation des entreprises devenait, au fil du temps, une préoccupation majeure des pays.

Nous avons réalisé un questionnaire destiné aux praticiens de l'évaluation d'entreprise ayant intervenu en Algérie. Les réponses étaient de 36 questionnaires fiables, sur un échantillon aléatoire de praticiens.

L'enquête a révélé que l'évaluation, exercée dans le cadre de la privatisation des entreprises publiques entre 2001 et 2008, a été menée dans un environnement peu favorable à cet exercice.

Aussi, la transition inachevée de l'économie algérienne vers une économie de marché est le résultat et la conséquence de cette impuissance de la part des intervenants de contribuer à la bonne application des méthodes d'évaluation. 55% des mêmes participants répondants révèlent que les informations recueillies ne permettent pas d'appliquer les techniques d'évaluation. Ils confirment ces propos en déclarant que les méthodes d'évaluation choisies par eux-mêmes ne sont pas adaptées à l'environnement politique, économique et financier en Algérie.

Mots clés

Méthodes d'évaluation – Good Will- IFRS- Juste valeur- SCF- Algérie.

Abstract en Anglais

The main objective of this thesis is to study the evaluation process of Algerian companies through governance and financial accounting. Research and refinement of business valuation methods had become a necessity to be able to limit the margin of error resulting from the old empirical methods on the one hand and to enable users to achieve “fair value” of their company, on the other hand. Over time, the evaluation of these companies became a major concern of the countries. We use a questionnaire for the practitioners of business evaluation who have intervened in Algeria. The response rate was 36 reliable questionnaires from a random sample of practitioners.

The results revealed that the assessment carried out in the context of the privatization-owned enterprises between 2001 and 2008 was conducted in a difficult environment to this exercise. Also, the unfinished transition of the Algerian economy towards a market economy is the result and consequence of this impotence on the part of stakeholders in the evaluation process to contribute to the proper application of evaluation methods. More than 55% of the same respondents indicated that the information collected was insufficient to apply evaluation techniques. They confirm this by stating that the evaluation methods chosen by them are not adapted to the economic and technical environment in Algeria. .

Keywords

Measurement methods – Good Will- IFRS- Fair value- SCF- Algeria.

INTRODUCTION GÉNÉRALE

De nos jours, la plupart des économistes et des gestionnaires⁴ s'accordent à dire que l'entreprise est un bien comme un autre, que l'on peut se procurer sur un marché déterminé : le marché des actions. Elle est, de ce fait, un bien durable. L'entreprise est un bien durable parce qu'elle a, une fois créée, une vocation de vie perpétuelle.

Elle est en outre durable parce qu'elle représente un ensemble d'actifs ayant chacun une valeur sur un marché déterminé.

Enfin, elle est un bien durable parce qu'elle a une valeur. Mais cette valeur n'est pas comparable à une valeur durable ordinaire. En effet, en tant que telle, elle est extrêmement complexe et l'entreprise n'a pas qu'une seule valeur. Elle peut avoir plusieurs valeurs au même moment.

D'un point de vue purement financier, l'entreprise est la réunion de capitaux propres et empruntés ou reçus (subventions, apports de l'État, ...). La mobilisation de ces capitaux, sous forme de capitaux physiques, vise une rémunération future satisfaisante.

La volonté de créer une entreprise consiste, tout d'abord, à assumer le risque de transformer un capital liquide en un capital captif. Donc, la forme première du capital est financière et liquide.

Autrement dit, des personnes physiques et/ou morales, qui mettent en commun des capitaux pour fonder une société et qui les investissent en machines, stocks, ..., prennent en premier lieu un risque de perte de liquidité de leur épargne.

Aussi, dès que le montant du capital social est investi sous forme de capital physique, la récupération rapide de cette somme par la vente hypothétique des actifs devient aléatoire.

À partir du moment où les marchés financiers procurent à l'épargne liquide une rémunération réelle, toute décision de l'immobiliser, donc toute décision de sacrifier la liquidité d'un capital, s'appuie nécessairement sur la perspective de gains supérieurs à ceux offerts par ces marchés. Ainsi, le risque d'entreprendre a pu se développer parce qu'il a été rémunéré.

⁴ Les travaux de Porter. M. E & Kramer R., « *The link between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility* », Harvard Business Review, 2006.

Un tel mécanisme a permis à l'entreprise de devenir un actif qui a sa propre valeur marchande. Un patrimoine qui se vend et s'achète, et qui se transmet de main en main, dans le cadre des changements de stratégie.

Étant donné que l'entreprise a une valeur, cela signifie qu'elle peut être évaluée. Cette évaluation, sur la base de méthodes et de techniques diverses, va permettre de donner à l'entreprise sa valeur.

Cette évaluation d'entreprise constitue un compartiment hautement spécialisé et pointu de la science financière. Son application touche à deux grandes catégories d'applications :

- l'acquisition de l'entreprise ou sa cession, d'une part ;
- l'investissement ou le désinvestissement boursier, d'autre part.

La notion d'évaluation d'entreprise, en tant que démarche rationnelle, a connu un réel développement après la première guerre mondiale.

Selon les théoriciens, les techniques d'évaluation étaient peu évoluées. La pratique de l'évaluation, avant cette période, était très empirique, dans la mesure où elle se basait sur des pratiques simplistes.

À cette époque, les pratiques étaient rudimentaires et peu développées pour les raisons suivantes :

- la plupart des négociations portaient sur des petites unités. Les grandes sociétés anonymes étaient peu nombreuses et leur capital n'était pas encore dispersé entre une multitude d'actionnaires.
- les entreprises étaient, pour la plupart, des entreprises familiales. Il suffisait à l'entrepreneur de connaître son chiffre d'affaires et les résultats réalisés pour pouvoir déterminer la valeur de son entreprise.

Une telle situation a duré jusqu'à la crise de 1929 (crise boursière à Wall Street). Les conséquences d'une telle crise avaient conduit les entrepreneurs et les chefs d'entreprise à accorder plus d'attention à la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Cette valeur était devenue, par la force des événements, déterminante dans les négociations sur les entreprises et dans la fixation de leur prix. C'est alors que les financiers Anglo-saxons ont cherché à perfectionner les méthodes d'évaluation. Il en a été de même en France et dans les pays européens développés.

Une telle prise de conscience traduisait le souci, non seulement de prendre en compte le futur, mais aussi, de faire partager les gains de la transaction entre acquéreurs et cédants.

Dans cette optique, la recherche et le perfectionnement de méthodes fiables d'évaluation d'entreprise étaient devenus une nécessité, afin de pouvoir limiter la marge d'erreur résultant des anciennes méthodes empiriques d'une part et, de permettre aux utilisateurs d'arriver à la « juste valeur » de leur entreprise, d'autre part. L'évolution rapide des événements a fait que de nouveaux problèmes sont apparus dans l'évaluation des entreprises. Ces difficultés sont le résultat de l'émergence d'un ensemble de facteurs qui peuvent être résumées comme suit :

- lors des nationalisations en France, dès les années 1930 (par exemple la SNCF en 1936), les experts ont pu se rendre compte que l'évaluation des grandes entreprises n'était pas comparable à celle des petites entreprises,
- l'éclatement des sociétés familiales avait généré de nouvelles attitudes chez leurs fondateurs qui prenaient de plus en plus l'habitude de confier leurs problèmes de gestion à des comptables ou à des directeurs financiers. Ces derniers étaient amenés à faire appel à des méthodes plus élaborées pour pouvoir déterminer la « juste valeur » des entreprises,
- l'apparition de nouveaux comportements sur le plan stratégique, tels que : les rapprochements d'entreprises, la concentration et la diversification, tels les fusions, les stratégies d'alliances, etc.....),
- le problème d'évaluation s'assimilait de plus en plus à un problème d'investissement. L'achat d'une entreprise est considéré comme une opération d'investissement.

Or, l'amélioration des pratiques de l'évaluation, pour prendre en charge ces nouveaux phénomènes, a suscité un débat entre praticiens. Entre ceux qui étaient partisans de la méthode directe, dite méthode anglo-saxonne, et ceux qui étaient contre cette méthode. Avec l'apparition d'autres phénomènes (politiques libérales, processus de privatisations, etc.) durant la décennie 1980, et le début des années 1990, la question de l'évaluation d'entreprise est de nouveau posée, en raison de tous les questionnements qu'elle suscitait.

Ainsi, l'effondrement des économies planifiées a induit l'accélération des réformes pour réussir leur entrée dans une économie de marché. Dans cette perspective, la privatisation des entreprises publiques s'est avérée comme étant une politique nécessaire pour la construction d'un nouveau système économique⁵.

⁵ La Roumanie est un pays de l'Europe de l'Est qui a subi cette expérience, en 1994.

Aussi, l'évaluation de ces entreprises devenait, au fil du temps, une préoccupation majeure des pays concernés. Cette préoccupation se fondait sur la nécessité de déterminer la vraie valeur des entreprises à privatiser.

Plus proche de nous, la crise immobilière et financière de 2008, dite « crise des subprimes » a relancé les opérations de fusion-acquisition d'entreprises, mais a remis au goût du jour, parmi les théoriciens et les professionnels de la finance, les questionnements sur les méthodes et les processus d'évaluation financière. Plusieurs travaux ont réactualisé les notions de valeur (juste valeur, valeur fondamentale, valeur stratégique...) et certains modèles d'évaluation des actifs, notamment, immatériels et des entreprises elles-mêmes.

A l'origine de la crise de 2008, nous retrouvons une opinion largement partagée par l'ensemble des analystes, une arrogance de la finance⁶ qui a nourri des réflexions salutaires sur le bon fonctionnement des marchés, sur leur capacité d'une part à satisfaire les besoins de l'économie réelle et d'autre part à révéler les prix.

L'application de la juste valeur n'aura de sens que si nous sommes en présence d'un fonctionnement normal du marché. Si le marché est inopérant, on reconstitue la valeur comme s'il avait fonctionné dans des conditions normales.

C'est dans ce contexte, que les travaux menés par l'IASB⁷, dont l'un des apports se synthétise dans la norme IFRS 13 portant sur l'application de la juste valeur (« Fair Value »), concept caractérisé par un allomorphisme linguistique⁸, et médiatisé au-delà de son domaine d'origine, la finance.

Selon les IAS-IFRS, la Juste Valeur, celle vers laquelle doivent tendre les états financiers, est définie, comme le « prix auquel un actif pourrait être échangé, ou un passif réglé entre deux parties compétentes n'ayant aucun lien de dépendance et agissant en toute liberté »⁹

En effet, cette expression, « juste valeur » a donné lieu à beaucoup de commentaires et d'écrits ; les uns élogieux, les autres très critiques. Mais, qu'on le veuille ou non, acceptée ou décriée, la juste valeur est au centre de toutes les réflexions sur le fonctionnement de l'économie de marché et sur les problématiques de la valeur des actifs et des passifs des entreprises publiques et privées.

⁶ Bourguinat H - Briys.E., *L'arrogance de la finance*, La Découverte, 2009.

⁷ L'International Accounting Standards Board est un organisme privé, indépendant, en charge de l'élaboration des normes internationales comptables

⁸ Terme pouvant avoir plusieurs sens

⁹ Hoarau C. et Teller R., *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, juin 2002.

Traiter de la juste valeur, revient en fait à traiter de la définition du concept *d'évaluation* ; ainsi, la notion d'évaluation fait fonds sur un certain nombre de définitions, par exemple :

- la définition de J. Brilman et C. Maire,
- la définition d'E. Sage ,
- la définition de J.C. Tournier § J.B. Tournier,
- la définition de R. Barker (Références de l'auteur...),
- la définition de A. Damodoran,

a) Pour Brilman et Maire¹⁰ : « Evaluer une entreprise ou un titre, c'est avant tout porter un jugement sur un projet pour tenter d'estimer des perspectives de résultats ou les plus-values potentielles de ses actifs ».

L'analyse d'une telle définition permet de constater que l'évaluation s'articule autour des principaux points suivants :

- étant donné que l'évaluation concerne l'entreprise ou le titre, ces deux éléments (entreprise et titre), sont considérés comme étant un investissement,
- étant donné que l'évaluation est un jugement porté sur l'entreprise ou le titre, un tel jugement ne peut se baser que sur une mesure. Car la valeur est une grandeur mesurable. Vu qu'une multitude d'avis peut exister, il est nécessaire de déterminer le « bon jugement »,
- étant donné que l'évaluation tente d'arriver à estimer la valeur de l'entreprise, le résultat n'est pas aussi évident. Un tel résultat peut être douteux et parfois faux. Toutefois, il y a lieu de l'obtenir,
- étant donné que l'évaluation est une estimation de la valeur de l'entreprise, cette valeur ne peut être obtenue que par approximation,
- par conséquent, la valeur de l'entreprise obtenue est une valeur approchée. De ce fait, elle ne peut pas correspondre à la « juste » valeur,
- étant donné que l'évaluation détermine les perspectives de résultats de l'entreprise et que ces perspectives sont un évènement ou succession d'évènements probables à fixer dans le futur, la préoccupation de l'évaluateur sera plus le futur que le présent ou le passé.

¹⁰ Brilman J & Maire C., *Manuel d'évaluation des entreprises*- Editions d'Organisation-1993.

b) Pour Eugène Sage¹¹, par contre, l'évaluation d'entreprise est une interprétation de données comptables et financières. Aussi, de par cette définition, l'évaluation est un processus de collecte, de traitement et de présentation de l'information, qui doit aboutir à une interprétation d'une situation. L'intérêt d'une telle définition est qu'elle permet de donner un sens ou une signification aux données.

c) Par ailleurs, J.C. Tournier et J.B. Tournier¹², affirment « qu'en termes monétaires, la valeur d'une entreprise est constituée par ses résultats à venir ».

Ils précisent leur idée, en assurant que sur un plan purement financier, l'acquisition d'une entreprise n'est rien d'autre qu'une mise de fonds. Or, dans la même logique, tout investissement d'une somme n'a, en général, de sens que par le profit qu'il est susceptible de générer.

Pour étayer cette affirmation, ils citent des cas d'achat de firmes qui ne répondent pas à ces seuls critères économiques, mais correspondent aussi à d'autres perspectives. Par exemple :

- reprise d'une entreprise familiale, pour la maintenir dans le giron de la famille fondatrice,
- protection de l'emploi dans le cas, notamment, du rachat d'une entreprise par ses salariés,
- acquisition à but humanitaire ou sentimental,
- ou même investissement « plaisir »

Hormis ces cas, résumant les deux auteurs qui peuvent justifier, lors de l'évaluation, des considérations particulières affectant le montant de la valeur consentie par l'acquéreur, ils diront avec Irving Fischer¹³, que « La valeur de tout capital » (et donc de toute entreprise) « est celle de son rendement futur », donc de ses résultats à venir.

Cette définition met en évidence deux idées :

- L'évaluation est une anticipation. C'est-à-dire que l'évaluation entre dans un mouvement de la pensée qui imagine ou qui vit d'avance un événement.
- le choix est une démarche stratégique.

¹¹ Sage E., *Comment évaluer une entreprise ?*, Sirey, p.62, 1979.

¹²Tournier J.C & Tournier J.B., *Evaluation d'entreprise-Que vaut une entreprise ?*, Editions d'Organisation, Paris, 2001.

¹³ Fischer I., *The Rate of Interest, Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, The Macmillan Company, Newyork, 1907.

d) Selon Richard Barker¹⁴ pour bien comprendre les méthodes d'évaluation, deux éléments sont nécessaires. Premièrement, un examen analytique des modèles de valorisation : quels sont les rapports entre ces modèles ? Quelles hypothèses chaque modèle sous-tend-il ? Deuxièmement, une évaluation des données utilisées par les modèles de valorisation. Les différences de types et de qualité des données sont le facteur clé déterminant l'utilité de tout modèle de valorisation. Par conséquent, il existe une relation essentielle entre le choix du modèle de valorisation et les données disponibles.

A titre d'exemple : le PER¹⁵ (Price Earning Ratio) est très utilisé par les marchés financiers. C'est un modèle de valorisation parce que c'est une relation formelle entre le cours de bourse et un facteur déterminant sous-jacent de ce cours.

A travers ces définitions, la mission de l'expert en évaluation apparaît comme une simulation du marché pour proposer une valeur aussi réaliste que possible. En somme, il est un observateur impartial, dont les conclusions se bornent à effectuer des constats. Il ne juge pas les causes d'une situation. Mais, il juge une situation, qui est, à la fois l'aboutissement et le point de départ d'une réflexion stratégique. Aussi, face aux obligations qui lui incombent, cet expert doit disposer d'un instrument approprié qui lui permet de déterminer une valeur avec le maximum de rigueur et de certitude.

e) Enfin, A. Damodaran¹⁶, considère deux approches pour l'évaluation d'entreprise. La première, qu'il juge fondamentale, concerne l'évaluation « par l'actualisation des cash-flows » qui étend les principes de la valeur actuelle nette ; ainsi la valeur d'une firme est déterminée par quatre facteurs :

- sa capacité à générer des cash-flows à partir des actifs en place dans la firme
- le taux de croissance attendu de ces cash-flows
- la durée nécessaire à la firme pour atteindre une croissance stable
- le coût du Capital

La deuxième façon de mesurer la valeur d'une entreprise ou celle de ses fonds propres est « fondée sur la façon dont le marché évalue des firmes similaires ou comparables ; cette approche est appelée évaluation relative »¹⁷.

¹⁴ Barker R., *L'évaluation des entreprises*, Les Echos, Paris, 2002.

¹⁵ Le PER sera traité dans le Chapitre 2 de la première partie.

¹⁶ Damodaran A., *Pratique de la Finance d'entreprise*, De boeck, Louvain, La Neuve, 2010.

¹⁷ Damodaran A., op cité, P. 84.

Dans sa démarche, A. Damodoran prend en considération la perspective des investisseurs sur les marchés financiers dans l'estimation de la valeur.

L'étape essentielle se situe au niveau de la négociation. Elle est représentée par le prix de transaction.

D'autres auteurs, avec Damodoran, notamment Nath (1995), Mercer (2001), de Carte (2005) s'efforcent d'identifier les facteurs de contingence externes et internes des choix d'hypothèses et de méthodes de valorisation. Ils constatent notamment que les pratiques d'évaluation évoluent

- en fonction des cycles économiques et des phases boursières, précisément en période de crise systémique comme en 1995 (crise immobilière) et en 2000 (bulle internet) ;
- En fonction des routines organisationnelles des réseaux d'évaluateurs. La méthode des praticiens a été privilégiée au cours des années 1960, celle du discounted cash-flow (DCF) au cours des années 1970, celle de Mc Kinsey ou de Stewart (EVA/ MVA) au cours des années 1980, celle des « comparables » jusqu'en 2000 ;
- En fonction des métiers, des tailles (PME ou grande entreprise), des statuts juridiques des sociétés, cotées ou non cotées, des situations financières (en difficulté ou pas) de l'entreprise ;
- En fonction des stratégies des investisseurs qui peuvent viser une prise de contrôle industriel et/ ou financier de la société-cible, un placement financier ou une couverture de risque.

Tous ces débats complexes, toutes ces visions de l'évaluation et toutes les expériences menées dans différents pays pour tenter d'évaluer au plus juste les entreprises, en tenant compte de l'évolutions des évènements, incitent à se pencher sur le cas de l'entreprise algérienne (publique et privée), qui connaît également de profondes mutations.

En effet, l'effondrement des cours du pétrole, en 1986, a mis en évidence les profonds dysfonctionnements du système économique algérien. L'ampleur de ces dysfonctionnements a remis en cause les bases productives de cette économie.

Pour remédier à une telle situation dangereuse, les autorités publiques ont été amenées à négocier avec les institutions financières internationales, un véritable programme de transformation de l'économie nationale.

Ce programme, mis en œuvre à travers un plan de stabilisation du cadre macro-économique d'une année (mai 1994- mai 1995) et un plan d'ajustement structurel sur

une période de trois années (1995-1998) était basé sur un certain nombre de mesures économiques, financières et sociales....

Parmi ces mesures, on peut citer :

- la réduction du taux d'inflation et la réduction du déficit budgétaire,
- la libéralisation du commerce intérieur et du commerce extérieur,
- la libéralisation graduelle du marché de change,
- la restructuration des entreprises publiques et leur privatisation.

Toutes ces actions ont pour but de transformer les structures de l'économie nationale afin de lui permettre de fonctionner selon les mécanismes de l'économie de marché.

Cette transformation peut atteindre son but fondamental si le secteur privé émerge en tant que secteur prépondérant, sinon on reste dans le cadre d'une économie dirigée et administrée.

Pour ce faire, il est nécessaire de transférer une grande partie des moyens de production détenus par l'Etat vers le secteur privé. D'où l'importance de la politique de privatisation dans ce processus de transition vers l'économie de marché.

La valeur résultant de la privatisation, doit être normalement, donc théoriquement, la « juste valeur » de cette entreprise.

Le prix et la valeur sont deux notions différentes. La première est le résultat de faits réels, qui sont le résultat des circonstances de la transaction (les facteurs entourant l'accord). Alors que la seconde est le produit d'une démarche d'expertise fondée sur des approches normatives, autrement dit théoriques.

Ce qui implique que pour pouvoir déterminer cette « juste valeur », il est nécessaire de procéder à l'évaluation de l'entreprise à l'aide de méthodes expertes.

Un tel souci est consacré dans la législation algérienne. En effet, l'article 6 de l'ordonnance 95-22 (en date du 26 août 1995) relative à la privatisation des entreprises publiques, stipule que : « préalablement à toute opération de privatisation, les éléments d'actifs et titres à privatiser devront faire l'objet d'une évaluation ».

Théoriquement, et techniquement, cette opération d'évaluation est délicate et difficile.

Un tel problème d'évaluation, est en fait un problème multidimensionnel. En effet, la variété, le nombre et la complexité des éléments à prendre en considération sont tels qu'il est pratiquement impossible de concevoir un seul et unique type de méthode. Cette difficulté est, en outre, exacerbée par le fait que chaque entreprise est un cas particulier. En effet, elle est une individualité, unique en son genre.

Par conséquent, aborder l'évaluation d'une entreprise sous un angle ou un autre, ne peut qu'aboutir à des valeurs différentes. Parfois, cet écart est substantiel. En effet,

Brilman et Gaultier¹⁸, dans une étude d'évaluation faite à l'aide d'exemples volontairement limités, pour 3 types d'entreprises, ont constaté que l'écart de valeur pouvait atteindre 60%. Des exemples plus récents seront développés sur les écarts importants obtenus selon la méthode choisie.

Par ailleurs, l'analyse de toutes ces méthodes d'évaluation et de leurs techniques d'évaluation fait ressortir qu'elles dépendent de manière cruciale d'un certain nombre de données variables et évolutives suivant les cas.

En effet, l'utilisation de ces méthodes, et le choix d'une méthode par rapport à une autre, est sujette, non seulement à la disponibilité d'un certain nombre d'informations, mais aussi de l'existence d'un environnement bien déterminé.

Ces données sont des informations produites par :

- l'entreprise elle-même ;
- le marché ;
- l'administration ;
- les agents spécialisés, tels que : les notaires, les experts de l'immobilier, les promoteurs, installateurs, publicitaires, etc.....

Ces données sont nécessaires pour pouvoir mettre en application, telle ou telle méthode, ou telle ou telle technique, en vue d'aboutir à la détermination de la juste valeur de l'entreprise en question.

L'application des méthodes d'évaluation est dépendante de l'existence de certains préalables, à savoir :

- la possibilité de rassembler des informations pour une première appréciation de l'entreprise ;
- la réunion de toutes les conditions relevant de l'environnement de l'entreprise pour l'application des méthodes d'évaluation.

Compte tenu de ces préalables, deux interrogations doivent se poser :

- si les préalables de l'évaluation d'entreprise ne sont pas réunis, comment peut-on pratiquer les méthodes d'évaluation sur l'entreprise ?
- puisque certaines entreprises ont fait l'objet d'une évaluation quel sens doit-on donner à la valeur ?

¹⁸ Brilman J. & Gaultier A., *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, Hommes et Techniques, Paris, 1980.

Vu que la valeur d'une entreprise est une notion fondamentalement économique, il semble logique de vérifier si la valeur obtenue pour une entreprise algérienne reflète réellement cette notion.

De nombreux auteurs, dont W. Andreff ¹⁹ confirment que les processus de privatisations dans les pays en développement, comme dans les PECO (Pays d'Europe Centrale et Orientale) se sont heurtés, notamment à la difficulté de systèmes comptables se prêtant mal à l'application des méthodes classiques d'évaluation.

Il faut en effet s'interroger sur les modalités du transfert de propriété. Cela implique que sa valorisation soit établie à partir de sa valeur économique, qui est supposée également connue.

Si ce n'est pas le cas, il faudra nécessairement procéder par une évaluation. Cela sera une tâche particulièrement difficile du fait que la quasi-totalité des entreprises publiques et privées algériennes ne sont pas introduites en bourse.

- Quelle évaluation doit-on faire d'un patrimoine public transférable ?
- À quel prix doit-on le céder (négociation- arbitrage- cession). ?
- Comment procéder pratiquement à l'évaluation ?
- À combien l'État, après détermination de la valeur de ses actifs, compte-t-il les céder au secteur privé ?

Ce sont des questions indispensables, auxquelles des réponses s'imposent pour les instances chargées des privatisations en Algérie.

En effet, l'évaluation des actifs est aggravée d'obstacles majeurs : l'absence d'une bourse importante et active, d'un réseau d'experts comptables, de juristes et de cabinets d'audit spécialisés.

D'ores et déjà, on sait que la transparence est, de mise, une exigence. Comme le précisent les textes sur les privatisations, le manque d'observation de ce principe fondamental en matière d'évaluation risquerait d'ôter tout crédit à l'ensemble du processus et particulièrement aux organismes chargés de sa mise en œuvre « La légitimité du processus de privatisation dépend de l'existence de règles d'évaluation strictes, claires et transparentes » (J. Kerekes²⁰).

Parmi les contraintes, qui seront analysées tout au long de notre recherche, il y a le problème de l'évaluation du foncier industriel, et celui de l'économie informelle, qui constituent un réel blocage pour l'émergence d'un marché significatif.

¹⁹ Andreff W., *Privatisations et secteurs publics dans les Pays de l'Est*, CFCE, Paris, 1995.

²⁰ Kerekes J., *Evolution de la privatisation en Hongrie, Evaluation et privatisation*, p.51, OCDE, Paris, 1993.

Toutes ces interrogations débouchent sur une question cruciale, s'agissant de l'application des méthodes d'évaluation dans les pays en développement, comme l'Algérie. En effet, est-ce que l'environnement économique dans ce pays est préparé pour l'application du processus de l'évaluation ?²¹ Naturellement, cette question fait appel à la notion de la gouvernance financière. Cette gouvernance, au sens de participation de différents acteurs dans l'évaluation des entreprises, apparues surtout après la campagne de privatisation de certaines entreprises publiques, n'est pas toujours vérifiable dans certains pays en développement, comme l'Algérie.

Nous pouvons à la lumière de ces détails, soulever une autre question : est-ce que le processus d'évaluation, au-delà du cas des privatisations, en termes de règles, de valeurs, d'institutions, de comportements et d'acteurs en Algérie, peut être mené sans difficulté et selon les normes exigées par la rationalité des méthodes d'évaluation ? Sans doute, les initiateurs de ces méthodes cherchent, à travers les techniques proposées, à parvenir à une valeur qui se rapproche au mieux de la réalité. Néanmoins, la conception de ces techniques se base sur un environnement approprié et une gouvernance financière possible. Mais, lorsque cet environnement n'est pas approprié et qu'elle n'est pas possible, quelle sera l'utilité de ces méthodes d'évaluation ?

Dans le cas algérien, de nombreuses contraintes subsistent pour appliquer les méthodes et les techniques d'évaluation Il est intéressant de voir l'utilité et la fiabilité de l'application de la notion de « Valeur » et des méthodes d'évaluation dans son environnement.

En tenant compte de ces nombreuses contraintes, que deviennent ces méthodes et ces techniques, lorsqu'elles sont appliquées à l'entreprise algérienne ?

Les méthodes d'évaluation sont le produit d'une rationalité économique. Leur application nécessite au préalable l'existence d'un environnement approprié, basé sur un contexte d'économie de marché.

Si ces méthodes d'évaluation doivent être appliquées dans un autre environnement, deux situations apparaissent :

- 1- Impossibilité sur le plan technique d'appliquer les techniques d'évaluation ;

²¹ Il faut signaler l'absence d'un réseau d'évaluateurs algériens, contrairement à son existence dans les pays du MENA (Middle East and North Africa).

-
- 2- Malgré les difficultés techniques, si nous arrivons à trouver une valeur, on doit s'interroger sur la fiabilité de cette dernière qui n'est pas le produit de la rationalité économique.

Ce travail de recherche tente de poser cette problématique, afférente à l'application des méthodes d'évaluation, dans un environnement autre et, pour conclure sur la nécessité pour la théorie économique et financière de prendre en charge l'étude de ce problème.

Étant donné, que l'environnement de l'entreprise algérienne, publique et privée, est caractérisé par :

- l'absence d'un marché financier ,
- l'absence d'un marché boursier et l'inexistence d'une culture de l'actionnariat ;
- le manque de fiabilité du système d'information au sens large.

L'objectif fondamental autour duquel s'articule notre travail de recherche, est de répondre à la question suivante : l'application des méthodes d'évaluation dans l'environnement de l'entreprise algérienne est-elle possible ?

L'absence de gouvernance financière ne peut-elle pas remettre en cause la fiabilité de ces méthodes ?

Est-ce que la valeur obtenue, en utilisant l'une des techniques, reflète réellement la juste valeur de l'entreprise algérienne, quel que soit son statut juridique (privé ou public) ?

Ce travail n'a pas pour intention de traiter l'évaluation dans le contexte de la privatisation, mais de savoir que cette dernière a été de positionner l'évaluation au centre du débat. La question de l'évaluation a été soulevée, pour la première fois, lors du processus de privatisation. Il est logique de s'interroger sur la portée et le sens de la valeur de l'entreprise en Algérie.

D'où, l'objectif fondamental autour duquel s'articule notre travail de recherche, qui est de répondre aux questions soulevées ci-dessus.

Pour répondre à ces questions, ce travail est organisé autour de deux axes fondamentaux qui constituent notre plan de travail.

- 1) Le premier axe, qui constitue la première partie, a pour objectif d'examiner les différentes méthodes et d'analyser les diverses techniques qui donnent corps à ces méthodes.

Cette étude des différentes approches d'évaluation permet de mettre en évidence les controverses théoriques entre les différentes écoles d'évaluation.

Pour cela, sans vouloir tomber dans une énumération descriptive des méthodes d'évaluation existantes, nous procéderons à un état des lieux critique des pratiques actuelles.

Ce qui permettra de développer une grille de lecture de l'entreprise algérienne et de son environnement, à travers la mise en relief des conditions requises, pour pratiquer telle ou telle méthode d'évaluation.

- 2) Le deuxième axe, dans la deuxième partie, a pour but de vérifier si réellement, le terme de « juste valeur », tel qu'il est défini par ces approches d'évaluation, se retrouve dans la valeur de l'entreprise algérienne.

Pour ce faire, l'entreprise algérienne, qu'elle soit publique ou privée et son environnement sont analysés, moyennant cette grille de lecture. Pour que cette étude soit complète, un travail d'enquête sur le terrain sera effectué.

Notre méthodologie, pour mener notre recherche, est basée sur deux démarches.

La première a été orientée sur des entretiens avec des personnalités (dirigeants, experts-comptables, consultants), ayant connus de près l'entreprise algérienne (publique et privée) et son environnement ; en même temps qu'une analyse de textes législatifs. Cette première démarche a eu pour objectif de mettre en évidence les difficultés rencontrées pour la mise en œuvre de méthodes appropriées d'évaluation d'entreprise.

Pour la deuxième démarche, nous avons préalablement choisi quelques entreprises ayant été cotées partiellement à la bourse d'Alger et avons relevé le processus d'introduction, de même que les modalités d'évaluation.

Enfin, nous avons réalisé une enquête, à travers un questionnaire adressé à des experts et consultants en évaluation d'entreprises, nous relatant leurs expériences des méthodes utilisées et leur opinion.

Cette analyse de l'entreprise algérienne et de son environnement, selon les normes des différentes approches de l'évaluation, doit aboutir à la mise en évidence de la signification de la valeur pour ce type d'entreprise.

Partie 1. LES MÉTHODES D'ÉVALUATION :
ÉTAT DE L'ART

Chapitre 1. LES TECHNIQUES D'ÉVALUATION

Introduction

L'évaluation d'une entreprise tient compte de deux paramètres principaux :

- L'évaluation du patrimoine de l'entreprise, d'où l'on fait ressortir le concept de valeur patrimoniale ;
- L'évaluation du rendement de l'entreprise, d'où l'on fait ressortir le concept de valeur économique ou de rendement²².

Cependant, certains experts²³ pensent que ces méthodes, dites traditionnelles, sont fondées sur des comparaisons qui sont surtout utilisées à titre de recoupement, notamment dans l'évaluation des biens.

De ce fait, ils proposent d'autres méthodes appelées méthodes intermédiaires ou composites.

Pour D. Pene²⁴, même si l'évaluation de l'entreprise n'a pas connu, ces dernières années, de révolution identique à celles qu'ont connues d'autres domaines de la finance, de nouvelles approches, encore peu utilisées, sont apparues. Ces approches modernes constituent, avec les méthodes intermédiaires ou composites, les nouvelles approches d'évaluation.

Pour Gérard Chapalain²⁵, la diversité des méthodes montre bien qu'aucune d'entre elles n'est parfaite. La vraie question est de trouver le modèle qui approcherait au plus près la valeur réelle de l'entreprise, ou de combiner les différentes méthodes de façon à envisager plusieurs scénarii possibles et calculer une fourchette de prix.

Pour Yves de Préville²⁶, la fortune d'une entreprise est valorisée par les règles, hypothèses et estimations comptables.

Mais là encore, nous n'avons affaire qu'à une estimation plus que relative.

En effet, la valeur d'une action est définie, en partie, par les caractéristiques de l'entreprise (valeur comptable du bilan, évaluation des facteurs non comptables,

²² Sage E., *Comment évaluer une entreprise*, p.124, Sirey, Paris, 1979.

²³ Choinel A., *Introduction à l'ingénierie financière*, Techniques bancaires, p.115, La Revue banque, Paris, 2002

²⁴ Pene D., *Evaluation et montage financier*, p.149, Economica, Paris, 1993.

²⁵ Chapalain G., *Pratique moderne de l'évaluation de l'entreprise*, p.103, EMS, Paris, 2004.

²⁶ de Préville Y., *Finance d'entreprises- Clés en main*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, Lausanne, 2011.

estimations des bénéfiques futurs...) et, en partie, par les émotions et calculs qui agitent les marchés financiers. Ainsi la valeur de marché d'une entreprise peut du jour au lendemain s'effondrer ou augmenter de plusieurs pourcents, sans que rien n'ait changé dans ladite entreprise ou dans ses bilans, comptes d'exploitation ou tableaux des liquidités.

Pour couronner le tout, imaginons qu'une entreprise cotée en bourse ait un million d'actions émises, c'est-à-dire aux mains de personnes ou d'institutions et que cette action vaille 10 €. Sa valeur de marché est donc de 10 millions €.

Si maintenant une dizaine d'actions sont vendues un certain jour à 9 € (- 10%), la valeur des 9 999 990 autres actions sera ramenée à cette valeur et 1 million € de la valeur de l'entreprise aura été effacée.

C'est un peu comme si l'on voulait mesurer la température d'une personne en prenant la température sur sa peau nue en un point qui peut être un instant exposé au soleil et l'instant d'après à l'ombre, puis encore l'instant d'après couvert par la main, etc.... Quel médecin accepterait ces mesures comme représentatives de la température de la personne ? C'est pourtant ce que font les journalistes, banquiers, courtiers, actionnaires et autres gérants de fortune....

Pour les entreprises qui ne sont pas cotées en bourse, il n'existe pas d'autre méthode d'évaluation de leur valeur que celle de leur bilan. La valeur réelle ne se manifestera que lorsqu'une autre entreprise voudra les acheter.

Nous voyons donc qu'il est très difficile de valoriser une entreprise, et que son bilan ne représente qu'une partie de sa valeur.

Les documents comptables (bilans, comptes d'exploitation et tableaux des flux de trésorerie) nous apprennent comment évolue la fortune de l'entreprise d'un exercice à l'autre, et ceci grâce à l'application des principes comptables.

Pour Z. Bodie- R. Merton,²⁷ les valeurs légales des actifs et des passifs comptabilisés sont appelées valeurs comptables. La valeur comptable d'une action se calcule en prenant celle des capitaux propres au bilan et en divisant par le nombre total d'actions fixées, à titre d'exemple, nous pouvons avoir une valeur comptable des actions : 313€. Le cours boursier pourra être seulement de 187,20 € à la fin de l'année N. Ce prix correspond au prix que les investisseurs sont prêts à payer pour acheter l'action. Cette valeur de marché de l'action n'apparaît pas au sein du bilan comptable.

²⁷ Bodie Z., & Merton R., *Finance*, Pearson, Paris, 2007.

Pourquoi la valeur de marché d'une action n'est-elle pas égale à sa valeur comptable ?
Et laquelle des deux valeurs est la plus pertinente pour un décideur financier ?

Il y a deux raisons principales :

- la valeur comptable n'inclut pas tous les actifs et passifs d'une société
- les actifs et passifs présents dans le bilan d'une société sont, pour la plupart, valorisés à leur coût initial d'acquisition, net des amortissements et provisions passés et non à leur valeur actuelle.

Selon I. Cros²⁸, les comptes ne mesurent pas la valeur. Un bilan indique une situation comptable, en aucun cas la valeur d'une société. En effet, les comptes donnent à voir une situation passée, en aucun cas l'avenir. Un bilan ne donne pas d'informations qualitatives sur l'avenir d'une technologie ou d'un produit. Il donne des nombres à un instant « T », sans projection vers le futur. La valeur prend en compte la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie dans le futur. Elle mesure avant tout un potentiel.

Selon G. Bohbot,²⁹ le choix d'une méthode d'évaluation découle des conclusions d'étapes préalables (activité de l'entreprise- caractère capitalistique ou non,). Selon l'auteur, l'approche patrimoniale n'est pas toujours suffisante. Pour cela, il compare une situation qui consisterait à apprécier les performances d'un cerveau humain en additionnant les qualités physico-chimio-électriques de chaque neurone, alors que l'intelligence provient d'un tout, de la manière dont sont connectés entre eux les neurones et de l'ampleur de l'expérience acquise.

Pour le même auteur, dans un tel contexte économique, il est souvent procédé aux deux approches, par la rentabilité et par le patrimoine, l'une contrôlant l'autre. Si la valeur de rentabilité est supérieure à la valeur patrimoniale, les bornes de la fourchette d'évaluation sont constituées par ces deux valeurs. Dans le cas inverse, quand la valeur patrimoniale est supérieure à la valeur de rentabilité, on est en face d'une situation inquiétante, reflétant un sous-emploi notoire des actifs de l'entreprise.

Ainsi, il est nécessaire, dans ce chapitre, d'aborder successivement :

- Les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale de l'entreprise ;
- Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement ;
- Les autres approches d'évaluation.

²⁸ Cros I., *Les Echos*, Paris, (12 Nov. 2008) .

²⁹ Bohbot T.G., *Professeur au C.E.S.C.F.*, Revue Convergences, Paris, 1995.

Section 1. Les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale

Le modèle patrimonial repose sur l'idée que la valeur de l'entreprise est celle du patrimoine qu'elle détient. Il implique un inventaire et une identification des biens à évaluer sans prendre en compte de manière explicite les résultats futurs.

Jusqu'au début du XXème siècle, selon J.C. Tournier³⁰, pour un grand nombre d'esprits, un bilan représentait un ensemble de données plus important qu'un compte de résultat, notamment en France.

Aussi, basée sur le bilan, la valeur patrimoniale a longtemps constitué le paramètre essentiel de l'évaluation des entreprises.

Cette valeur se fonde sur des éléments historiques : le coût historique (H. Hutin³¹, et J.M. Palou³²). Elle nécessite, selon ces auteurs, de réaliser différents ajustements de façon à apprécier le plus justement possible la valeur de la société.

Dans le même ordre d'idée, pour V. Juget³³, la valeur comptable d'un actif se calcule selon la méthode du coût historique, consistant à respecter la valeur nominale et en privilégiant la nature juridique de la transaction ayant un actif ou un passif dans le patrimoine. Cette méthode du coût historique minimise souvent la valeur d'une entreprise car les actifs listés sont fréquemment amortis au-delà de leur valeur marchande.

En effet, la valeur patrimoniale est la somme des valeurs des biens, propriété de l'entreprise, à laquelle s'ajoute la valeur des droits de jouissance de certains éléments. Elle est, en général, nette, c'est-à-dire que de la somme précédente, sont déduites les dettes à leur valeur réelle.

Pour Y.de Preville,³⁴ la valorisation des composants d'un bilan est simplement l'évaluation de la valeur de ces composants.

³⁰ Tournier J.C., *Evaluation d'entreprise*, Edition d'Organisations, p.177, 2001

³¹ Hutin H., *Toute la finance*, Eyrolles,p.842, 2010.

³² Palou J.M ., *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, p.59, Groupe Revue Fiduciaire, 2008.

³³ Juguet V ., *Evaluation d'entreprise*, p.38, Pearson, Paris, 2009.

³⁴ de Preville Y., *Finance d'entreprise, Clés en main*,p.47, Presses polytechniques et universitaires romandes, 2011.

Pour C. Hoareau ³⁵, l'approche patrimoniale est fondée sur la richesse accumulée et matérialisée par la valeur de marché des actifs de l'entreprise diminuée de ses dettes et du montant des autres engagements vis-à-vis des tiers.

Pour calculer la valeur patrimoniale, plusieurs méthodes peuvent être utilisées. Ces méthodes peuvent être regroupées en deux catégories :

- La première catégorie comprend les méthodes axées sur la valeur vénale ou marchande. Elles répondent plus à une optique financière. Elle part du principe que la valeur patrimoniale se calcule à partir du prix que l'entreprise pourrait retirer de la vente de ses actifs sur les marchés secondaires.

Plusieurs définitions nous permettent d'aborder ce concept de valeur vénale (sachant qu'il n'existe pas de définition légale).

Pour L. ARNAUD, « Le prix que peut retirer ou offrir raisonnablement et compte tenu des conditions générales du marché immobilier un bon père de famille à qui l'opération ne s'impose pas d'une façon urgente »³⁶.

Pour L. Retail « C'est le prix auquel, sur un marché fonctionnant sous un régime de libre concurrence, un bien peut être acheté ou vendu »³⁷.

Pour l'AMF³⁸ : « C'est le prix auquel un bien ou un droit immobilier pourrait être cédé au moment de l'expertise par un vendeur désireux de vendre, dans des conditions normales du jeu de l'offre et de la demande. Cela suppose l'autonomie de décision des parties, la réalisation de la transaction dans un délai raisonnable et la mise en œuvre de diligences adaptées pour la présentation du bien sur le marché ».

Enfin, l'appréciation de la valeur vénale, selon diverses catégories de biens, peut aboutir à des analyses plus nuancées.

Comme nous le développerons dans ce chapitre, à titre d'illustration, le marché immobilier est loin d'être un marché parfait que l'on caractérise habituellement comme la réunion simultanée en un même lieu et sous un régime de libre concurrence, de vendeurs et d'acheteurs parfaitement informés à tout instant des prix pratiqués, et ayant à traiter des biens exactement substituables les uns aux autres.

³⁵ Hoareau C., *Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes*, p.330, Vuibert, Paris, 2008.

³⁶ Arnaud L., *Valeur et expertise des immeubles urbains*, Francis Lefebvre, Paris, 2009.

³⁷ Retail L., *L'évaluation des entreprises* Francis Lefebvre, Paris, 2009.

³⁸ AMF : *Autorité des Marchés Financiers (ancienne COB)*, 2018.

Sur un tel marché, dont les bourses de valeurs réalisent la meilleure illustration, la valeur s'analyse en principe comme une appréciation unanime à un moment déterminé : c'est le cours³⁹.

Les marchés immobiliers concernent des biens qui ne sont pas reproductibles à l'identique.

Au vu de ces remarques, nous pouvons reprendre la définition suivante de la valeur vénale dans ce domaine bien précis de l'immobilier : « La valeur vénale d'un immeuble donné est l'intervalle de prix, déterminé à partir d'une série significative de mutations relatives à des droits comparables et constatées sur le marché, qui est susceptible de réunir le plus nombre d'acquéreurs et de vendeurs ». ⁴⁰

Par conséquent, il y a lieu de prendre en considération l'ensemble de ces remarques au moment d'apprécier la valeur vénale.

- La seconde catégorie, se compose de méthodes centrées sur la valeur de remplacement ou d'usage. Elle correspond à l'optique de l'investisseur qui compare le prix qu'il aurait à payer pour l'achat de l'entreprise à ce que lui coûterait la constitution d'actifs identiques.

Le concept de valeur d'usage sous-tend celui de valeur vénale, mais ne se confond pas avec lui. Il n'existe pas de valeur vénale sans valeur d'usage ; c'est parce qu'un bien est utile à plusieurs acteurs économiques qu'il s'échange. Mais l'utilité selon les concepts de la théorie économique, est essentiellement subjective, alors que la valeur d'échange est objective. L'utilité est la cause essentielle de la valeur vénale⁴¹.

A partir de ces précisions, nous pouvons distinguer deux techniques d'évaluation :

- L'Actif Net Corrigé
- La Valeur Substantielle

Avant d'entamer l'actif net corrigé, il serait utile de rappeler l'existence de l'Actif Net. L'Actif Net est une notion comptable qui peut être définie comme l'excédent du total des biens et droits de l'entreprise, sur le total de ses dettes envers les tiers, le passif exigible. Il est généralement constaté dans le bilan comptable.

L'actif net est égal, donc à la différence entre l'actif et les dettes :

$$\text{Actif Net} = \text{Actif} - \text{Dettes}$$

³⁹ Francis Lefebvre, 2007.

⁴⁰ Francis Lefebvre, p. 18, op. cité.

⁴¹ Francis Lefebvre, p. 19, op. cité.

Il comprend : le capital + les réserves + les provisions + les profits en attente d'affectation.

Deux remarques peuvent être signalées à ce niveau :

- En ce qui concerne le bénéfice, l'on ne retiendra que la portion non distribuée en fonction des décisions de l'organe délibérant⁴², statuant sur les comptes de l'exercice.
- En ce qui concerne les provisions, elles sont de natures diverses et le législateur a tendance à les multiplier. Certaines sont la contrepartie de dettes latentes, dont le paiement peut être légalement différé, d'autres représentent de véritables charges, et d'autres enfin sont assimilables à des réserves.

On précise, généralement, que celles ayant le caractère de charges ne doivent pas être retenues et qu'à l'inverse, celles ayant le caractère de réserves doivent être comprises dans l'actif net.

Selon G. CHAPALAIN⁴³, l'évaluation patrimoniale, quelle que soit la formule utilisée, présente l'avantage de la simplicité et cherche à refléter la réalité des actifs détenus ou investis dans l'entreprise.

L'évaluation par cette seule méthode est peu réaliste, car basée sur les seules valeurs comptables. Elle ne prend pas en compte la valeur actuelle des actifs comptabilisés, ni la valeur des actifs incorporels non comptabilisés (goodwill, qui sera traité en section 3 du présent chapitre).

Elle ne peut être utilisée que comme approche initiale au moment de la prise de connaissance de l'entreprise.

Selon P. VERNIMMEN⁴⁴, les valeurs comptables sont souvent éloignées des valeurs « réelles » pour des raisons comptables, fiscales, historiques, ...

L'actif net corrigé correspond à une réévaluation ou dépréciation des actifs et du passif. La nécessité de la réévaluation résulte de la dépréciation monétaire. Les modalités d'amortissement, l'évaluation de certains prix de marché, les modalités de comptabilité peuvent entraîner de très fortes distorsions entre le bilan économique et le bilan comptable.

⁴² Conformément aux statuts de l'entreprise.

⁴³ Chapalin G., *Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*, p. 104, EMS, Paris, 2004.

⁴⁴ Vernimmen P., Quiry P., Le Fur Y., : *Finance d'entreprise*, p. 757, Dalloz, Paris, 2020.

Selon A. THAUVRON⁴⁵, cette valeur se fonde sur une vision statique de l'entreprise, à un instant donné, sans tenir compte de la rentabilité future.

La valeur patrimoniale représente souvent une valeur plancher au-dessous de laquelle il est difficile de descendre.

Par ailleurs, un aspect psychologique intervient au niveau de l'actionnaire. En effet il est difficile de faire admettre à un actionnaire que ses actions valent moins que la valeur de réalisation des actifs de la société diminuée des dettes.

Ce sera une approche qui devra nécessairement être complétée, en ajoutant à l'ANR⁴⁶ la valeur des actifs immatériels, plus communément appelé Goodwill (déjà évoqué).

La valeur de l'actif net comptable corrigé = l'actif corrigé - le passif exigible corrigé
Cette valeur patrimoniale s'obtient après avoir corrigé et réévalué la valeur comptable des postes de l'actif et du passif, en remplaçant ces valeurs comptables du bilan par des valeurs réelles.

Pour cela, il faut examiner successivement, poste par poste, les éléments de l'actif et du passif figurant au bilan comptable, en vue de procéder aux corrections nécessaires.

Nous développerons 3 sous-sections. Les 2 premières traiteront successivement l'actif et le passif ; la 3^{ème} sera réservée à la valeur substantielle.

Sous-section 1 L'ACTIF

A Les frais d'établissement

- Les frais d'établissement sont composés essentiellement de frais de constitution, d'augmentation de capital, d'acquisition d'immobilisation.
- Ils sont considérés comme des non-valeurs, car ils ne possèdent aucune valeur vénale. Ils sont qualifiés d'actif fictif.

Pour J.M. Palou⁴⁷, ce sont des frais attachés à des opérations qui conditionnent l'existence ou le développement de l'entreprise mais dont le montant ne peut être rapporté à des productions de biens ou de services déterminés.

⁴⁵ Thauvron A., *Evaluation d'entreprise*, P.197, Economica, Paris, 2013.

⁴⁶ Actif Net Réévalué.

⁴⁷ Palou J.M., p.34, op cité.

Selon J.C. Tournier⁴⁸, les frais d'établissement ne sont que des traces du passé. Ils ne peuvent pas être vendus par l'entreprise à un tiers et n'ont donc pas de valeur marchande.

La plupart des experts s'accordent à dire qu'il s'agit d'une valeur théorique marquant simplement une possibilité de récupération fiscale non assimilable à un actif. Ils ne peuvent être cédés, c'est pourquoi, il y a lieu de ne pas en tenir compte.

B Les éléments incorporels

Toujours selon J.M. Palou, un actif incorporel est un actif identifiable non monétaire sans substance matérielle, détenu pour la production ou la fourniture de services, pour une location extérieure, ou dans des buts administratifs.

Nous examinerons successivement :

- Le droit au bail
- Les brevets, licences, concessions
- Les marques
- La clientèle

B1 Le droit au bail

Le droit au bail correspond à la notion de propriété commerciale. Un locataire commerçant installé régulièrement ne peut pas être évincé des locaux indispensables à son exploitation sans une indemnité compensatrice du préjudice subi (Clause résolutoire et indemnité d'éviction).

Selon le PCG (Art 442)⁴⁹, « Le droit au bail est le montant versé ou dû au locataire précédent, en considération du transfert à l'acheteur des droits résultant tant des conventions que de la législation sur la propriété commerciale ».

Il existe plusieurs méthodes d'évaluation, mais nous retiendrons les trois principales :

- La méthode des coefficients par rapport au loyer
- La valeur métrique ou méthode par comparaison
- La valeur actuelle de l'avantage obtenu.

⁴⁸ Tournier J.C., p.68, op cité.

⁴⁹ *Dictionnaire Comptable et Financier*, p.516, Revue Fiduciaire, Paris, 2013.

1) La méthode des coefficients

Partant du loyer, on calcule le droit au bail en retenant « n » années de loyer. Ce nombre « n » est déterminé par la pratique, il résulte du marché. Puis on choisit un coefficient qui dépend de l'emplacement, de la qualité des locaux et du montant des loyers.

La valeur du bien est donc calculée comme suit :

$V = \text{montant du loyer} * n * \text{coefficient de l'emplacement et de la qualité du local.}$

A titre d'exemple, en France, dans les zones périphériques des grandes villes où les loyers demeurent souvent faibles par rapport aux possibilités réelles du secteur, il n'est pas rare de rencontrer des coefficients multiplicateurs variant entre 8 et 15.

Inversement, dans les centres villes pour des bureaux, lorsque les loyers sont élevés, le coefficient est très bas et le droit au bail ne correspond qu'à la valeur résiduelle des agencements et aménagements utilisables. On s'est rendu compte⁵⁰ que cela pourrait être source d'erreurs lorsque le loyer s'écarte anormalement des valeurs du marché et la pondération devenir arbitraire, dès lors que les évaluateurs ont perdu de vue le lien qui devait exister entre le choix du coefficient multiplicateur et la réalité économique. Un choix plus objectif du coefficient aurait dû, par exemple, intégrer la capitalisation d'une économie de loyer ainsi que des paramètres de situation et de consistance des locaux.

Un exemple simple nous permet d'identifier cette approche⁵¹ : Le bail d'un magasin situé dans un centre commercial prévoit un loyer de 80 000 € par an, pendant les six premières années. L'ouverture d'un nouveau magasin prévoit pour des locaux identiques un loyer de 95 000 €.

Actualisons l'économie de loyer au taux de 9% : $(95\ 000 - 80\ 000) * 1 - (1,09) - 6/0,09$
 $= 67\ 288\ €$

2) La méthode par comparaison

Elle consiste à retenir un prix au mètre carré utile moyen. Pour chaque catégorie de locaux, en fonction de leur situation, de leur configuration, de leur état, on fixe une valeur métrique du droit au bail.

⁵⁰ Dossier Francis Lefebvre, p. 207, op. cité.

⁵¹ Palou J.M., *Les Méthodes d'évaluation d'entreprise*, p. 71, op. cité.

Cependant⁵², cette position de principe peut être discutable dans la mesure où une telle recherche de valeur locative de marché reviendrait à ignorer des aspects spécifiques au bail, d'où l'on fait ressortir sa valeur.

3) La méthode de la valeur actuelle

Par cette méthode, l'écart de loyer entre l'ancien et le neuf est pris en considération ; car il constitue un avantage qui doit être payé au juste prix.

Dès lors, il y a lieu de capitaliser l'écart du loyer sur la durée restante à courir du bail en vigueur (9 ans s'il vient d'être renouvelé) en retenant un taux d'actualisation égal au taux du marché financier.

Si le prix au mètre carré, par exemple, est de 300 u.m⁵³ dans les locaux neufs et de 180 u.m dans les locaux anciens. Pour 1 000 m², l'écart est de : $(300 - 180) * 1000 = 120.000$ u.m/ par an

En retenant un taux de capitalisation de 12%, la valeur actuelle de la série de 9 annuités est de : $120 000 * 5,238 = 62 8560$ u.m

Soit 628,56 u.m par mètre carré, c'est-à-dire environ 3,5 fois le loyer.

B2 Les brevets, licences, concessions

Le Brevet d'invention⁵⁴ est un titre délivré par les pouvoirs publics à celui qui prétend avoir fait une découverte (ou une invention) et veut s'assurer, sous certaines conditions et pour un certain temps, le droit exclusif de l'exploitation.

Une autre conception du brevet peut être mise en exergue⁵⁵. En effet le brevet peut être défini comme un titre de propriété industrielle et jouir, à ce titre, d'une protection spécifique. Il confère à son titulaire, non pas un droit d'exploitation, mais un droit d'interdiction d'exploitation par un tiers de l'invention brevetée. La contrepartie de cette protection est la divulgation de l'invention au public.

La valeur du brevet est éminemment variable, selon son intérêt technologique, son intérêt commercial, ses extensions possibles, la difficulté à contrefaire le procédé, la couverture géographique de la protection, la durée de vie restant à courir, etc...

⁵² Francis Lefebvre, p. 208, op. cité.

⁵³ U.m = Unité monétaire

⁵⁴ Choinel A., p. 81, Op cité.

⁵⁵ *L'Evaluation Financière expliquée : Principes et Démarches* p. 141, op.cité, CNCC.

En effet, les brevets ont une valeur, s'ils se traduisent par la vente de nouveaux produits. Dans ce cas, ils sont à l'origine de la concession des licences, sources de revenus.

Selon la Revue Fiduciaire⁵⁶, « les brevets sont des titres donnant à l'inventeur d'un produit ou d'un procédé susceptible d'applications industrielles, ou à son concessionnaire, le monopole d'exploitation pendant une durée maximale de vingt ans ». Les droits attachés aux brevets sont transmissibles. Ils peuvent faire l'objet, en totalité ou en partie, d'une concession de licence d'exploitation, exclusive ou non.

Les situations en cette matière sont diverses. Il a lieu de les envisager par ordre de complexité croissante.

Dans ce premier cas, l'entreprise est titulaire de brevets déposés par elle, dont l'exploitation a été intégralement concédée à un tiers moyennant redevances.

La valeur du brevet est alors égale à la valeur actuelle des annuités espérées.

Elle sera fonction :

- du nombre d'annuités (ce dernier dépend de la validité du brevet) .
- des perspectives de redevances qui sont généralement fonction du chiffre d'affaires escompté.

En outre, il y a lieu d'établir les perspectives du produit et les moyens mis en œuvre par le concessionnaire pour répondre au marché.

Souvent, les contrats sont accompagnés d'un minimum de redevances fixant le seuil plus bas. Dans ce cas, il y a lieu de signaler que, par expérience, la mauvaise exploitation ou l'inexploitation du brevet, malgré les perspectives du marché qui peuvent être favorables, peut causer au concessionnaire des difficultés pour s'en extraire. Pour son évaluation, ce premier cas exige de la prudence.

Dans ce deuxième cas, l'entreprise a acquis le brevet, moyennant une somme forfaitaire. La valeur du brevet est égale au montant du versement, moins l'amortissement correspondant au nombre d'années écoulées. L'amortissement annuel étant égal à la valeur divisée par la durée de la protection depuis l'origine.

$V = \text{montant versé} - \text{amortissement, correspondant au nombre d'années}$

D'où : l'amortissement = $V / \text{Durée de protection}$

$a = \text{Amortissement}$

$V = a * d$

⁵⁶ *Dictionnaire Comptable et Financier*, Revue Fiduciaire p. 208, op.cité.

Dans ce troisième cas, l'entreprise est à la fois l'inventeur et l'exploitant. Sous réserve que les frais d'études et prototypes aient été intégralement amortis, il y a lieu de raisonner comme dans le cas précédent, en tenant compte du succès rencontré par le produit, de la cadence prévisible des ventes et de la potentialité représentée par la possibilité de cession de licence à l'étranger.

La difficulté, dans cette situation, réside dans le montant de l'annuité à prendre en compte. Une méthode relativement simple consiste à dissocier « fictivement » inventeur et exploitant et à considérer, en tant que valeur du brevet, le rapport qu'il aurait pu fournir, s'il avait été concédé à un tiers. Dans ce cas, à titre d'exemple, les redevances habituelles en France, sont de l'ordre de 3 à 7 % du chiffre d'affaires, suivant la nature du brevet et de la branche d'activité.

Un autre cas peut également être soulevé ; il s'agit des entreprises⁵⁷ qui ont des services de recherche aboutissant périodiquement à des découvertes plus ou moins importantes, brevetables ou non.

Ces entreprises réalisent en permanence un investissement qu'il y a lieu d'assimiler à des incorporels techniques (bureaux d'études, laboratoires, bureaux des méthodes...). Par ce fait, un capital se crée et doit être amorti sur la durée moyenne de renouvellement des produits d'une ligne déterminée. Pour cela, il y a lieu de calculer la valeur moyenne, en multipliant l'investissement annuel par la durée d'amortissement, et en divisant par 4. Le facteur $\frac{1}{4}$ étant le produit de $\frac{1}{2}$ pour amortissement moyen sur 3 ans, $\frac{1}{2}$ pour décote d'impôt sur les sociétés.

Valeur moyenne en capital d'amortissement = $\frac{\text{Investissement annuel} \times \text{durée}}{4}$

Enfin, selon J.C.Tournier,⁵⁸ il convient d'examiner de manière très prudente si les brevets en portefeuille et inscrits dans les comptes sont toujours utiles à l'entreprise et quelle rentabilité elle peut en tirer. Le calcul se fera à partir du profit net dégagé par le brevet. Ce profit sera capitalisé sur la période de vie restante estimée du brevet pour déterminer la valeur économique de celui-ci. A titre d'illustration⁵⁹, un exemple simple nous permet d'obtenir la valorisation d'un brevet (sachant que les prévisions de

⁵⁷ Propos de Brunner C., In : Brilman J., & Gaultier A., *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, p.10, Hommes et Techniques, Paris, 1976.

⁵⁸ Tournier J.C. p. 69, op. cité.

⁵⁹ Palou J.M., p. 77, Op. cité.

production de chiffre d'affaire et de bénéfice sont établies et ensuite actualisées sur la durée de protection légale de 20 ans) :

Exemple : La Société X a déposé un brevet pour une invention l'année N- 7. Les bénéfices annuels estimés s'élèvent à 25 000 €. Pour tenir compte d'une éventuelle invention concurrente, l'actualisation sera limitée à 6 ans et non pas à la durée restante de la protection qui est ici de 12 ans (taux d'actualisation 9%).

$$valeur\ du\ Brevet = 25000 \left(\frac{1 - (1,09)^{12}}{0,09} \right) = 168200\ €$$

B3 Procédés, modèles et dessins

Dans ce poste, il s'agit d'analyser :

- L'évaluation des procédés ;
- L'évaluation des modèles nets et des dessins.

1/ L'évaluation des procédés

La notion de procédé, le « know how » ou savoir-faire, est souvent prépondérante dans la vie de l'entreprise et parfois aussi importante que les brevets.

Les experts constatent que cette notion de procédé ne bénéficie pas d'une protection légale équivalente. Elle ne peut être appréciée que par référence à une marge supplémentaire par rapport à celle des concurrents ou par une situation privilégiée sur un marché donné.

Au préalable, une série de conditions est recommandée pour apprécier isolément le procédé :

- Il faut que la situation privilégiée découlant de ce procédé soit nettement identifiée et quantifiable ;
- il faut pouvoir apprécier dans le temps le caractère durable ou non de cette situation ;
- il faut rechercher l'auteur du procédé et les responsables de sa mise en œuvre et juger de leur attachement à l'entreprise, car leur départ risquerait d'en compromettre la valeur, à plus forte raison s'ils s'en partent chez un concurrent ;
- il faut examiner le coût de la mise en œuvre du procédé et vérifier si l'avantage acquis, compte tenu du coût, ne rend pas la situation irréversible.

Suivant les conclusions de cet examen, l'on peut procéder :

- soit, comme en matière de brevet, en actualisant l'avantage

-
- soit, comme indiqué précédemment, en retenant les frais engagés diminués d'un amortissement réel en fonction du temps et des espérances du produit.

2/ L'évaluation des modèles et des dessins

Ce cas d'évaluation peut recouvrir plusieurs situations. Il peut s'agir :

- de modèles de fabrication, tels que les modèles de fonderie moulés ;
- de créations originales, modèles de haute couture, dessins de soierie....

Dans le premier cas, les experts observent que ces moules et ces modèles sont amortis rapidement, alors qu'ils peuvent toujours assurer la fabrication de nombreuses pièces, à condition que le marché subsiste.

Dès lors, une notion d'amortissement économique doit être rétablie. Cette notion est fonction de l'usure réelle et de la demande ; car ces « moules modèles », sont spécifiques et sont faits pour un client ou une clientèle bien précise.

Cette clientèle peut créer une importante immobilisation financière si ses besoins ont été surestimés ou si la cadence de fabrication est très faible (de l'ordre d'une ou deux séries par an, voire moins).

Dans le second cas, si le modèle est en cours d'exploitation, l'on doit raisonner comme en matière de brevet. Si le modèle n'est pas exploité, il est constitué comme une sorte de fonds de collection dans lequel on pourra puiser des idées.

L'expérience démontre que ces collections ne se vendent pas en cas de difficulté ou de besoin financier. Pour être valable, elles doivent être importantes. Pour ce faire, elles exigent une gestion relativement lourde : place, fichiers de références, conservation, mise à jour....

De ce fait, le coût de gestion est souvent démesuré par rapport au service rendu. En pareille circonstance, ces collections représentent une valeur quasi nulle.

B4 Éléments incorporels commerciaux

Nous pouvons opérer la distinction suivante à trois niveaux :

- L'investissement externe, pour la création de réseaux ou de point de vente
- L'investissement interne, support administratif et logistique des ventes.
- La publicité

Il faut souligner qu'un excellent réseau de diffusion a une valeur et peut longtemps et valablement soutenir un produit, parfois de qualité banale.

Pour l'évaluation de ces éléments, différentes approches peuvent être utilisées en fonction de :

-
- l'organisation interne
 - des ventes à partir de succursales, agences, dépôts

1/ L'organisation interne

En matière d'organisation interne, les modes de diffusion d'un produit sont variables :

- vente directe au lieu de production
- vente par l'intermédiaire d'un réseau de représentants
- vente par l'intermédiaire de magasins, succursales ou agences de la firme.

Des particularités sont à noter pour le réseau des représentants. Trois solutions sont à envisager :

- Un réseau de mandataires non-salariés, formule peu coûteuse au départ, mais qui aliène les possibilités de développement de l'entreprise
- Un réseau de VRP (Voyageurs Représentants et Placiers), de préférence exclusifs. La constitution d'un semblable réseau est coûteuse. Entre les frais de recrutement, de formation et les aides nécessitées au départ (minimum garanti, remboursement de certains frais,...). Si ce réseau est étendu sur l'ensemble du territoire, cela équivaut à un véritable investissement.

Au-delà de sa phase de création, il faut apprécier le coût d'entretien et de remplacement d'un réseau semblable. Son évaluation suppose :

- l'examen du mode de distribution et la vérification de son adaptation au développement de l'entreprise. À défaut, il faut envisager comment va s'effectuer la mutation et son coût. Par exemple un réseau de VRP non-salariés peut être remplacé par des vendeurs salariés, avec une organisation par agences. Dans cette hypothèse, les frais de licenciements éventuels doivent être chiffrés. La valeur du réseau s'en trouvera affecté ;
- l'étude de la composition de ce réseau , les représentants qui ne donnent pas satisfaction et qu'il faudra remplacer.

Ces résultats vont permettre d'évaluer le réseau. Les experts retiennent la méthode du coût de remplacement, parmi plusieurs méthodes envisagées.

La méthode du coût de remplacement consiste à évaluer l'ensemble des frais nécessaires à la constitution d'un réseau identique.

- un réseau de représentants salariés. Dans cette hypothèse, le coût de mise en place est supérieur au coût précédent, tant sur le plan interne qu'externe, car outre les frais de recrutement, de formation, il faut prévoir la fourniture d'un véhicule, des indemnités journalières, contrepartie des frais exposés et un salaire

relativement élevé, respectant les conventions collectives et le droit du travail, complexe dans ce secteur.

Si l'investissement est onéreux, il offre cependant l'avantage de ne pas s'accompagner de commissions et de ne pas accorder au représentant la propriété de la clientèle, ce qui n'est pas le cas pour des mandataires commerciaux.

2/ Les ventes à partir de succursales, agences, dépôts

La vente est directe, dans la mesure où les points de vente constituent des relais auxquels s'adjoignent des équipes de vendeurs. Les immobilisations corporelles, représentées par ces dépôts ont été chiffrées. S'il y a location du droit au bail, cela sera également examiné. Ensuite, le problème des représentants se posera et sera traité comme précédemment. En général, les agences sont le support des représentants salariés.

L'investissement par personne est moindre car les frais de déplacements sont réduits, du fait de distance moins importantes. Par contre, l'organisation interne est plus lourde avec des niveaux hiérarchiques plus nombreux. Pratiquement, pour chiffrer cet investissement, les évaluateurs doivent connaître la durée qui s'écoule entre le renouvellement des produits, du réseau, des méthodes commerciales. Il varie généralement entre de 6 et 10 ans.

B5 La marque

La marque est destinée à attirer puis à fidéliser une clientèle autour de ses produits ou services. Selon Grivillers⁶⁰, la marque constitue en premier lieu un signe distinctif. Elle est, d'un point de vue juridique, un signe sensible apposé sur un produit ou accompagnant un produit ou un service et destiné à le distinguer de produits des concurrents.

Elle est cependant devenue beaucoup plus qu'un signe et une préoccupation majeure pour les entreprises. L'intérêt que revêt la valorisation des marques s'est développé peu à peu et a pris son essor avec l'adoption des IFRS. Ainsi la valeur financière d'une marque devient un élément central dans toute négociation.

⁶⁰ Grivillers O., *Revue Economie Comptabilité*, N° 242, Paris, Juin 2009.

Pour Stephen King⁶¹ « Un produit peut être copié par un concurrent ; une marque est unique. Un produit peut se périmé très vite ; une marque est faite pour être éternelle ». Selon Gérard Chapalain⁶², la marque est un instrument de concurrence et de stratégie. Plus encore, la notion de marque renvoie au marché, puisqu'elle sert à préserver ou à augmenter la part de marché de l'entreprise. C'est cette aptitude à créer de la valeur qui donne à la marque une valeur économique.

Selon la CNCC⁶³, la marque est un droit de propriété industrielle au même titre que les brevets, les dessins et modèles. Elle jouit à ce titre d'une protection spécifique.

Initialement, la marque n'était qu'un signe distinctif d'un produit ou d'un service. Aujourd'hui, elle constitue une préoccupation majeure pour les entreprises car, le plus souvent, elle concentre à elle seule une part importante de leur valeur.

C'est la raison pour laquelle la marque peut faire l'objet d'un dépôt, ce qui attestera sa protection et son caractère durable. En fait, elle peut être connue à partir du ou des produits, ou d'actions publicitaires tendant à en diffuser la connaissance, même auprès des non-utilisateurs du produit.

Deux cas sont à prendre en compte dans l'évaluation de la marque :

- Dans le premier cas, marque et clientèle se confondent. L'acheteur se comporte en professionnel. Il achète les produits parce que ces produits possèdent les qualités intrinsèques et les prix lui convenant. S'il y a une défaillance du produit, ou si le prix devient à ses yeux inacceptables, il achète un produit concurrent.

Dans cette hypothèse, on peut admettre que la valeur de la marque est indissociable de l'évaluation de la clientèle.

- Dans le second cas, la marque est connue, non seulement des utilisateurs du produit, mais encore des tiers qui constituent une clientèle potentielle.

De plus, le message publicitaire a un fort impact. Même si le produit a connu une légère défaillance, la marque reste présente à l'esprit et à la première occasion, le consommateur risque de redevenir acheteur.

La marque s'est imposée avec une image nette, elle est associée à un ou plusieurs produits, elle repose sur un investissement publicitaire. Pour la chiffrer, les experts peuvent demander à des spécialistes d'indiquer une courbe de décroissance des effets de la publicité dans le temps.

⁶¹ Biel A.L., & Stephen King ., "*Options and Opportunities for Consumer Businesses : Advertising During a Recession*", by The Center for Research & Development 1990. Stephen King, WPP group, Londres, 2003.

⁶² Tournier J.C. op cité, p.203.

⁶³ Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes, *Evaluation d'entreprise*, Paris, 2011.

Dans ce sens, deux points paraissent établis :

- il existe un seuil minimum d'action publicitaire. S'il n'est pas atteint, les résultats ne sont pas durables,
- ce seuil est perceptible. Après des démarrages souvent prometteurs, on assiste à un ralentissement puis une régression du chiffre d'affaires. Tant que ce phénomène subsiste, tant que l'effet publicitaire n'est pas suivi d'une croissance atténuée mais durable du chiffre d'affaires, ou d'une stabilisation à un niveau nettement plus élevé qu'au départ, c'est que le seuil critique n'est pas franchi et qu'il faut recommencer si les premiers essais ont été encourageants.

Ce seuil critique franchi, l'action de la publicité, en cas de non renouvellement, va décroître, suivant les produits, les secteurs et surtout l'agressivité des concurrents. Cette décroissance sera plus ou moins rapide, une période de 6 mois à 6 ans, voir plus peut-être envisagée. En conséquence, pour valoriser la marque, il faut vérifier et mesurer les actions publicitaires menées, étudier les effets secondaires et le coût publicitaire et les réactions des concurrents.

Pour convertir cette action en investissement, il y a lieu de procéder à deux calculs :

- Le premier à partir du rendement : la hausse durable du chiffre d'affaires. Elle est due à un certain pourcentage à l'action publicitaire.
- La deuxième possibilité : on retient non pas le résultat, mais les frais engagés.

En référence à un rapport⁶⁴ du CNCC l'évaluation des marques repose sur deux approches : l'approche patrimoniale (accumulation de coûts lors d'une production interne), ou une approche de rendement (mesure de la capacité d'un bien à engendrer des flux périodiques futurs).

A la date d'entrée dans le patrimoine de l'entreprise, la méthode des coûts historiques (coût d'acquisition ou de production) peut être considérée comme une méthode d'évaluation objective et fiable. Lorsqu'il s'agit d'évaluer une entreprise, l'approche par la valeur vénale ou par une méthode de coût historique indexé ne constitue pas une méthode d'évaluation objective. Il est nécessaire de s'appuyer sur des méthodes d'évaluation fondées sur la valeur d'utilité de la marque, considérée comme la capitalisation de ses revenus futurs.

Cette approche est connue dans le monde professionnel sous l'appellation de Méthodes des Redevances⁶⁵. Il s'agit d'une méthode d'évaluation basée sur le principe de la

⁶⁴ « CNC : Conseil National de la Comptabilité- « *Les Marques : Un actif pour l'entreprise ?* », Juin 1992.

⁶⁵ Grivillers O, *L'évaluation de la Marque*, Revue Economie et Comptabilité N° 242, Juin 2009

concession réelle ou théorique de la marque à un tiers, moyennant redevances. Dans ce cas, la cession de la marque équivaut pour le cédant à la perte d'une série d'annuités de redevances qu'il aurait perçues, s'il avait concédé une licence, avec en contrepartie, l'encaissement immédiat du prix.

La méthode consiste à calculer les redevances futures et à les actualiser pour valoriser l'actif « marque ».

Les grandes marques mondiales peuvent atteindre des valeurs considérables, comme le montre le tableau :

Tableau 1 : Estimation de la valeur des grandes marques mondiales :

| Rang 2022 | Marque | Pays | Secteur | Valeur de la marque 2022 (en milliards de \$ US) | Variation 2022/2021 |
|-----------|---------------|--------------|----------------------|--|---------------------|
| 1 | Apple | USA | Informatique | 482 | +18% |
| 2 | Microsoft | USA | Informatique | 278 | +32% |
| 3 | Amazon | USA | E-commerce | 274 | +10% |
| 4 | Google | USA | Informatique | 251 | +28% |
| 5 | Samsung | Corée du Sud | Téléphonie | 87 | +17% |
| 6 | Toyota | Japon | Automobile | 59 | +10% |
| 7 | Coca-Cola | USA | Boissons | 57 | = |
| 8 | Mercedes-Benz | USA | Automobile | 56 | +10% |
| 9 | Disney | USA | Média/Loisirs | 50 | +14% |
| 10 | Nike | USA | Equipements sportifs | 50 | +18% |

Source : Interbrand,2023.

B6 La clientèle

La clientèle permet de réaliser le chiffre d'affaires. A partir du moment où l'on a un produit ou un service valable, la clientèle est fonction de plusieurs critères :

implantation, diffusion et connaissance de la marque.... Le terme de clientèle est une synthèse globale, d'où la difficulté d'évaluation concrète de cette notion dans l'appréciation directe pour l'entreprise.

Une méthode possible de valorisation est basée sur le chiffre d'affaires réalisé. Pour les petits commerçants, l'évaluation de l'entreprise toute entière sera faite à partir du chiffre d'affaires car les éléments matériels utilisés dans l'exploitation, les frais et agencements, sont souvent faibles au regard de l'emplacement.

Les barèmes appliqués divergent plus ou moins selon la profession concernée.

Un pourcentage est appliqué au chiffre d'affaires, par exemple pour la parfumerie, il s'agit de 65 à 100% du chiffre d'affaires⁶⁶ annuel pour des agencements dans un état habituels.

Pour les entreprises de distribution, l'évaluation est faite en fonction d'unités distribuées. Par exemple pour la distribution de carburant, en fonction du volume : litres ou mètres cubes vendus.

Pour certaines entreprises, on utilise d'autres approches :

1/ À partir du coût

Le montant de l'effort commercial est fonction de l'implantation, du réseau de vente, de la publicité... Cet effort est variable suivant le mode de diffusion et la nature du produit.

Dans l'ensemble, une entreprise consacre 5 à 15 % du prix de vente aux frais commerciaux, commissions et frais divers. Ces sommes sont données, abstraction faite des coûts internes. S'il est considéré que dans le cas classique, les commissions absorbent la moitié de ces pourcentages, y compris les charges, on constate un résidu de 2,5 à 7,5% environ. Ce coût correspond à la réduction de l'investissement commercial. Compte tenu des charges de renouvellement, il est à retenir 1,5 à 2 ans de ce coût comme expression de la clientèle, soit :

$2,5 \times 1,5 = 3,75\%$ du chiffres d'affaires à $7,5 \times 2 = 15\%$ du chiffres d'affaires, avec abattement pour impôt sur les plus-values dégagées de 15%, ce qui donne :

$3,75 \times 0,86 = 3,19\%$, arrondi à 3% minimum : $15\% \times 0,85 = 12,75\%$ maximum.

Une entreprise qui réalise : 30 000 000 u.m⁶⁷ de chiffre d'affaires, verrait sa clientèle chiffrée entre 900.000 u.m et 3 825 000 u.m

⁶⁶ Référence Francis Lefebvre, Paris, 2011.

⁶⁷ Um = Unité monétaire.

2/ À partir du revenu

Une marge commerciale normale oscille suivant les produits et les services. En France, cette oscillation se situe entre 10 et 35% des prix de vente, à l'exception de situations particulières : objets d'engouements temporaires et autres gadgets qui peuvent supporter des marges allant jusqu'à 50%.

Les marges englobent certains frais. Il s'agit de commissions généralement proportionnelles à la marge : expositions, frais, publicité, qui absorbent environ les 2/3. En conséquence, le profit potentiel reçu varie suivant les branches entre 3 et 12% du chiffre d'affaires hors taxes.

Compte tenu des aléas (changement de la clientèle, de mode, ...) variable suivant les secteurs et généralement en relation inverse de la marge, la valeur de la clientèle est exprimée par 1 à 3 ans de marge, soit entre 3 et 18% du chiffre d'affaires, avec comme dans le cas précédent l'abattement pour imposition des plus-values.

De ces constatations, on peut faire deux remarques :

- une méthode directe peut être compliquée pour l'évaluation précise de la clientèle,
- la valeur de la clientèle d'un fonds d'industrie se situe entre 3 et 18% du chiffre d'affaires.

Le mode de raisonnement axé sur la marge permet de présenter de nouvelles expressions directes de la valeur de la clientèle :

On peut évaluer la clientèle avec d'autres techniques, en particulier à partir des bénéfices réalisés.

3/ À partir du bénéfice comptable

La méthode est utilisée pour l'évaluation des petites entreprises. On retient 2 à 3 ans du bénéfice.

Pour obtenir la valeur du fonds, on y ajoute le matériel, les agencements... Cette méthode peut être transposée à des établissements très importants. Elle représente une approche valable, sous réserve d'une étude approfondie du bénéfice.

4/ À partir du bénéfice d'exploitation

Le bénéfice comptable étant sujet à de nombreuses corrections, on peut retenir le bénéfice d'exploitation multiplié par un coefficient se situant entre 0,7 et 1,8 suivant la branche ou le secteur d'activité. Le bénéfice d'exploitation, par rapport au bénéfice comptable, présente l'avantage de concerner l'activité récurrente de l'entreprise.

5/ À partir du bénéfice brut

Cette notion est intéressante pour apprécier la clientèle de petites unités et plus spécialement de fonds artisanaux, où l'on retiendra 1 fois à 1 ½ fois le bénéfice brut réalisé. Elle peut être employée également pour l'estimation des clientèles de grossistes. En pareil cas, l'on dépasse le coefficient de référence.

Enfin il est à noter que les barèmes évoqués ci-dessus⁶⁸, proviennent de l'observation des résultats et du marché. Ils permettent d'obtenir, pour chaque profession considérée la valeur du fonds de commerce, dont la clientèle est l'élément-clé, celui sans lequel le fonds ne saurait exister.

Par ailleurs, face à la difficulté de trouver des éléments de comparaison suffisamment fiables ou indiscutables, la méthode des barèmes⁶⁹ se trouve de plus en plus utilisée, induisant ainsi des valeurs de marché qui, par effet de retour, assurent à la méthode des barèmes de résultats proches du jeu de l'offre et de la demande. Cette valeur correspondant au concept de valeur vénale que nous avons développés en introduction.

C Les Terrains

La question foncière est abondamment théorisée par des auteurs de toute discipline⁷⁰. Du seul point de vue économique, le sol est un objet mal identifié. Ce n'est ni une matière première, ni un bien produit, c'est un droit d'usage qui se capitalise et s'échange.

D'une manière générale, la valeur d'un terrain⁷¹ est principalement fonction de trois facteurs :

- facteurs physiques : superficie, configuration du terrain, relief, emplacement, nature du sous-sol, accessibilité, environnement...
- facteurs juridiques : titres de propriété, nature du terrain, règles d'urbanisme, existence de servitudes, occupation ou non du terrain, règles juridiques...
- facteurs économiques : évolution de l'offre et de la demande pour ce type de bien, anticipations prévisionnelles...

⁶⁸ Palou J.M., *Les méthodes d'évaluation d'entreprises*, p.78, Op cité, Groupe Revue Fiduciaire, 2008.

⁶⁹ Lefebvre F. *Evaluation*-Op cité, p.180, 2009.

⁷⁰ Roux J.M., *Revue Tous urbains*, p.38, PUF, N° 18, Paris, 2017.

⁷¹ Thauvron A., *Evaluation d'entreprise*, p.164, Op cité, Economica, 2005.

Cependant, la plupart des auteurs s'accordent pour déclarer que la valeur du terrain est fonction des possibilités d'utilisation données par le plan d'occupation du sol⁷² (POS). La constructibilité du terrain est essentielle pour en effectuer la valorisation.

Par ailleurs, le POS, régulièrement mis à jour par les communes peut indiquer :

- les contraintes qui frappent le terrain (naturelles, artificielles, accidentées, etc...),
- le relief , le niveau par rapport à la voie de desserte est essentiel pour les usages industriels, ainsi que pour résoudre de façon satisfaisante les problèmes d'assainissement,
- configuration du terrain, de préférence rectangulaire, sauf s'il s'agit d'un angle de rue et pour une construction à usage commercial ,
- l'environnement , moyens de transport, centres d'activité...
- emprise ou avantages divers :bordure de voie privée, de voie d'eau, droit de passage concédé, servitudes EDF, embranchement SNCF, proximité d'un aérodrome, etc...
- dans quelle zone, il est situé : habitation, agricole, industrielle, commerciale...
- quel type d'activité peut y être exercé ou non.
- le coefficient d'occupation du sol (COS) qui indique la surface constructible hors œuvre par rapport à la superficie du terrain.

Par exemple⁷³ : Un terrain de 1500 m², avec un COS de 0,30, fournit un plancher constructible de 500 m² .

- les exigences de viabilité.

Ces renseignements sont indispensables pour évaluer les terrains et ne constituent qu'un des éléments d'appréciation. Pour l'évaluation des terrains, de façon générale, plusieurs procédés existent. Les experts ne retiennent que les plus usités.

Ils se regroupent en 2 catégories :

- Appréciation directe,
- Méthode de charge foncière admissible

C1 L'appréciation directe

L'appréciation directe peut être menée de deux manières :

⁷² Le POS (plan d'occupation du sol) est un document d'urbanisme qui fixe les règles de construction pour une commune.

⁷³ Choinel A., *L'ingénierie financière*, p. 68, Op cité.

-
- Par le prix du marché,
 - Par une appréciation par comparaison.

1/ Le prix du marché

Dans une économie, où les marchés sont structurés, des agents économiques comme les notaires ou les experts immobiliers, connaissent généralement les prix des terrains pratiqués dans tel ou tel secteur.

Dans le cadre de leurs fonctions, ces agents quadrillent l'agglomération, ce qui leur permet d'indiquer les prix pratiqués ou de dégager ce qui leur semble être le prix usuel du terrain.

Si l'on prend à titre d'exemple les terrains industriels, ces agents pour s'informer sur les prix pratiqués, s'inspirent des prix proposés pour les terrains industriels de création récentes et disponibles. Ensuite, ils apportent des nuances et des corrections, en fonction des équipements du terrain, de la situation économique et des bases statistiques de ventes récentes.

Les prix des terrains en périphérie urbaine, dans des zones à vocation et à permanence industrielle ou commerciale, sont relativement, faciles à déterminer. Il suffit de connaître le prix déjà proposé pour un terrain du même genre pour avoir une idée sur les autres terrains voisins.

.

En matière industrielle, les écarts de prix ne sont pas très importants. Si les différences étaient trop grandes, les industriels auraient intérêt à se déplacer ailleurs.

Les terrains en site urbain, classés zone industrielle, n'atteignent jamais le prix des terrains de zone d'habitation en raison d'un embranchement à la voie ferrée ou à la possibilité d'implanter des industries de nuisance élevée.

Ces précisions données, il est utile de remarquer que la valeur moyenne du secteur ne doit pas être appliquée brutalement à la valeur du terrain considéré.

Il est nécessaire de tenir compte de deux corrections :

- Il faut tenir compte des équipements du terrain et de l'apport pour renforcer ses qualités intrinsèques : eau, gaz, électricité, poste de transformation d'électricité à proximité, raccordement à la voie ferrée, possibilité de dégagement, de sortie facile, clôture, bitumage d'une fraction de terrain et la création d'aires parking ou de circulation ...

Ces éléments existant pour le terrain considéré, peuvent modifier considérablement la valeur moyenne du secteur pratiqué.

Dans certaines régions, des travaux sont parfois nécessaires, ce qui devra amener l'acquéreur du terrain à supporter des coûts et à déprécier la valeur moyenne du terrain.

- Il faut prendre en considération, que le terrain est immobilisé. Un terrain immobilisé est déprécié, car les implantations existantes ne sont pas toujours très rationnelles et ne correspondent pas forcément aux nécessités du moment. A titre d'exemple, la disposition des ateliers et leur répartition ne s'accordant pas obligatoirement aux exigences présentes, obligeront l'acquéreur du terrain à pratiquer une redistribution de l'ensemble des machines pour imposer une rationalité nécessaire pour travailler dans de meilleures conditions.

2/ Appréciation par comparaison

Cette approche consiste à analyser, dans un premier temps, les ventes réalisées dans le secteur du terrain considéré. Puis dans un deuxième temps, il faut trouver un terrain qui est déjà vendu, proche du terrain considéré.

Enfin, dans un troisième temps, le prix du terrain considéré est fixé en partant de la vente du terrain qui, comparativement lui ressemble.

Toutefois, cette méthode semble présenter certains inconvénients. Le plus important est celui de la difficulté à avoir deux terrains facilement comparables, sauf dans les zones industrielles, par exemple où l'homogénéité a été réalisée par l'aménageur.

C2 Méthode de la charge foncière

Par cette méthode, l'évaluation a pour objectif de mettre en évidence à combien pourrait être vendue des bâtiments présentant telle ou telle caractéristique, répondant à telle ou telle demande. Et en partant de leur prix de vente, la charge foncière de ces bâtiments est déterminée.

Cette approche se base sur une démarche qui permet aux promoteurs de faire le calcul à rebours. Donc, en partant du prix de revient de la construction et tous les frais afférents (frais financiers, frais de commercialisation, honoraires, marge...), il y a lieu de dégager un solde représentant la valeur qui sera offerte pour le terrain. Cette valeur peut être traduite en pourcentage du prix de vente des bâtiments. Elle correspond à la charge foncière admissible.

Cette approche peut être réalisée en fixant la valeur du terrain par rapport au mètre carré construit. Il suffit, pour pouvoir déterminer le prix du mètre carré du terrain, de

connaître le coefficient d'occupation du sol (COS) et le plafond légal de densité (P.L.D)⁷⁴.

Un tel prix ne doit pas logiquement s'écarter beaucoup du prix constaté sur le marché ; si cet écart existe, il est dû à certaines différences constatées, que l'on peut résumer comme suit :

- travaux réalisés sur le terrain,
- le prix du marché n'enregistre pas, aussi fidèlement toutes les nuances tenant aux possibilités de construction,
- au lieu d'un abattement théorique, tenant à l'immobilisation, l'on peut effectuer un calcul plus précis du coût de démolition et d'enlèvement des débris pour rendre le terrain disponible.

L'intérêt de la méthode est de permettre de calculer une charge foncière acceptable pour tel ou tel type de construction.

Enfin, il faut préciser⁷⁵ que ce type d'évaluation ne résulte pas de considérations de marché. Il est surtout utilisé par les promoteurs pour la sélection de leurs acquisitions foncières car elle nécessite une excellente technicité (évaluation des frais de consolidation du sol, d'assainissement, de dépollution, de construction des aires de stationnement, etc...).

D'une façon générale, il convient de signaler que plusieurs possibilités d'évaluation sont offertes. Ces méthodes d'approches fournissent des valeurs qui, en général, ne sont pas tellement éloignées, si bien que des évaluateurs effectuent la moyenne entre les divers procédés, ou tout au moins entre deux méthodes, pour fixer le prix retenu.

D. Les constructions

Les critères préliminaires pour valoriser les constructions, généralement des locaux d'activité industrielle⁷⁶ sont de trois ordres :

- Les critères ayant trait aux qualités physiques des locaux d'activité .Par qualités physiques, il s'agit surtout de la fonctionnalité des locaux ainsi que des équipements nécessaires à l'exercice de l'activité (aire de stationnement, facilités d'infrastructures routières ou ferroviaires, etc...) .

⁷⁴ Le Plafond Légal de Densité (PLD) : Instauration d'une limite dont le dépassement génère un versement à la commune.

⁷⁵ Choinel A., p.69, Op cité.

⁷⁶ Lefebvre F., *Evaluation*, p.62, Op cité.

- Les critères relatifs à la situation juridique. Parfois, il y a nécessité d'un agrément pour la réhabilitation ou l'extension des locaux ; dans d'autres cas, des mesures d'incitation pour la décentralisation d'activités....
- Les critères résultant de l'offre et de la demande : le stock disponible de locaux constitue un élément déterminant dans l'évaluation finale.

Il existe plusieurs méthodes pour déterminer la valeur des constructions :

- 1/ Méthode indiciaire,
- 2/ estimation basée sur le coût de reconstruction (ou de reconstitution),
- 3/ Appréciation directe,
- 4/ Évaluation par le revenu.

D1 Méthode indiciaire

Cette méthode consiste à multiplier le prix de revient ou d'acquisition des bâtiments par un indice exprimant l'évaluation de ce prix, puis à opérer un abattement tenant compte de la vétusté. Cette méthode propose le calcul de la valeur des constructions comme suit : Valeur des constructions = Prix de revient (ou d'acquisition) des constructions x l'indice des prix des constructions x taux de vétusté

Cette approche est relativement simple, puisqu'elle n'implique que le choix d'un indice du taux de vétusté. L'indice utilisé, exprime l'évaluation du prix des constructions. Il permet d'obtenir la valeur actuelle des bâtiments. Généralement, il est calculé en prenant en compte le prix de la période de base.

Quant à la vétusté, c'est une notion différente de la notion comptable d'amortissement. C'est une donnée concrète, résultat d'observations techniques et une constatation des défauts résultant de l'ancienneté de la construction, plus ou moins corrigé ou accentué par la qualité ou les insuffisances de son entretien.

Diverses formules ont été proposées pour le calcul de l'abattement de vétusté.

Certains experts se contentent le plus souvent de la formule⁷⁷ :

$$\text{Abattement pour vétusté} = P \frac{A}{D}$$

Où : P : exprime le prix de revient de reconstruction à neuf

A = l'âge du bâtiment en nombre d'années

⁷⁷ Paulhac F., *L'Évaluation des actifs immobiliers*, Eyrolles, 1990.

D = la durée présumée du bâtiment en nombre d'années⁷⁸

En suivant le raisonnement de ce calcul, les évaluateurs ont constaté que le coût revalorisé moins l'abattement pour vétusté, peut conduire à des valeurs généralement plus élevées que le prix du marché.

Pour opérer les corrections, les experts affectent le résultat d'un coefficient « d'inappropriation » qui leur permet d'introduire toutes les nuances dans leurs évaluations.

A ces explications, le calcul de la valeur de la construction peut être comme suit :
Valeur des constructions corrigées = Valeur indiciaire x coefficient d'in appropriation

D2 Estimation basée sur le coût de reconstruction ou de reconstitution

Cette démarche présente deux possibilités :

- Évaluation par le prix de revient,
 - Évaluation par le coût de reconstitution.

1/ L'évaluation par le prix de revient

Tous les frais exposés au départ de la construction (frais financiers, honoraires, etc...) sont repris et l'on applique à chacun le coefficient de revalorisation approprié.

Il s'agit d'une variante de la méthode précédente. Au lieu d'un indice global, on a un indice propre à chacun des éléments entrant dans le prix de revient. Ce qui permet de traduire l'évaluation du coût, alors que les indices globaux expriment la variation du prix d'un ensemble.

Au montant obtenu, on applique :

- Le coefficient tenant compte de la vétusté, dans les conditions envisagées précédemment ;
- Un coefficient de dépréciation immédiate, considérant qu'un immeuble est assimilable à tout autre objet et que, dès qu'il est occupé, sa valeur diffère de celle d'un bien neuf.

Cette méthode est surtout utilisée dans les procédures d'expropriation, elle permet d'indemniser l'utilisateur d'un bien sans équivalent sur le marché⁷⁹.

⁷⁸ La durée présumée d'un entrepôt ou d'une construction industrielle légère peut être de 10 ans, alors que celle d'un simple immeuble est de 80 à 100 ans et celle d'une construction traditionnelle peut atteindre et dépasser 200 ans.

⁷⁹ Choinel A., *Introduction à l'ingénierie financière*, Op cité, Revue Banque, 2014.

2/ L'évaluation par le coût de reconstitution

Cette méthode est considérée comme étant plus rigoureuse et plus complexe. Elle permet de déchiffrer le coût du bâtiment avec une mesure précise. Ce qui permet d'obtenir le prix de reconstitution d'un immeuble identique, construit avec les mêmes matériaux. A cette valeur, il y a lieu d'appliquer un coefficient de vétusté, de dépréciation immédiate et d'appropriation.

Il faut préciser que la spécificité des métiers interdit toute classification normative des immeubles, utilisés par les entreprises, pour exercer leur activité industrielle ou de services.

D3 Les méthodes directes

Deux procédés d'évaluation constituent cette méthode :

- Le prix du marché,
- Évaluation par comparaison.

1/ Le prix du marché

Dans une économie développée, où les marchés sont structurés, les professionnels de l'immobilier et les experts ont une idée du prix du marché des bâtiments. Dans ce type d'économie, un système d'information permet de donner les cours pour l'ancien et pour le neuf ; les cours des prix de locaux industriels en fonction des caractéristiques des locaux et de leur emplacement.

Connaissant le prix du mètre carré du marché, nous obtenons la valeur du bâtiment en multipliant ce prix par la surface de la construction :

Valeur du bâtiment = Surface de la construction x prix du marché au mètre carré.

Bien entendu, il faut tenir compte des locaux, de leur qualité, de l'importance des surfaces en utilisant la notion d'in appropriation⁸⁰, si le besoin se fait sentir.

2/ L'évaluation par comparaison

Nous pouvons essayer, en nous fiant aux données récentes, d'établir une valeur par comparaison. Les difficultés sont, dans ce cas, encore renforcées car les biens sont rarement identiques. Pour que les comparaisons soient possibles, il faut avoir de nombreuses références qui ne sont pas toujours faciles à obtenir, soit en raison de l'absence d'information, par le biais de la publicité, ou de l'absence de mutation.

⁸⁰ Un coefficient d'inappropriation en immobilier est une mesure utilisée pour évaluer la performance d'un bien immobilier par rapport à son utilisation ou à sa valeur.

La valeur vénale d'un immeuble s'établit, le plus souvent, par comparaison avec des transactions concernant des immeubles comparables, en utilisant des concepts de référence quantitatifs et qualitatifs, dans la mesure où aucun immeuble n'est identique.⁸¹

L'évaluation par comparaison a les faveurs de l'administration et de l'expertise traditionnelle

D4 Estimation par le revenu

Les immeubles à usage locatif sont souvent évalués de cette façon. Nous pouvons dans ce cas, obtenir la valeur de l'ensemble de l'immeuble, à partir de la capitalisation, soit du loyer si le bien est loué, soit en recherchant la valeur locative.

La valeur locative de marché se définit⁸² comme étant la contrepartie financière acceptable sur le marché pour l'usage annuel d'un bien immobilier dans le cadre d'un bail ou d'un autre titre d'occupation. Elle varie en fonction de l'offre et de la demande sur le marché locatif concerné. La transformation de la valeur location en capital, introduit le taux de capitalisation.

C'est le taux de rentabilité exigé par le marché pour ce type d'investissement. Sa fixation se fait par référence au marché financier. Au taux de rémunération des obligations à long terme, on rajoute une prime de risque pour tenir compte du fait que le marché immobilier est à la fois plus risqué et moins liquide. La construction additive du taux d'actualisation pose le problème d'une prime de risque qui croît avec le temps pour des raisons purement mathématiques⁸³.

Il n'est pas déterminé à priori, car il va varier avec la nature des biens et il est fonction des autres possibilités de placement.

Cette technique est souvent utilisée pour fixer la valeur d'un immeuble.

En France, à titre d'exemple, les experts retiennent comme assiette, soit le loyer annuel hors taxes, soit la valeur locative de marché annuelle hors taxe. Suivant les régions et l'état du bien, la valeur sera de 8 à 20 fois le montant du revenu.

L'inconvénient de cette méthode est qu'il est pris en compte un loyer à un instant « t », alors que le loyer n'est pas constant, car il se valorise.

⁸¹ Choinel A., Op cité, p. 72

⁸² Palou J.M., *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, p. 88, op cité, GRF.

⁸³ Thion B., *Valeur, prix et méthodes d'évaluation en immobilier*, Chercheur associé au CEREG, Université Paris 9-Dauphine, 2020.

E Les matériels

Pour évaluer les matériels, les évaluateurs proposent :

- la méthode indiciaire,
- la méthode directe,
- la valeur de casse,

E1 La méthode indiciaire

Lorsque le matériel n'est pas très ancien, on peut utiliser le prix de revient majoré par un coefficient de réévaluation.

Le calcul de la valeur du matériel = prix de revient x coefficient de réévaluation

Le coefficient de réévaluation représente un indice des prix du matériel concerné. Normalement, trois types d'indices peuvent être utilisés, s'ils existent, avec combinaison ou non de la vétusté :

- indice des prix de gros,
- indice des prix du produit intérieur brut marchand (PIB),
- indices plus spécialisés.

Le premier ne prend pas suffisamment en compte le particularisme du bien et comprend les matières premières, les biens intermédiaires et les produits agricoles.

Le second est considéré comme l'indicateur le plus représentatif de l'évolution générale des prix de la production intérieure brute.

Le troisième est composé de l'indice des prix des machines-outils. A titre d'exemple, cet indice est publié trimestriellement par l'INSEE, depuis 1973 et par des cabinets spécialisés. Il faut préciser qu'il n'existe pas de règle permettant de choisir tel ou tel indice.

Toutefois, dès le moment où l'indice spécialisé est disponible, il est préférable de le prendre. Tous ces indices supposent, en principe, que le matériel est pris en valeur d'origine, en tenant compte de la vétusté. Il faut par conséquent opérer les corrections nécessaires.

Pour cela, certains essayent de combiner à la fois vétusté et revalorisation pour avoir un indice global et surtout pour estimer beaucoup mieux le degré d'usure réelle.

E2 La méthode directe

Dans cette optique, nous pouvons nous baser sur l'une des techniques suivantes :

-
- 1/ coût de remplacement,
 - 2/ évaluation par comparaison,
 - 3/ méthode de la valeur au kilo ou à la tonne.

1/ Le coût de remplacement

L'usage de cette technique permet de se baser sur la valeur actuelle à neuf de la machine considérée, ou d'une machine identique. A cette valeur, nous appliquons dans une première étape, s'il y a lieu, un abattement pour progrès technique, fonction de rendements comparés, de la sécurité et des économies de main-d'œuvre et d'énergie. Puis, dans la deuxième phase, nous opérons un second abattement pour vétusté, en fonction de la durée d'utilisation de la machine. Le calcul de la valeur du matériel sera donc :

$V = \text{valeur actuelle à neuf de la machine} \times \text{abattement pour progrès technique} \times \text{abattement pour vétusté}.$

Une telle méthode donne plus de précision, mais elle est relativement longue. En effet, pour avancer une telle précision, il y a lieu :

- de consulter les fabricants de machines,
- de bien connaître les performances comparées des matériels,
- de juger de l'état d'entretien, du degré d'usure et de l'adaptation à la production.

2/ L'évaluation par comparaison

Une telle technique peut être mise en application, en adoptant deux visions. La première consiste à rechercher la valeur du matériel tel qu'on la rencontre sur un marché d'occasion. La deuxième consiste à vérifier dans quelle mesure, le prix de marché d'occasion s'écarte des valeurs neuves.

A cet effet, des travaux ont été menés, par E. Sage⁸⁴ sur le matériel pour connaître sa dépréciation. Les résultats obtenus ont permis de constater que, pour le matériel de type courant, la perte de valeur connaît une évolution en fonction du temps.

3/ La méthode de la valeur au kilo ou à la tonne

Il s'agit d'une méthode qui s'applique spécialement pour les machines très anciennes. Cette valeur ne doit pas être confondue avec la valeur de casse. Les évaluateurs déterminent le prix d'un kilo ou d'une tonne de machine neuve similaire et ils fixent la valeur du matériel par comparaison.

⁸⁴ Sage E., *Comment évaluer une entreprise*, Sirey, p.53, 1979.

Pour illustrer cette méthode, on prend, à titre d'exemple, une presse neuve qui vaut 100.000 u.m⁸⁵. Son poids est de 4 tonnes et l'on suppose que le prix actuel au kilo est de 25 u.m. Si l'on possède une machine de 2 tonnes, qui a des performances inférieures, bâtie et entrée, il y a 4 ans, l'on peut l'évaluer comme suit :

Valeur supposée de la machine : 25 u.m x 2000 kg = 50. 000 u.m

Moins la vétusté : 40% de la valeur d'origine, soit une valeur actuelle : 30. 000 u. m

E3 La valeur de casse

Cette méthode suppose que le matériel est inadapté aux besoins de l'entreprise, ou hors d'usage. L'évaluation s'effectuera, abstraction faite de l'activité, dans un but de suppression ou de reconversion de toute ou partie de l'entreprise.

L'évaluation s'opère de la manière suivante :

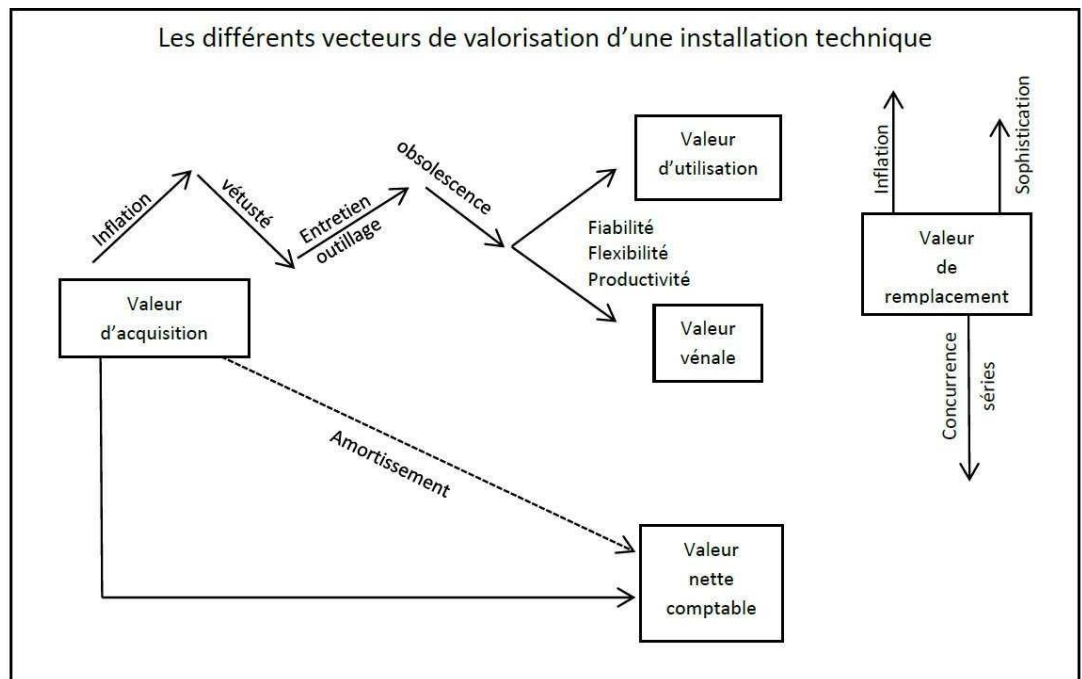
- Soit par comparaison avec des matériels similaires, vendus pas des professionnels de l'occasion en tenant compte des frais de démontage ou de dépose s'il y a lieu, de remise en état et de la marge de ces professionnels,
- Soit, si l'équipement n'est plus utilisable, au poids des matériaux pouvant être récupérés, en tenant compte des frais de démontage et de dépose.

La valeur de casse est sujette à des grandes fluctuations, surtout dans le second cas, en raison des variations de cours des matériaux de récupération.

Avant de conclure l'examen de l'évaluation du matériel, il y a lieu de s'intéresser à deux cas particuliers : les matériels en leasing et les agencements, aménagements et installations. Pour schématiser les différents vecteurs de valorisation d'une installation, A. Choinel⁸⁶ a réalisé le descriptif suivant (qui nous permet de visualiser les divers concepts comptables et financiers de la valeur (Valeur d'origine, Valeur nette comptable...)).

⁸⁵ U.m : unité monétaire

⁸⁶ Choinel A., *Ingénierie financière*, p.76, op. cité.



F Les éléments acquis par contrat de crédit-bail (ou leasing)

La pratique du financement par crédit-bail (ou leasing) a connu un développement important à partir de la décennie 80 en France, particulièrement dans les petites et moyennes entreprises.⁸⁷

Juridiquement, l'entreprise n'est pas propriétaire des actifs financés par crédit-bail. Mais économiquement, il s'agit le plus souvent d'immobilisations productives dont le financement est assimilable à un emprunt.

Bien qu'elles ne soient pas la propriété de l'entreprise, les experts ne négligent pas les immobilisations financées par crédit-bail.

Plusieurs experts préconisent d'évaluer les matériels financés par contrat de crédit-bail, comme s'ils étaient en pleine propriété de l'entreprise, et retenir les crédits-bails. Le matériel sera évalué, compte tenu de l'amortissement qui aurait dû être effectué. Il sera pris à sa valeur comme les autres matériels.

En ce qui concerne la charge au passif, il est préconisé de décomposer les annuités restantes dues, en deux éléments :

- le principal, porté seul en dette au passif,
- les intérêts, pris en compte annuellement.

Pour cela, les experts opèrent une étude plus approfondie. Ils vérifient si le matériel a une utilité réelle pour l'entreprise. Il se peut que la volonté de ne pas acheter ferme

⁸⁷ Hutin H., *Toute la Finance*, Eyrolles, Paris, 2010.

repose soit sur un désir d'essai, soit sur une utilisation temporaire. En pareille circonstance, il n'y a pas lieu d'évaluer le bien.

Ils examinent également si l'entreprise a la possibilité de payer les charges correspondantes. A défaut, le bien ne figurera pas dans son patrimoine. Toutefois, en cas de cession, l'acquéreur peut avoir intérêt à poursuivre le contrat. Mais, s'agissant d'un acte qui lui est propre, il peut parfaitement exiger la totalité de l'avantage.

Pour ces experts, si ces deux situations ne sont pas prises en compte, l'évaluation du bien en leasing est comme l'évaluation d'un autre élément de l'actif immobilisé : cette valeur sera portée à l'actif.

En ce qui concerne la charge, ils la retiennent au passif, en portant la série de règlements à leur valeur actuelle, laquelle sera calculée en tenant compte du coût de l'intérêt normal sur le marché.

Si le taux est plus élevé, l'entreprise se trouvera pénalisée pour avoir accepté une opération relativement onéreuse. La formule consiste à ramener à leur valeur actuelle une série de remboursements, en se basant sur le taux en vigueur, au moment de l'évaluation.

Dans l'hypothèse où l'entreprise conservera les biens en crédit-bail à la fin du contrat en exerçant l'option d'achat, il est nécessaire de corriger l'actif net comptable en tenant compte de la différence entre :

- la valeur d'utilité des biens utilisés dans l'entreprise, et
- la valeur actualisée des loyers et de l'option d'achat restant à payer.

Cette différence constitue soit une plus-value, soit une moins-value, à ajouter ou à retrancher de l'actif net.

Avec l'adoption des Normes Comptables Internationales (IFRS), l'inscription au bilan des biens acquis en crédit-bail est obligatoire⁸⁸.

L'objectif est d'améliorer l'information pour les marchés des capitaux. Cela répond aux préoccupations des actionnaires. L'approche est économique, d'inspiration anglo-saxonne, plutôt que juridique (France notamment)⁸⁹.

⁸⁸ Seulement pour les sociétés cotées européennes ayant des comptes consolidés (entrée en vigueur par la loi européenne depuis 2005), pour les autres sociétés (PME...), aucune obligation d'inscription au bilan.

⁸⁹ Op. cité.

G. Agencements, aménagements et installations

Selon le PCG⁹⁰ : « Les agencements et aménagements sont des travaux destinés à mettre en état d'utilisation les diverses immobilisations de l'entreprise, essentiellement les terrains et les bâtiments ».

« Les Installations générales » sont des ensembles d'éléments dont la liaison organique est la condition nécessaire de leur utilisation. Elles sont distinctes des unités techniques annexées à des installations d'exploitation ou de transport par canalisation ».

Avant de procéder à leur évaluation, il est d'abord important de connaître très exactement l'état et la durée de service de ces agencements, aménagements et installations.

Pour la durée de service, il faut vérifier, surtout pour les installations, que cette durée ne soit pas dépassée. Car, pour des raisons techniques, de sécurité, ou même de désuétude, elle ne peut plus correspondre à une organisation rationnelle, voire à la conception de la période.

Lors de l'évaluation, les divers éléments corporels sont retenus en leur état, c'est-à-dire dans leur possibilité d'utilisation. Par exemple, un terrain asphalté à destination de parking, est évalué comme tel, alors qu'en comptabilité, on a séparé le prix du terrain et les aménagements qui ont rendu possible son usage.

Il en sera de même pour certains aménagements de construction : ascenseur, chauffage, conditionnement d'air, etc....

Une telle considération oblige à séparer agencements, aménagements et installations de types courants, inclus dans la valeur principale et les agencements, aménagements et installations spécifiques qui seuls vont être réévalués.

Cette réévaluation utilise la méthode de la valeur à neuf, ou la revalorisation indiciaire avec abattement, en fonction de la durée probable d'utilisation.

Quant à l'évaluation des agencements, des aménagements et des installations des implantations importantes, il y a lieu d'obtenir des devis auprès de l'installateur qui les a réalisés dans le temps. Si leur réalisation est récente, il suffit de revaloriser la facture d'origine.

⁹⁰ *Dictionnaire Comptable et Financier*, Revue Fiduciaire, p. 63, op. cité, 2013.

H Les immobilisations financières

Dans ce cadre, il faut distinguer les titres de participation, les prêts à plus d'un an, les dépôts et cautionnements et les avances et acomptes sur commande.

H1 Les titres de participation

Pour R. Papin⁹¹, les titres de participation représentent des titres de sociétés avec lesquelles l'entreprise entretient des liens durables qui contribuent à son activité.

En revanche, les titres acquis pour réaliser des plus-values ou percevoir des dividendes ne sont pas considérés comme des immobilisations financières, mais comme des valeurs mobilières de placement qui apparaissent dans les actifs circulants entre les créances et les disponibilités.

Les titres de participation⁹², qu'ils soient cotés ou non, sont évalués à leur valeur d'usage, appréciée, comme étant ce qu'un chef d'entreprise prudent et avisé accepterait de décaisser pour les acquérir.

La valeur d'usage repose sur des éléments prévisionnels objectifs (perspectives de rentabilité, de réalisation, conjoncture économique...) et parfois subjectifs (utilité pour l'entreprise détenant la participation...). Cette notion d'utilité peut avoir un caractère stratégique ; l'évaluation peut être liée aux résultats et à l'exploitation de la société – mère.

Pour J.M. Palou,⁹³ si l'entreprise est en mesure de justifier, par des éléments objectifs chiffrables, l'utilité qu'elle a tirée de la détention de la participation (dividendes, redevances, ristournes), le titre pourra être réévalué dans la proportion d'accroissement de ces éléments chiffrables depuis leur acquisition.

La notion d'influence représente aussi une caractéristique de la participation. Ainsi, selon le dictionnaire de la Revue Fiduciaire⁹⁴, l'influence, pour être significative, doit résulter d'une participation effective à la gestion et à la politique financière de la société émettrice. L'exercice de cette influence peut résulter, par exemple, de la présence de représentants au sein des organes de direction de la société.

⁹¹ Papin R., *L'art de diriger*, Dunod, p.54, 2006.

⁹² Choinel A., p.85, op.cité.

⁹³ Palou J.M., p. 62, op.cité.

⁹⁴ Revue Fiduciaire, op. cité.

Par ailleurs, il s'agit d'établir la distinction entre la participation majoritaire de la participation minoritaire.

Dans la participation majoritaire (plus de 50% des droits de vote) cela nécessite, en fonction des informations en présence, une évaluation plus ou moins élaborée.

Dans la participation minoritaire et dans le cas où l'entreprise est cotée, les valeurs boursières sont suffisantes pour l'évaluation.

Les sociétés représentées par les titres de participation doivent faire l'objet d'un examen identique à celui consacré à la firme principale, s'ils sont rachetés et représentatifs d'une masse significative.

H2 Les prêts à plus d'un an

Les corrections vont s'effectuer au passif et à l'actif. Si les prêts sont réalisés à faibles taux, on doit logiquement les actualiser à un taux normal d'intérêt et porter une provision pour dépréciation, résultant de la différence entre le taux normal et le taux effectivement consenti.

H3 Les dépôts et cautionnements

Il s'agit de sommes versées à des tiers, ou reçues de tiers à titre de garantie, ou de cautionnement et indisponibles jusqu'à la réalisation d'une condition suspensive ou de dépôts que l'entreprise peut recevoir à titre de garantie.

Il convient de vérifier à quoi ils correspondent, si la contrepartie existe et les retenir à leur valeur vénale ; de même s'ils sont effectivement récupérables.

H4 Les avances et acomptes sur commandes versés aux fournisseurs ou reçus des clients

L'avance représente la somme versée avant tout commencement d'exécution de la commande.

L'acompte, si la somme est versée, considère une exécution partielle.

Dans la pratique, le terme « acompte » est assez communément employé lorsqu'il s'agit en fait d'une « avance ».

L'objectif est de s'assurer du versement de l'avance ou de l'acompte et que les sommes correspondent bien à des travaux réellement commandés.

Par ailleurs, il est utile de s'enquérir de la pertinence du montant exact au moment de la valorisation de ces acomptes (en cas de litiges ou de non-exécution de l'opération). Il s'agit de prendre en compte l'actualisation de ces sommes.

I Les Valeurs d'exploitation

Les évaluateurs pensent qu'il est indispensable de procéder à un inventaire réel car les valeurs portées en comptabilité ne sont souvent qu'une traduction imparfaite de la réalité.

Les experts déclarent que, dans les périodes de prospérité, les entreprises ont tendance à minimiser leurs stocks par le jeu de décotes respectant en cela la règle de prudence. Au contraire, dans les périodes de difficultés, certaines entreprises ont tendance à conserver en stock des marchandises, des produits semi-finis ou des produits finis, qui n'ont aucune chance d'écoulement, des matières premières inutilisables et impropres aux fabrications actuelles, d'où la nécessité d'un chiffrage exact.

Concernant l'évaluation des stocks de produits finis et surtout celle des en-cours⁹⁵ et services, cela suppose l'existence d'une comptabilité analytique. Celle-ci n'est pas obligatoire, mais nécessaire.

Il faut signaler que de nombreuses PME ne disposent pas des moyens humains et financiers qui leur permettraient de mettre en œuvre une telle comptabilité.

J Les Valeurs Réalisables et Disponibles

J1 Les clients

Cela suppose une analyse de tous les comptes clients pour examiner si aucun d'entre eux n'est douteux et vérifier si la provision effectuée est suffisante. Les créances, considérées comme perdues, doivent être déduites. Celles récupérables avec délai doivent être actualisées, pour tenir compte du décalage et des frais financiers qu'il représente.

L'examen du solde peut se faire par sondage. En cas de nombreux incidents de paiements, ou d'avoirs mal expliqués ou répétés, une révision complète des comptes est indispensable.

⁹⁵ Papin R., p.58 op cité.

L'étude des avoirs est particulièrement importante. Il faut savoir à quoi ils correspondent : s'agit-il d'attitudes qui peuvent être qualifiées de complaisance, ou de mauvaises livraisons, ou de l'absence de rigueur vis-à-vis des clients, ou de minoration sur factures qui ne veulent pas être avouées, par suite d'une réglementation particulière en matière de prix, de change ou de concurrence ?

Cet examen permet non seulement d'apprécier la valeur du compte, mais également l'attitude de l'entreprise vis-à-vis de l'extérieur.

On portera également une attention particulière aux livraisons à des filiales ou à des entreprises sœurs, et aux facturations effectuées à des entreprises dépendantes directement ou indirectement du même groupe d'intérêt.

Toujours par sondage, il faudra vérifier si la marchandise, objet de la livraison, est bien retirée des stocks. En somme il faut s'assurer, à travers le compte clients, qu'il n'y a aucune irrégularité dans les transactions.

J2 Les avances au personnel

Il s'agit d'examiner à quoi correspondent les diverses sommes allouées et les probabilités de récupération. Il faut regarder si ces avances ou acomptes ne représentent pas une infraction à la législation commerciale et fiscale, dans la mesure où ils auraient pu être consentis à des administrateurs, directeurs généraux ou aux conjoints, ascendants et descendants de ces personnes.

J3 Les impôts et taxes

Ces impôts et taxes sont nombreux et variables suivant les secteurs d'activité.

Concernant l'impôt sur les sociétés, les acomptes trimestriels sont portés au débit de ce compte et régularisés en fin d'année, par le crédit total du montant de l'impôt. Si le solde est débiteur, en fin d'exercice, il y a excédent de versement. Il est prudent de vérifier que les avances ont été correctement payées et de faire le rapprochement avec le bordereau de versement.

J4 Les associés et filiales

Pour les associés, si un solde débiteur apparaît, la même remarque s'impose qu'au sujet du personnel.

Pour les filiales, un examen attentif de la genèse des comptes est nécessaire, ainsi que des conditions particulières consenties (prêts avec ou sans intérêt) pour opérer éventuellement les redressements des anomalies.

J5 Les débiteurs divers

Il convient d'examiner les balances des comptes individuels de débiteurs divers et de vérifier leur concordance avec les comptes collectifs. Il faut examiner l'ancienneté de la créance et vérifier pourquoi les règlements n'ont pas été effectués aux dates prévues, afin de ne pas laisser les créances à caractère douteux.

Dans cette rubrique, on trouve le compte « consignations versées » (Emballages et Matériels à rendre). Ce compte reçoit à son débit les sommes facturées à l'entreprise par les fournisseurs, à titre de consignation d'emballages ou matériels. Il faut s'assurer que ces emballages n'ont pas été perdus, volés ou détériorés. S'il n'existe pas une comptabilité auxiliaire d'emballages à rendre, il faut demander un inventaire précis pour éviter des surprises fâcheuses.

J6 Le compte de régularisation-actif

Ce compte est utilisé pour enregistrer les produits dans le temps : produits à recevoir, produits perçus ou comptabilisés d'avance. Les sommes à percevoir devront normalement être encaissées durant l'exercice suivant.

Il convient de justifier le bien-fondé de ces régularisations, de vérifier les périodes couvertes, si les encaissements ont été effectués ou si la charge a été bien comptabilisée, au prorata de l'utilisation, sinon elle peut modifier le résultat.

Chaque fois qu'il s'agit d'une régularisation, l'évaluateur doit, comme le réviseur, être extrêmement vigilant et s'assurer de la véracité et de l'utilité de l'opération.

J7 Les prêts accordés à moins d'un an

Il convient de vérifier les possibilités de remboursement et les conditions accordées pour savoir si elles ne comportent pas des avantages irréguliers, constitutifs de l'abus de bien social (ABS).

Les prêts et emprunts en devises étrangères sont évalués d'après le dernier cours officiel, comme à la date du bilan. Il convient de vérifier si l'ajustement au cours effectif au moment de l'évaluation, a bien été effectué.

J8 Les effets et warrants à recevoir

Il faut s'assurer de la possibilité de remboursement et prévoir la dépréciation correspondante.

J9 Les disponibilités

Il suffit de vérifier les soldes avec l'état de l'organisme émetteur (bordereau de chèques postaux ou relevés de banques) sous réserve de contrôler les états de rapprochement correspondant.

En somme, pour les valeurs réalisables et disponibles, leur évaluation se limite à un audit « assainissement ».

Sous-section 2 LE PASSIF

ALes capitaux propres et les quasi-fonds propres

A1 Le capital

Le Plan Comptable général distingue le capital des entreprises individuelles et le capital des sociétés ;

Ainsi, il s'agit des capitaux qui ne correspondent pas à une dette envers des tiers.

Dans les sociétés, le capital représente la valeur nominale des actions ou des parts sociales, s'il s'agit de SNC, de SARL...

Le capital représente le gage exclusif des créanciers. Il appartient en principe aux propriétaires de l'entreprise. Deux phases sont à distinguer :

- la phase de souscription du capital,
- la phase de libération du capital,

Il est très important pour un évaluateur de bien connaître ces deux procédures comptables. Pour la réévaluation de ce compte, l'évaluateur doit s'assurer de la souscription intégrale du capital, de sa libération ou des pourcentages libérés, surtout en cas d'augmentation de ce capital.

S'il y a réduction de capital, il est intéressant d'examiner les motifs et les conditions de revalorisation de l'opération. Il faut vérifier si les opérations n'ont pas eu pour but ou conséquence de changer la répartition du capital.

Les évaluateurs doivent s'assurer du respect de la législation, lors de la décision et de l'exécution des opérations et essayer de saisir à travers elle, la stratégie des dirigeants.

A2 Les réserves

Le PCG définit les réserves comme des bénéfices affectés durablement à l'entreprise jusqu'à décision contraire des organes compétents⁹⁶. Ces bénéfices sont laissés par les associés à la disposition de l'entreprise et non incorporés aux fonds propres.

Nous distinguons la réserve légale, la réserve facultative et le report à nouveau.

La réserve légale fait référence à une obligation légale pour les sociétés de consacrer une partie de leurs bénéfices à la constitution d'une réserve spécifique. Cette réserve est destinée à protéger les intérêts des actionnaires et des créanciers en cas de difficultés financières de l'entreprise. Elle est généralement calculée en fonction d'un pourcentage des bénéfices annuels et doit être constituée jusqu'à ce qu'elle atteigne un certain pourcentage 10% du capital social de l'entreprise.

La réserve facultative, également appelée réserve discrétionnaire, est une partie des bénéfices d'une entreprise qui est mise de côté de manière discrétionnaire par la direction. Cette réserve n'est pas obligatoire et peut être utilisée pour différents besoins de l'entreprise, tels que des investissements futurs, des projets spécifiques ou pour faire face à des situations imprévues.

Le report à nouveau fait référence au report des soldes non distribués d'un exercice comptable à l'exercice suivant. Il s'agit des soldes reportés provenant du compte de résultat et du bilan de l'exercice précédent, qui sont intégrés dans les comptes de l'exercice suivant.

A3 Les primes d'émission et d'apport

La prime d'émission représente l'excédent du prix d'émission sur la valeur nominale des actions ou des parts sociales. Le terme est réservé aux apports effectués en numéraire⁹⁷.

⁹⁶ Dictionnaire Comptable et Financier, Op. cité, p.1125, Revue Fiduciaire, 2010.

⁹⁷ Dictionnaire Comptable et Financier, p. 984, op. cité, 2013,

La prime d'apport est la différence entre la valeur réelle des biens apportés et la valeur nominale des actions (ou parts) rémunérant les apports en cas de division de sociétés ou d'apports partiels d'actif. Le terme est réservé aux apports effectués en nature⁹⁸.

A4 Le bénéfice

A la période où s'établissent les opérations en fin d'exercice, le bénéfice est déterminé, mais n'est pas encore affecté.

Les experts observent qu'il faut respecter les règles d'affectation. La proportion à distribuer est un passif. Le reste est intégré aux capitaux propres.

Le code de commerce définit le bénéfice distribuable comme le bénéfice de l'exercice, diminué des pertes antérieures, ainsi que des sommes à porter en réserves en application de la loi ou des statuts, augmenté du report bénéficiaire.

Cette notion est importante dans la mesure où, le code de commerce précise que les dividendes sont prélevés par priorité sur les bénéfices distribuables (Code de Commerce. Art. L. 232-11).

A5 Les subventions d'investissement

Le PCG définit une subvention d'investissement comme une subvention dont bénéficie l'entreprise, en vue d'acquérir ou de créer des valeurs immobilisées ou de financer des activités à long terme.

Il s'agit d'une aide accordée à l'entreprise en fonction d'un objectif précis. Elle constitue une ressource destinée au financement total ou partiel d'un investissement.

Ces subventions sont, en général, accordées par l'Etat ou les collectivités publiques.

- lorsqu'elles sont utilisées à la création ou à l'acquisition d'immobilisations amortissables, elles doivent être rapportées au bénéfice imposable de chacun des exercices suivants, à concurrence du montant des amortissements pratiqués à la clôture des dits exercices sur le prix de revient des immobilisations,
- lorsqu'elles sont affectées à la création ou à l'acquisition d'immobilisations non amortissables, elles doivent être rapportées par fractions égales au bénéfice imposable des années pendant lesquelles les immobilisations sont inaliénables, au terme du contrat accordant la subvention ou, à défaut de clause

⁹⁸ Dictionnaire Comptable et Financier, p. 986, op. cité, 2013

d'inaliénabilité, au bénéfice des 10 exercices suivants l'année du versement de la subvention.

Les deux situations précédentes doivent tenir compte du poids de l'impôt à payer. Cet impôt ne sera acquitté que suivant un échelonnement pour rétablir son poids à l'instant où il faut déterminer sa valeur actuelle.

En effet, l'administration fiscale considère qu'il serait anormal que le bénéficiaire de ces subventions comptabilise en charges l'amortissement comptable sur une machine ou sur un bâtiment que l'entreprise n'a pas payé avec ses propres ressources. Pour permettre cependant aux bilans de donner une image fidèle des actifs immobilisés, le fisc autorise l'amortissement des biens subventionnés mais il exige que soient comptabilisés en produits des montants identiques à ces amortissements⁹⁹.

A6 Les provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges sont destinées à couvrir des risques et des charges précis, rendus probables par des événements survenus ou en cours, mais dont la réalisation est incertaine. Il s'agit d'un passif dont l'échéance ou le montant n'est pas fixé de façon précise (PCG art 212-3). Elles permettent ainsi de faire supporter une augmentation probable du passif exigible à l'exercice, mais dont le montant ou la date de réalisation sont encore incertains¹⁰⁰.

Du point de vue comptable, ces provisions constituent des dettes probables de l'entreprise, qu'il faut enregistrer dans un souci de faire apparaître le passif exigible maximal de l'entreprise. Ces provisions sont constituées dans un souci de prudence. Elles se décomposent en deux types :

Les provisions pour pertes

Elles sont de nature très diverse. Par exemple :

- Les charges, supportées à l'occasion de litiges avec les tiers de l'entreprise (amendes, pénalités, dommages et intérêts...);
- Les risques de change, à la suite d'opérations réalisées avec des tiers non-résidents ;

⁹⁹ Papin R., *L'Art de diriger*, op. cité, Dunod, 2020.

¹⁰⁰ Vernimmen P., *Finance d'entreprise*, op. cité.

-
- Les autres risques de pertes qui sont variés.

Il appartient à l'entreprise de détailler les cas selon la nature des activités et la réglementation fiscale en vigueur.

Les provisions pour charges à répartir sur plusieurs exercices

Ce type de provision correspond à des charges prévisibles qui, étant donné leur nature et leur importance, ne sauraient logiquement être supportées par le seul exercice au cours duquel elles sont engagées. Le plus souvent, il s'agit de provisions constituées en prévision de grosses réparations.

Pour le premier type de provisions, il est nécessaire d'insister sur le fait qu'elles ont été constituées dans des conditions normales. Ensuite, il y a lieu de vérifier si elles doivent être ajustées chaque année. Néanmoins, en cas de cession ou de cessation d'entreprise, ou de décès de l'exploitant, ces provisions sont considérées comme des éléments du bénéfice immédiatement imposable ;

Les provisions qui sont susceptibles d'être réintégrées sont des charges dont le caractère probable a disparu. Elles doivent être considérées en sursis d'imposition et diminuées de la charge fiscale.

Par contre, celles qui correspondent à une charge réelle, font simplement l'objet d'une appréciation quant au montant de cette charge.

Pour le deuxième type de provisions, il y a lieu :

- de voir si les travaux n'ont pas été engagés,
- de voir si les provisions pour grosses réparations en particulier, sont assimilables à des réserves,
- de vérifier si la provision et sa contrepartie est immobilisée,
- d'évaluer les biens en leur état présent. Dans ce cas, tout ce qui permettrait d'en modifier la consistance, la présentation ou même l'état doit être considéré comme une réserve,
- de définir la charge fiscale latente sur ces semi-réserves.

B Les dettes

B1 Les emprunts à plus d'un an :

Le recours aux emprunts est une nécessité pour la majorité des entreprises car les capitaux propres dont elles disposent ne permettent pas, en règle générale, de couvrir la totalité de leurs besoins de financement.

Pour leur évaluation, il faut vérifier que seule le montant principal figure bien au passif, et que les frais accessoires (agios, intérêts, assurances, ...) sont enregistrés de manière séparée dans le relevé des engagements.

Il est nécessaire d'examiner quelles sont les garanties qui ont pu être accordées par l'entreprise pour l'obtention de ses emprunts : hypothèques, cautions, nantissements, et celles dont a bénéficié l'entreprise.

Dans ce sens, il y a lieu de considérer qu'un changement de propriété entraîne l'exigibilité des emprunts, si les garanties ne sont pas jugées suffisantes.

De même, pour les dettes à long et moyen terme à taux fixe, certains évaluateurs estiment qu'il convient, au vu des fluctuations des taux d'intérêt, d'estimer par actualisation, leur valeur présente. Cette correction nécessite le choix d'un taux d'actualisation (aspect étudié dans le chapitre 2 de la présente partie), qui peut être le taux d'intérêt des obligations sans risque de même durée que celle restant à courir pour l'emprunt.¹⁰¹

Par ailleurs, peuvent s'effectuer les corrections provenant de liaisons de l'entreprise avec ses filiales qui donnent souvent lieu à des taux arbitraires.

A l'inverse, on peut admettre qu'un emprunt, obtenu à des conditions spécialement avantageuses, procure un bonus à l'entreprise. La dette qu'il représente doit être ajustée. Ceci peut être le cas pour les emprunts obligataires.

Ces calculs permettent de corriger quelque peu les résultats de l'inflation puisque le taux du marché financier est influencé par la dépréciation monétaire.

La correction pourra tenir compte des perspectives d'évolution des taux, surtout si les calculs aboutissent à une augmentation d'actif ou à une diminution de la charge.

Lorsqu'il existe des emprunts obligataires, il faut mentionner au passif l'ensemble des charges qui pourraient en résulter : primes, lots... en tenant compte du délai de remboursement et en actualisant ces écarts.

¹⁰¹ Palou J.M., p. 95, op. cité, 2008.

Enfin, il faut préciser que les concours bancaires courants ne répondent pas à la définition de l'emprunt. Il s'agit de dettes à l'égard des banques, contractées en raison d'un besoin de trésorerie résultant soit de l'exploitation courante ou des autres opérations d'exploitation de l'entreprise

B2 Les comptes de tiers et comptes financiers

Pour l'évaluation de ces comptes, il y a lieu de procéder à un véritable audit, ou d'exiger un certificat du commissaire aux comptes de la société.

Il est à observer qu'il faut être très attentif aux sommes mises à la disposition par les dirigeants et aux engagements qu'ils ont pu prendre car le retrait de ces sommes peut modifier considérablement le financement de l'entreprise, occasionner des frais financiers plus importants et générer des difficultés de règlement qui rendraient l'entreprise incapable de faire face à ses engagements.

Il faut préciser que ces comptes sont analysés, dans une étude d'évaluation, sous leur aspect dynamique.

C Les engagements

Pour les engagements reçus et surtout les engagements donnés, tels que : caution, aval, etc... les experts pensent qu'ils doivent être minutieusement étudiés.

Dans cette étude, il faut peser le risque que court l'entreprise par le non-remboursement possible ou les retours impayés.

Il y a lieu de s'interroger sur le fait qu'elle peut faire face sans difficulté à tous les engagements qu'elle a pu souscrire.

Selon l'Ordre des Experts-Comptables, les engagements sont représentés par tous les droits et obligations de l'entreprise autres que ceux qui doivent être exprimés au bilan, ou au compte de résultat, ou qui sont traduits que de façon incomplète.

Les engagements les plus fréquents sont les suivants :

- les sûretés réelles (nantissements, hypothèques...),
- les sûretés personnelles (aval- cautions),
- les effets non échus remis à l'escompte,
- les créances cédées non échues,
- les engagements en matière de crédit-bail.

Au-delà des éléments décrits à l'actif et au passif, la valeur substantielle doit aller au-delà de ces informations financières, pour nous fournir des éléments ne figurant pas dans l'actif comptable, mais qui contribuent à la valeur de l'entreprise.

Sous-section 3 LA VALEUR SUBSTANTIELLE

Avec cette notion de valeur substantielle, on s'écarte encore davantage du bilan comptable, puisqu'elle repose sur une remise en cause non seulement des principes comptables d'évaluation, mais aussi de la définition d'un actif en comptabilité ¹⁰².

ADistinction entre l'actif net comptable et la valeur substantielle

Par rapport à l'actif comptable, la valeur substantielle de l'entreprise ne comprend pas la valeur des biens hors exploitation. Par contre, elle inclut celle des éléments qui, ne figurant pas dans l'actif comptable, contribuent à la formation du résultat d'exploitation, à titre d'exemple : les biens détenus en vertu d'un contrat de Crédit-bail (développé dans la Section 1 – E, ci-dessus).

C'est un concept introduit par les Experts allemands aux environs de 1960, repris par l'Union des Experts Comptables, puis par J. Veil, O. Bredt et M. Renard (1970). Ce concept « correspond à la valeur de continuation, estimée sur la base de la valeur de remplacement contemporaine des biens et droits qui constituent le patrimoine de l'entreprise¹⁰³. La valeur substantielle est représentée par la masse globale des moyens de toute nature, estimés en valeur réelle, que l'entreprise doit mettre en œuvre pour satisfaire les besoins de son exploitation¹⁰⁴.

De ce point de vue, l'entreprise est considérée comme un outil de production qui, d'après MM. Barnay et Calba, « est composée d'éléments de natures diverses, desquels est tiré un certain profit »¹⁰⁵. J. Veil, O. Bredt et M. Renard estiment « qu'une évaluation d'entreprise porte exclusivement sur l'unité d'exploitation sans qu'il y ait à se préoccuper des modalités de financement ; celles-ci constituant un

¹⁰² Colasse B., *Gestion Financière de l'entreprise*, PUF, 2010.

¹⁰³ Vei J & Bred O & Renard M., *l'évaluation des entreprises et des parts d'entreprises*, Dunod, Paris, 1971, in Brilma J & Maire C., *Manuel d'évaluation des entreprises*, Edition d'Organisations, Paris, 1990.

¹⁰⁴ Choinel.A., p. 105, op. cité.

¹⁰⁵ Barnay A., Calba G., *Combien vaut votre entreprise*, p. 82, Entreprise moderne, 1970.

problème indépendant dont la solution n'affecte en rien la valeur de l'entreprise »¹⁰⁶. Il est à constater, que seuls des éléments concourant à la formation de ce gain seront retenus dans la valeur substantielle.

Par rapport à l'actif net corrigé, la valeur substantielle est différente. La différence porte sur les points suivants :

- le financement : les dettes viennent réduire la valeur de l'actif net, alors que les choix des financements sont indifférents à la valeur substantielle ;
- la situation juridique des biens : les biens en location n'entrent pas dans l'actif bilanciel, en revanche ils sont utilisables pour déterminer la valeur de l'outil de travail ;
- leur intérêt pour l'exploitation : les biens à prendre en compte sont ceux qui ont un intérêt pour l'exploitation. Un terrain au centre-ville, à titre d'exemple, peut ne présenter aucun intérêt pour l'outil de travail ;
- les investissements nécessaires pour compléter ou rénover l'exploitation : les investissements à effectuer n'ont, en principe, aucune incidence sur la valeur patrimoniale de l'entreprise, mais s'additionnent dans la valeur substantielle.

Cette démarcation de l'actif net apporte deux remarques :

- la valeur substantielle ne comprend pas les biens non engagés dans l'exploitation. Par contre, elle inclut certains éléments qui interviennent dans la formation du profit, et qui ne sont pas inscrits à l'actif du bilan. Tous les éléments concourants à l'exploitation sont retenus : immobilisations, terrains, bâtiments, machines, outillage, valeurs d'exploitation, créances ;...
- la valeur substantielle néglige la composition, le mode et le choix du financement.

Compte tenu de ces précisions, les biens composant la valeur substantielle sont :

- les terrains : il faut déduire ceux qui sont réellement en excédent, c'est-à-dire, qui n'ont pas de conséquence directe ou indirecte sur l'exploitation actuelle ou prévues qui sont valorisés à part, à leur valeur vénale.
- les bâtiments : il faut procéder à une répartition entre bâtiments nécessaires à l'exploitation et constructions non indispensables, les premiers étant évalués à leur valeur d'utilisation, et les secondes à leur valeur vénale.

¹⁰⁶ Sage E., *Commente évaluer une entreprise*, p.103, Sirey, Paris, 1979.

Quant aux constructions inutilisées (ou inutilisables), qui ne peuvent être séparées, il ne faut pas les compter. Elles peuvent même avoir une valeur négative (le coût de la démolition).

Pour la question des logements, il y a lieu de vérifier, pour l'entreprise, si elle est obligée de loger son personnel ; si cette obligation est confirmée, les logements sont incorporés, puisque leur existence conditionne l'activité de l'entreprise.

- le matériel industriel et l'outillage : il faut envisager toujours des matériels « hors service » ou des rebuts ». Ces derniers sont valorisés par leur valeur de casse. Il est même quelquefois envisagé un coût pour leur démolition et leur enlèvement.
- les biens parvenus à la limite du service : il y a lieu de vérifier s'ils pourront remplir encore longtemps leur fonction. Si certains biens sont encore utilisés et présentent des défaillances, il faut tenir compte de leur coût de remise en état, voire leur remplacement, pour ne pas créer de distorsion entre la capacité actuelle d'exploitation, base d'exploitation, et sa capacité future.
- les immobilisations incorporelles.

La même règle s'applique, ces éléments sont évalués à leur valeur vénale.

- les stocks : Il faut analyser les stocks et faire disparaître tout stock inutile, quelle qu'en soit la cause (mauvaise gestion, spéculation, stock dormant) .
- les autres valeurs immobilisées : on retiendra les titres de participation. Ils ne sont à retenir que dans la mesure où la participation correspond à un rôle direct dans l'entreprise. Leur séparation aurait des répercussions sur la marche de l'entreprise.
- Ces titres seront évalués en fonction de l'utilité qu'ils présentent pour l'entreprise. Les autres titres doivent être isolés et évalués à leur valeur vénale.
- Les moyens dont dispose l'entreprise sans en avoir la propriété, tels que location, crédit-bail, location-vente, prêt... sont rajoutés à la valeur substantielle.

La valeur substantielle apparaît comme un indicateur théorique des capitaux à mettre en œuvre, qu'elle que soit leur origine (fonds propres, emprunts, location auprès de tiers).

Pour apprécier la valeur substantielle, on doit se placer du point de vue de l'entreprise, c'est-à-dire valoriser cet outil de production en se tenant exclusivement à sa valeur d'utilisation.

La valeur d'usage est définie comme étant « le coût maximum d'acquisition ou de reconstitution en l'état, qu'un chef d'entreprise prudent et avisé serait disposé à

décaisser pour obtenir le bien en cause, compte tenu de l'utilité qu'elle présente à la date de la réévaluation »¹⁰⁷.

Pour être très précis, la valeur substantielle est une notion qui se rapproche de la valeur d'utilisation ou d'usage. Celle-ci correspond au prix qu'il serait nécessaire de déboursier pour acquérir, à l'époque présente, un élément susceptible des mêmes usages dans des conditions d'emploi, ayant la même durée présumée d'usage résiduel, possédant les mêmes performances et ayant la même appropriation à l'utilisation qui en est faite.

Deux exemples simples et pratiques nous permettent de mieux cerner ce concept de valeur substantielle :

- un immeuble de bureau loué à des tiers, apparaîtra dans l'actif net réévalué, mais non dans la valeur substantielle,
- une machine utilisée par l'entreprise en prêt apparaîtra dans la valeur substantielle, mais non dans l'actif net réévalué.

C'est la raison pour laquelle MM. Barnay et Calba parlent de « coût » de production de biens ayant le même degré d'usure susceptible du même usage ou de la même capacité de production ».

Ils donnent l'exemple suivant : « Un immeuble industriel construit en pierre de taille ne sera pas obligatoirement estimé à sa valeur de reconstruction dans les mêmes matériaux, car sa valeur d'usage peut n'être pas supérieure à celle d'un bâtiment beaucoup plus léger, mais suffisant pour l'utilisation industrielle qui en est faite »¹⁰⁸.

« Du point de vue de la dynamique économique, la valeur d'une entreprise s'identifie à celle d'un patrimoine économiquement exploité et, par conséquent, utilisé par voie d'affectation à un but économique déterminé. Dans cette connexion, le patrimoine consiste en la totalité du potentiel afférent à la substance matérielle (masse patrimoniale) de l'organisme économique que le sujet économique mobilise pour parvenir à ses fins lucratives » (Viel, Otto & Maurice)¹⁰⁹.

Ils poursuivent : « Une telle valeur ne peut jamais être assimilée à une valeur intrinsèque ou valeur en soi, mais il s'agit toujours seulement d'une valeur qui, dans son ensemble, comme dans ses parties constituantes, est enracinée dans la réalité de la

¹⁰⁷ Sage E., *Comment évaluer une entreprise*, p.105, Sirey, Paris, 1979.

¹⁰⁸ Barnay & Calba., p.103, op. cité, 1974.

¹⁰⁹ Vie I& Otto & Maurice, *L'Évaluation des entreprises et des parts d'entreprise : Guide pratique*, Dunod, Paris, 1972.

vie économique dont elle se dégage et où elle trouve en fin de compte son accomplissement et sa confirmation.

Une telle valeur ne peut non plus, en aucun cas, être sans rapport substantiel, étant donné que par évaluation d'entreprise, il faut entendre primordialement l'évaluation du patrimoine dans l'entreprise et que celui-ci est constitué par des biens et des droits. Ainsi donc, la valeur d'une entreprise englobe, dans tous les cas, la valeur d'un noyau réel, substantiellement et par conséquence matériellement conditionné. C'est pourquoi, toute évaluation d'entreprise doit commencer par la détermination de cette masse patrimoniale et de sa valeur substantielle.... »¹¹⁰.

Deux éléments sont à retenir, d'après cette citation :

- l'idée que la valeur substantielle s'associe à une conception dynamique. On veut rompre avec le caractère statique de l'actif net corrigé,
- l'idée que tous les biens doivent être pris en compte. A la conception d'une valeur nette, on préfère une valeur globale. Il s'agit de déterminer la valeur de l'unité d'exploitation en tant que telle.

La plupart des experts retiennent la valeur substantielle brute. De ce point de vue, il va de soi que la valeur substantielle au sens littéral du terme est une valeur brute, à savoir la valeur de remplacement des biens économiques existants nécessaires pour l'exploitation. Il est donc à priori incorrect de désigner par le terme de valeur substantielle, la valeur nette résultant de la défalcation des dettes, tout comme, il serait inexact d'assimiler la valeur d'un immeuble au solde de son prix de vente subsistant « après défalcation des dettes hypothécaires »¹¹¹.

L'évaluation pour ces experts a pour premier but de fixer la valeur de l'objet de la transaction. Ces experts s'accordent à dire que la valeur substantielle est une valeur brute, sans tenir compte des dettes. Cela donne une définition de la valeur substantielle proche de l'actif brut réévalué.

Ce concept de valeur substantielle brute a entraîné beaucoup de confusions. En effet, d'autres experts pensent que la valeur substantielle doit être estimée à sa valeur nette, en tenant compte des dettes.

Cette confusion a produit un débat sur la valeur nette ou brute que doit revêtir la valeur substantielle. Pour contraindre ce débat, le collège national des experts comptables de

¹¹⁰ Barnay & Calba, p. 108, Op.cité, 1974.

¹¹¹ Collège national des Experts comptables de Belgique, *L'évaluation des entreprises*, Ed de la C.N.E.C.B, A.S.B.L, Bruxelles, 1969, P. 44, in : Brilman., Maire C., *Manuel d'évaluation des entreprises*, p. 107, Edition d'Organisations, Septembre 1990.

Belgique a estimé nécessaire de préciser la terminologie dans un ouvrage ¹¹²d'analyse des méthodes.

- la valeur substantielle nette est la valeur substantielle brute (SB) diminuée de l'ensemble du passif, c'est-à-dire ce qu'on appelle également l'actif net corrigé ANC : $SB = ANC$,
- la valeur substantielle brute, constituée par la valeur bilancielle rectifiée des éléments considérés par expertise, correspond à l'actif brut réévalué sans déduction des dettes :
 $SB = ANC + \text{Passif exigible}$
- La valeur substantielle brute (SBR) est égale à la valeur substantielle brute diminuée seulement des dettes sans intérêt (DSI) :
 $SBR = ANC - DSI$

B Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE)

MM. A. Barnay et G. Calba considèrent que les débats qui opposent les experts, entre valeur substantielle nette et brute, ternissent l'image de la notion de valeur substantielle. Par voie de conséquence, ils proposent de dépasser cette notion à une notion plus scientifique, celle des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

Ces experts jugent que les moyens utilisés par une entreprise sont tout simplement les actifs immobilisés, auxquels s'ajoute le besoin en fonds de roulement ; ce qu'ils appellent les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

$CPNE = \text{valeurs Immobilières} + \text{besoin en fonds de roulement (BFR)}$

Pour ces deux auteurs, cette notion s'apparente au capital engagé des économistes et des comptables nationaux : il s'agit de circonscrire les ressources indispensables au fonctionnement « normal » de l'entreprise.

Cette notion tend à pallier les défauts de la valeur substantielle, car :

- sa valeur est unique, il n'y a pas à trancher entre une valeur brute ou nette,

¹¹² Ouvrage op. cité.

-
- elle fait appel au concept de fonds de roulement, qui exprime les exigences financières normales de l'outil de production.

Au CPNE correspond un rendement financier (RF). Pour l'évaluer, on distingue les trois cas suivants : le CPNE est égal, est inférieur ou supérieur aux fonds propres (FP).

$FP = CPNE$ RF = BN (BN étant le bénéfice net)

$FP < CPNE$, si $CPNE = FP + Un$ Financement externe

$RF = BN + (frais\ financiers\ du\ financement\ externe \times (1 - I.S))$

(Il s'agit bien de la part du financement qui couvre le reliquat du CNPE non couvert par les fonds propres).

$FP < CPNE$, soit $FP = CPNE + un$ excédent de moyens financiers)

$RF = BN$ (l'excédent de moyens financiers étant alors considéré comme un actif hors exploitation).

Dans cette méthode, les frais financiers sont divisés en deux :

- Les frais financiers des financements externes du CPNE.
- Les frais financiers courants.

Les partisans des méthodes substantielles isolent très souvent les excédents de moyens financiers, qu'ils assimilent aux valeurs hors exploitation.

Dès lors que certains experts assimilent la valeur d'une entreprise à celle de l'actif total, en créant le concept de la valeur substantielle, il fallait également créer un nouveau concept de bénéfice, englobant la rémunération de la totalité des capitaux.

La dénomination choisie est la capacité bénéficiaire (CB). Cette notion crée une confusion supplémentaire, car il ne s'agit pas d'un bénéfice au sens usuel du terme, mais d'un rendement financier de la totalité des capitaux finançant l'exploitation.

On se rend compte sans difficulté que l'homogénéité n'est rigoureuse que si l'on oppose à la capacité bénéficiaire les capitaux investis portant intérêt, c'est-à-dire la valeur substantielle brute.

Il est indispensable de connaître la règle suivante :

- à l'actif net corrigé correspond une capacité bénéficiaire égale au bénéfice net corrigé,
- à la valeur substantielle correspond une capacité bénéficiaire égale à :
Bénéfice Brut Corrigé + Frais financiers – IS
- La capacité bénéficiaire brute est alors égale au bénéfice brut augmenté des frais financiers. L'impôt théorique est calculé sur ce total.

On peut alors écrire :

Capacité bénéficiaire nette = Bénéfice net corrigé + Frais Financiers (1- IS)

Selon certains experts, cette option est la plus souvent retenue.

Pour J.M. Palou¹¹³, les praticiens utilisent par simplification l'ANCC (Actif Net Comptable Corrigé), mais retiennent les CNPE, dont les composants représentent « l'ensemble des biens utilisés par l'entreprise (outil économique) », financés par les capitaux permanents.

Toujours selon J-M Palou, les CPNE sont obtenus en additionnant :

- la valeur d'utilité des immobilisations nécessaires à l'exploitation et ,
- le besoin en fonds de roulement d'exploitation.

Ces deux éléments peuvent faire l'objet de prévisions annuelles basées sur des plans d'investissement et des prévisions de chiffre d'affaires,

CONCLUSION

En tenant compte des données ci-dessus, on peut affirmer que pour évaluer la valeur patrimoniale d'une entreprise, il y a lieu de choisir l'une des techniques suivantes : l'actif net, l'actif net corrigé, la valeur substantielle, les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

Le soubassement fondamental pour toutes ces techniques est que l'entreprise se confond avec son patrimoine. Sur la base d'un tel principe, le concept de valeur patrimoniale apparaît comme étant une notion simple de prime abord.

Cette simplicité permet de répondre à la principale préoccupation de la démarche d'évaluation, à savoir : quelle est la valeur de revente des actifs de l'entreprise ?

Depuis les années quatre-vingt-dix¹¹⁴, un large consensus s'est dégagé pour affirmer que tout travail d'évaluation procède, d'abord et avant tout, d'une démarche prévisionnelle et non d'une perspective historique, ce qui correspond précisément à la démarche de la méthode des flux.

L'idée d'une valeur unique et objective pour chaque entreprise n'est plus de mise ; la valeur est dorénavant une notion plurielle et subjective car elle est perçue comme la traduction financière et patrimoniale d'une stratégie spécifique, délibérément choisie parmi d'autres stratégies possibles.

Par conséquent, en changeant d'optique, autrement dit si l'investisseur s'intéresse à ce que lui génère comme flux une telle entreprise, le raisonnement devient tout autre.

¹¹³ Palou J.M., *Les Méthodes d'évaluation d'entreprises*, Revue Fiduciaire, Paris, 2008.

¹¹⁴ Husson B., « *Quelle méthodologie d'évaluation mettre en œuvre dans les fairness opinion?* », Revue Analyse Financière- N° 118, Mars 1999.

Donc, si l'investisseur ne recherche pas à savoir ce que lui rapportent les actifs de cette entreprise, mais ce qu'elle peut produire comme rendement, l'approche par la valeur patrimoniale devient inopérante. Car un tel objectif nécessite d'évaluer l'entreprise autrement. Ce sera l'objet de la section suivante.

Section 2. Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement

La valeur de rendement, appelée valeur économique, repose sur l'idée qu'en contrepartie de l'abandon de sa liquidité et de la prise de risque qui en découle, l'acquéreur d'une entreprise (ou d'un titre) devra être rémunéré. Un tel souci le pousse à s'intéresser essentiellement aux flux financiers qu'il peut espérer recevoir en contrepartie de la prise de risque. Il s'agit d'une approche plus dynamique que la précédente (valeur patrimoniale) ¹¹⁵.

La valeur économique de l'entreprise, est définie par Maurice Allais comme étant « la valeur actuelle de ses profits futurs »¹¹⁶. Cette définition insiste sur le fait que les méthodes d'évaluation de la valeur économique se conçoivent comme des techniques d'actualisation traduisant une notion de risque.

P.de La Chapelle,¹¹⁷ synthétise la détermination de la valeur en reprenant une citation de J.M. Keynes qui, dans sa théorie générale, indique, que « la valeur fondamentale d'une entreprise correspond à une estimation de la valeur actuelle des flux futurs de revenus attachés à la détention de son capital ».

Selon, le même auteur, faisant ainsi le lien entre la valeur et la rentabilité d'un actif, cette méthode suppose, pour trouver sa pleine application, que l'on soit capable :

- d'établir des prévisions de rentabilité,
- de choisir un critère de rentabilité pertinent,
- de fixer un taux d'actualisation.

Selon J.M. Palou¹¹⁸, l'évaluation fondée sur la rentabilité future espérée pose des problèmes aux praticiens dès lorsqu'il s'agit de passer de la théorie à l'évaluation d'une entreprise sur le terrain. Selon le même auteur, les difficultés rencontrées pour

¹¹⁵ Peyrard J., *Analyse financière : sociétés et groupes*, Vuibert, Paris, 1986.

¹¹⁶ Sage E., *Comment évaluer une entreprise*, p. 123, Sirey, Paris, 1979.

¹¹⁷ de La Chapelle P., *L'évaluation des entreprises*, p. 25, Economica, Paris, 2007.

¹¹⁸ Palou J.M., op. cité, p.123.

estimer les flux de profits futurs, ou pour choisir le taux d'actualisation, ne doivent pas conduire les praticiens de l'évaluation à renoncer à ces méthodes.

Dans une économie de marché, l'objectif de l'entreprise est de réaliser du bénéfice. La méthode qui consiste à déterminer la valeur d'une entreprise à partir des flux de profits semble la plus logique, sachant que dans le chapitre précédent, la méthode patrimoniale nous a permis de situer les actifs et passifs de l'entreprise et de mesurer la valeur dans un contexte précis.

A travers la valeur de rendement, l'acquéreur s'intéresse davantage aux bénéfices futurs générés par l'exploitation de l'entreprise et la valeur qu'il acceptera de payer dépend de ses propres capacités à améliorer les performances de cette entreprise.

Si l'on souhaite établir un lien avec la méthode patrimoniale¹¹⁹, nous prendrons l'exemple d'une entreprise neuve en parfait état de fonctionnement ; elle ne pourra être valorisée qu'à une valeur de liquidation, dans l'hypothèse la plus défavorable, si elle est dans l'incapacité de générer des bénéfices.

Par conséquent, cette approche par les flux de bénéfices reflète davantage le comportement des investisseurs. La valeur d'un actif est égale à la somme actualisée des flux qu'il espère en tirer dans le futur.

Dans le même ordre d'idée, J.C. Tournier¹²⁰ considère, qu'en termes monétaires, la valeur d'une entreprise est constituée par ses résultats à venir.

En effet, dit-il, sur le plan purement financier, l'acquisition d'une entreprise n'est autre qu'une mise de fonds. Or, dans la même logique, tout investissement d'une somme n'a en général de sens que par le profit qu'il est susceptible d'apporter.

Certes, il peut exister des cas d'achat de firme qui ne répondent pas à ces seuls critères économiques, mais correspondent aussi à d'autres perspectives.

Par exemple :

- reprise d'une entreprise familiale, pour la maintenir dans le giron de la famille fondatrice
- protection de l'emploi, dans le cas notamment du rachat d'une entreprise par ses salariés
- acquisition à but humanitaire ou sentimental
- ou même investissement « plaisir »

¹¹⁹ Nous retrouverons le débat sur les différentes méthodes dans le deuxième chapitre.

¹²⁰ op. cité, p.131.

En dehors de ces cas, nous utiliserons l'expression d'Irving Fisher cité par J.C. Tournier qui veut que « la valeur de tout capital, donc de toute l'entreprise est celle de son rendement futur » et de ses résultats à venir.

Pour J.F. Palard et F. Imbert¹²¹, l'approche actuarielle, ou approche par les flux, mesure la valeur d'une entreprise ou de ses capitaux propres à partir de la valeur actualisée des sommes que l'entreprise dégage de son activité.

Pour ces deux auteurs, sur le plan théorique, c'est la méthode la plus solide pour évaluer une entreprise. On s'intéresse en effet à la fois à l'évolution des flux (dividendes ou flux de trésorerie disponibles) et au potentiel de croissance futur de l'entreprise.

Pour P. de La Chapelle¹²², la valeur de rendement est fondée sur le dividende et le rendement qu'il procure pour l'actionnaire. Elle fait donc le lien entre valeur de marché et rentabilité pour l'actionnaire.

Toutes les méthodes d'évaluation basées sur la rentabilité supposent la connaissance des résultats (ou des cash-flows) prévisibles sur une période couvrante entre quatre et sept années à venir.

Cet exercice nécessite une bonne maîtrise des données macro-économiques et micro-économiques, sous peine d'aboutir à une évaluation erronée. Or la conjoncture mondiale et nationale actuelle, avec toutes ses incertitudes, voire ses inversions rapides des flux d'informations, n'est pas propice à des prévisions sérieuses sur de nombreuses années, sauf à intégrer dans l'évaluation elle-même un facteur de risque ou d'incertitude. Cette approche consiste finalement à probabiliser l'évaluation sur des aléas qui ne dépendent pas de l'entreprise évaluée et qui, en aucun cas, ne peuvent couvrir des insuffisances de la société elle-même dans l'établissement de ses prévisions.

En effet, l'objectif est de rechercher la pertinence économique de la mesure comptable des bénéfices.

Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement peuvent être regroupées en trois approches. De plus, pour que l'étude soit complète, il est nécessaire d'examiner la valeur résiduelle.

Ainsi, la valeur de rendement est possible à travers 4 méthodes :

- la méthode d'évaluation basée sur les bénéfices,

¹²¹ Palard. J.E § Imbert. F., *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*, p.110, Eyrolles, Paris,2013.

¹²² de La Chapelle P., *L'évaluation des entreprises*, Economica, 2007.

-
- la méthode d'évaluation au moyen des valeurs actualisées des dividendes,
 - la méthode d'évaluation à partir du cash-flow,
 - la méthode d'évaluation de la valeur résiduelle.

Sous-section 1 LA MÉTHODE D'ÉVALUATION BASÉE SUR LES BÉNÉFICES

La méthode de l'évaluation sur les bénéfices est une technique dont l'usage est courant. Cette méthode peut être qualifiée de méthode boursière de base. La formule de base de cette technique consiste à établir la valeur de l'entreprise en capitalisant à un taux d'actualisation convenu¹²³ :

$$V = B \times 1/i \quad V = B/i \quad \text{où :}$$

V = valeur de l'action

B = bénéfice I = taux d'actualisation

Cette valeur de l'entreprise représente la capitalisation du bénéfice réalisée. Elle est fonction de plusieurs variables :

Les variables de base

Les variables de base sont :

- le bénéfice de référence,
- le taux d'actualisation,
- la durée d'actualisation

Ces variables ont une grande importance, car elles exercent une influence directe sur la valeur obtenue. Pour cela, il est nécessaire d'en cerner les contours.

A1 Le bénéfice de référence

Selon R. Baker¹²⁴, l'objectif est de rechercher la pertinence économique de la mesure comptable des bénéfices.

¹²³ Certains experts considèrent que le taux d'actualisation est le taux des obligations du secteur public à l'émission. Par contre d'autres experts considèrent qu'il est l'inverse du taux de rentabilité.

¹²⁴ Barker R., *L'évaluation de l'entreprise*. Op cité p.105, Les Echos, Editions, 2002.

Une anecdote tirée de l'ouvrage de R. Barker¹²⁵ :

« Les dirigeants de Hewlett-Packard ont fêté comme il se doit l'événement : les bénéfices de la société ont battu les estimations de Wall Street de 12%. Mais ils se sont réveillés hier avec une sévère gueule de bois. Le lendemain de la fête, ils ont vu leur valeur dégringoler de plus de 9% dans les prévisions des analystes... Le problème n'est pas tant la quantité mais la qualité des résultats. La première inquiétude est apparue lorsque M. Wyman (directeur financier de HP) a déclaré aux analystes que 4 cents sur les 97 de bénéfice se composaient de bénéfice hors exploitation, consistant en un « autre revenu » et des intérêts non spécifiés. Le second hic : lorsque HP a communiqué une croissance de bénéfices de 13% pour son serveur Unix, c'est en-dessous des 15% attendus et bien en dessous des taux de croissance de Sun Microsystems et d'autres concurrents dans un marché de plus en plus rude. »¹²⁶

Le bénéfice est défini, dans un premier temps, d'une manière générale et classique.

Ainsi, le bénéfice est la différence entre les produits et les charges que supporte l'entreprise au cours d'une période donnée. Il se présente comme un résultat, en terme financier, des activités de l'entreprise.

La première difficulté est de choisir celui qui correspond au rendement normal de l'entreprise. En effet, le bénéfice peut être abordé de quatre manières différentes :

- le bénéfice fiscal,
- le bénéfice d'exploitation,
- le bénéfice avant impôt,
- le bénéfice comptable après impôt.

Un autre concept, qui se rapproche du bénéfice d'exploitation est développé par A. Choinel¹²⁷, il s'agit du bénéfice courant¹²⁸, c'est-à-dire faisant abstraction de tout élément considéré comme exceptionnel, en raison de sa non-réurrence, ou de toute forme de profit étrangère à l'activité de l'entreprise. En effet, selon A.Choinel et l'orthodoxie financière, le bénéfice courant est le seul qui puisse servir de base aux prévisions bénéficiaires, les éléments exceptionnels n'étant normalement pas appelés à se répéter.

¹²⁵ Source : Financial Times, Heavens.A., in Ouvrage de R. Barker, op. cité, 18 Août 2000.

¹²⁶ Wyman M., Directeur financier de Hewlett Packard.

¹²⁷ Choinel A., *L'ingénierie financière*, Revue Banque, 2002.

¹²⁸ Choinel A., p.12, op. cité.

J.M. Palou¹²⁹ est dans la même logique, lorsqu'il affirme que l'objectif est de reconstituer, à partir des informations fournies, une estimation de la part permanente des résultats publiés. Il préconise la nécessité de retraiter le résultat net comptable de manière à isoler les éléments non récurrents ainsi que les effets de la politique comptable à des fins de communication financière afin de s'approcher du véritable profit de l'entreprise.

Pour Y. de Préville¹³⁰, le bénéfice est une option, c'est le résultat de la soustraction des charges aux revenus, dépendant des règles qui définissent ces bénéfices. Ces règles et définitions sont le reflet des intentions de la direction.

On peut dire que le bénéfice est en quelque sorte une appréciation plus ou moins objective de la réalité. Au-delà du concept du bénéfice, la notion de DCF (Discounting Cash-Flow) est une notion largement utilisée pour parvenir à l'évaluation de la valeur de l'entreprise.

A2 Le taux d'actualisation

C'est à la suite du krach boursier de 1929¹³¹ que le concept d'actualisation¹³² s'est développé, mais c'est dans les années 50 et 60 qu'ont été élaborées la plupart des théories de la finance moderne (modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF¹³³, formule de Gordon-Shapiro, ...).

L'actualisation des flux futurs repose sur la combinaison de deux postulats : la « valeur temps » de l'argent autrement dit la préférence pour la liquidité d'une part et l'aversion au risque d'autre part. L'investisseur actualise, parce qu'il renonce à une consommation immédiate de son argent, en contrepartie d'une rentabilité future : le taux d'actualisation est son exigence de rentabilité en compensation de ce renoncement provisoire et de sa prise de risque.

¹²⁹ Palou J.M., p.124, op. cité.

¹³⁰ de Préville.Y, *Finance d'entreprise clés en main*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, Lausanne, 2011.

¹³¹ Salustro O., Revue : Economie et Comptabilité- N° 242, Juin 2009.

¹³² Fisher I., *The Theory of Interest-* (1930) et J.B. Williams, *The Theory of Investment Value-* J.B. Williams (1938) .

¹³³ MEDAF : Capital Asset Pricing Model (CPAM) élaboré par W. Sharpes & J. Lintner et J. Traynor.

En effet, l'actualisation est la technique qui traduit le dicton populaire « Le temps, c'est de l'argent », « Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras », en rendant comparables des sommes qui vont apparaître à des périodes différentes.

Il a pour base le taux d'intérêt, mais il y a lieu de s'interroger sur le taux à choisir.

Pour A. Thauvron¹³⁴, le taux d'actualisation représente le coût d'opportunité supporté par un agent pour avoir placé ses fonds dans un investissement. Il est fonction du niveau de risque de cet investissement et du niveau des taux d'intérêt. Estimer un taux d'actualisation c'est donc, au préalable, apprécier le niveau de risque associé aux sommes qui vont être actualisées. Plus les sommes futures à actualiser sont incertaines dans leur montant et/ ou leur date de réalisation, plus elles sont considérées comme risquées et plus la rentabilité espérée par l'investisseur sera élevée.

Un exemple emprunté à A. Thauvron nous paraît illustrer parfaitement cette démarche : prenons l'exemple d'un investisseur lambda, s'il ne souhaite prendre aucun risque, il placera son argent par exemple à la Caisse d'Épargne et percevra en contrepartie un taux d'intérêt bien défini. S'il trouve que cette rémunération est trop faible, il pourra investir son argent en obligations. Le risque qu'il prend est un peu plus élevé car, même si les coupons sont fixes, il n'est pas certain du prix auquel il peut revendre son obligation, compte tenu de l'évolution des taux d'intérêt. C'est cette incertitude qui est source de risque. S'il souhaite prendre encore plus de risque, il achètera des actions ; là le risque est beaucoup plus grand car il n'est pas assuré du montant des dividendes qu'il va percevoir ou non, de même que du prix auquel il pourra revendre ses actions. Toujours selon A. Thauvron, le taux d'actualisation représente le coût d'opportunité¹³⁵ supporté par les agents compte tenu du risque qu'ils prennent.

Pour M. Ternisien¹³⁶, si l'on se place du côté des financeurs, ce taux exprime le minimum qu'ils espèrent recevoir en rentabilité compte tenu des risques qu'ils anticipent et qu'ils assument en finançant l'entreprise. C'est le prix de leur renoncement à la préférence immédiate pour la liquidité. A un niveau de rentabilité déterminé, les financeurs préfèrent renoncer à la liquidité immédiate pour investir dans l'entreprise et accepter les risques du futur. La contrepartie du risque étant le profit.

Si l'on se place du côté des dirigeants de l'entreprise, le taux est une contrainte, un coût qu'ils doivent intégrer parmi les paramètres de leur gestion. L'objectif est alors

¹³⁴ Thauvron A., *Evaluation d'entreprise*, Economica, 2010.

¹³⁵ Le coût d'opportunité d'un placement représente la valeur de ce à quoi il faut renoncer pour le réaliser.

¹³⁶ Ternisien M., *La Valeur de l'Entreprise*, La Profession Comptable, 2013.

d'essayer de contenir ce taux et d'éviter qu'il ne progresse de manière sensible, par la maîtrise des risques notamment.

Selon V. Juguet, P. Giraudon, S. Onnée¹³⁷, l'investisseur n'est jamais certain de récupérer la somme qu'il a investie. De plus, la liquidité de cet investissement est aléatoire, surtout si l'entreprise n'est pas cotée.

Selon J.M. Palou¹³⁸, le coût des capitaux propres est un coût d'opportunité pour les actionnaires, puisque c'est le taux de rendement auquel ils renoncent pour investir dans l'entreprise. Pour évaluer ce coût, il faut donc disposer d'une estimation du risque et d'un modèle qui lie ce risque au taux de rendement requis par les actionnaires tout en prenant en compte la situation particulière des entreprises, l'endettement ou encore le niveau de liquidité des titres.

Cependant, la rémunération concerne l'ensemble de l'actif économique. Ce dernier est invariablement financé pour partie par des capitaux propres et une autre partie par des dettes financières. Le résultat généré par l'actif économique sert à rémunérer les créanciers financiers, et le reste revient aux actionnaires. Ce sera en fonction de la distinction entre créanciers et actionnaires que sera déterminée la nature du taux d'actualisation.

Enfin, une certaine prudence devra être de mise avec le type de flux à actualiser ; si de façon simplifiée, nous disposons d'une seule source de financement qui s'avère être les capitaux propres (c'est le cas où l'ensemble du flux revient aux actionnaires), le taux à utiliser sera le coût de ces mêmes fonds propres.

Si à contrario, l'ensemble du financement provenait des créanciers (endettement) alors le taux d'actualisation à appliquer sera le taux nécessité par l'endettement.

Enfin, si les apporteurs sont répartis entre les actionnaires et les créanciers, alors le taux d'actualisation à appliquer correspondra à la moyenne pondérée du coût des deux sources de financement.

L'ensemble des flux futurs doivent être actualisés à un taux dit risqué. Au-delà de ces explications, la question clé qui est posée est la suivante : pourquoi actualisons-nous ?

¹³⁷ Juguet V & Giraudon P & Onnée S., *Evaluation d'Entreprises*, Pearson, Paris, 2009.

¹³⁸ Palou J.M., op. cité, p.126.

Les flux futurs ne sont pas comparables dans le temps. Ils le deviennent par rapport à la date d'aujourd'hui si l'on met en œuvre un processus de calcul faisant intervenir d'une part le taux d'actualisation et d'autre part l'éloignement dans le temps. Ce procédé revient à faire un abattement sur le cash-flow¹³⁹ et ce, d'autant plus que l'horizon dans le temps s'éloigne.

La formule est la suivante :

$$\frac{1}{(1 + t)^n}$$

A l'inverse de la capitalisation $(1 + t)^n$ et par symétrie, on peut dire aussi que 110€ perçus dans 1 an est équivalent à 100 € perçus aujourd'hui avec un taux d'actualisation de 10%.

Par conséquent, la comparaison dans le temps de deux valeurs monétaires non simultanées ne peut se faire que par l'introduction d'un taux appelé taux d'actualisation. Quelle est la composition de ce taux ? On peut distinguer deux situations.

1/ Le taux sans risque

Le taux sans risque est le taux de base en dessous duquel les investisseurs n'accepteront pas de financer un projet.

Il est de tradition de prendre comme référence du « taux sans risque » pour la France, le TEC 10 ans (Taux de l'échéance constante), calculé par l'AFT (Agence France Trésor)¹⁴⁰ qui exprime le taux de rendement des OAT (Obligation Assimilable du Trésor).

Ce taux a beaucoup baissé ces derniers temps. A la mi- 2013, il était encore de 2,5%, alors qu'à la mi-2015, il est passé à 1%, selon J.Y. Eglem et B. Févry¹⁴¹. Cette situation est relativement sans précédent. Enfin ce taux a oscillé entre 0,70% et 1% durant l'année 2018.

Ce taux peut évoluer favorablement ou défavorablement en relation avec la capacité d'un pays de faire face au remboursement de ses dettes dans l'avenir. Il est possible qu'il s'élève si les marchés s'inquiètent de la situation macro-économique d'un pays.

¹³⁹ Ternisien M., op. cité, p.56, La Profession Comptable.

¹⁴⁰ Lien : http://WWW.adt.gouv.fr/articles/historique-de-l-indice-tec-10_180.html.

¹⁴¹ Eglem J.Y, Févry B., *Finance d'entreprise*, First Edition, 2016.

Selon E. Camblain¹⁴², le taux sans risque correspond en théorie à l'une des données les moins discutables lors de la réalisation d'un DCF (discount Cash-flow).

2/ La prime de risque « marché des actions » :

Elle correspond au surplus de rémunération attendu par les investisseurs en capital, c'est-à-dire sur le marché des actions, et vient s'ajouter au marché sans risque.

Pour P. Vernimmen¹⁴³, la « prime de risque marché mesure l'écart entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque » en cours d'évaluation. Cette prime s'est accrue depuis quelque temps, son augmentation traduisant l'aversion au risque des investisseurs et rappelant que le couple risque / rentabilité est indissolublement lié.

Par conséquent, cette prime de risque doit se mesurer de manière différentielle entre le rendement attendu par un actionnaire moyen, sachant se diversifier et le rendement que lui aurait donnée une obligation sans risque (ou à risque faible). Cette prime « est donc censée mesurer la récompense du risque supporté par l'actionnaire. Elle est souvent dénommée « prime de risque du marché des actions »¹⁴⁴.

Selon les mêmes auteurs, cette prime de risque du marché varie dans le temps. La moyenne sur 100 ans, par exemple en France, est de l'ordre de 5%, alors qu'en 2015, le taux était autour de 3%¹⁴⁵.

Beaucoup d'experts recommandent de calculer ce paramètre sur une longue période et non sur un moment instantané.¹⁴⁶ Dans le même ordre d'idée, une étude a été menée sur les rentabilités obtenues sur quatorze marchés de capitaux entre 1900 et 2001. Elle a permis de comparer entre elles ces rentabilités avec celles des obligations sans risque¹⁴⁷ avec la formule suivante qui nous permet d'obtenir le (β) :

$$(\beta) = \frac{Cov(Ru, Rm)}{Var(Rm)}$$

Le coefficient bêta (β)

Ru = taux de rendement du titre u, ou coût des fonds propres

¹⁴² Camblain E., *Les pièges de l'évaluation d'entreprise*, Vuibert, Paris, Juin 2009.

¹⁴³ Vernimmen P., *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 2014.

¹⁴⁴ «Equity Risk Premium- ERP- ou Market Risk Premium- Question détaillée dans le document suivant : <http://aswathdamodaran.blogspot.fr/2012/03/equity-risk-premium-2012-edition.html>

¹⁴⁵ Eglem J.Y & Fevry B., *Op cite*, First Edition, 2016.

¹⁴⁶ Damodoran A., publiée depuis plusieurs années, cette information avec les modalités de calculs : <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

¹⁴⁷ Damodoran A., *Op cité*, (Source : Dimson et al. 2002) .

Rm = rentabilité attendue du marché

Cet indicateur permet de mesurer la sensibilité du cours d'une action à une variation de l'indice de marché. Ainsi, si une action a un Bêta de 1,6, cela signifie que lorsque l'indice de marché varie de 1%, la rentabilité de cette action connaît une variation de 1,6% (coefficient de sensibilité) ¹⁴⁸.

Ce coefficient propre à chaque entreprise cotée, représente l'élasticité de la valeur des actions de l'entreprise concernée par rapport à celle de son marché. Il intervient dans la détermination du coût des fonds propres.

Le problème qui se pose est de pouvoir apprécier ce niveau de risque en une seule unité (le Bêta). Le moyen le plus courant, pour une société donnée, est de mettre en relation l'évolution de la valeur de son action avec l'évolution parallèle d'un indice de référence (CAC 40, ou autres indices). Cette évolution comparée est synthétisée par un indice, appelé « Bêta », qui donne une idée immédiate du risque supporté par l'entreprise¹⁴⁹.

Le niveau du (β) d'une action cotée est influencé par plusieurs facteurs, révélateurs de risque, notamment la sensibilité des secteurs d'activité de l'entreprise à la conjoncture économique, la structure des coûts, le levier financier, la qualité et la quantité d'informations fournies au marché financier.¹⁵⁰

A titre d'exemple, le secteur des « produits alimentaires et boissons » a traditionnellement un bêta plutôt faible (il gravite autour de 0,54), alors que le secteur automobile et pièces détachées est devenu, au fil du temps, un secteur plus risqué (avec un coefficient bêta autour de 1,11) ¹⁵¹.

Le bêta synthétise, en une mesure unique le niveau de risque de l'entreprise. Il présente aussi plusieurs particularités. Il est spécifique à l'entreprise, comme peut l'être une empreinte personnelle. Il évolue dans le temps, selon que l'entreprise a su ou non maîtriser ses risques.

Au vu des éléments exposés, nous pouvons nous interroger sur le calcul à partir du taux d'actualisation du coût des deux principales sources de financement :

¹⁴⁸ Palou J.M., *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, p. 89, Groupe Revue Fiduciaire, 2008.

¹⁴⁹ Indicateur fourni par des bases de données financières.

¹⁵⁰ Ouvrage collectif, sous la direction de Cappelletti L., Hoareau. C., *Finance, Contrôle au quotidien*, p. 27, Dunod, 2013.

¹⁵¹ Ternisien M., *La Profession Comptable*, op. cité, p.64, 2018.

-
- Le financement en capitaux propres qui contient un coût intrinsèque : il s'agit du coût des fonds propres (« Cost of Equity » ou « COE »),
 - Le financement par la dette bancaire a un coût pour l'entreprise : le taux d'intérêt moyen entre les différentes catégories d'emprunts (long terme, moyen terme et court terme) .

Le coût moyen de ces financements est obtenu en faisant la moyenne pondérée de ces deux coûts. La pondération est faite par une appréciation de la part respective de l'une et l'autre sources dans le financement total de l'entreprise.

Ce coût moyen des financements obtenu est l'un des taux qui va servir d'une part à actualiser les flux futurs du business plan et à établir le calcul de la valeur terminale d'autre part.

La valeur de l'entreprise, qui est au cœur de notre problématique, va donc dépendre en partie de l'ampleur du taux d'actualisation. En effet, plus il est élevé, plus on diminue la Valeur et inversement. Comme précisé, ci-dessus, il s'agit du « prix du temps ». Cela a une influence sur la valeur de l'entreprise.

Cette sensibilité nécessite que l'on porte la plus extrême attention à son mode de calcul. Qu'en est-il d'entreprises se situant dans un environnement où un certain nombre de variables sont quasi-inexistantes ? Ce sera le cas de l'étude en 2^{ème} partie de l'entreprise algérienne où le marché n'est pas organisé, la bourse quasi-inexistante et l'environnement économique instable.

Revenons au calcul des deux sources principales de financement de l'entreprise :

1/ Détermination du coût du financement en fonds propres :

C'est le taux auquel les financeurs cesseront de marquer leur préférence en faveur du court terme, pour investir dans l'avenir de l'entreprise et privilégier le long terme.

Ce taux ne peut être estimé sans l'aide d'une modélisation dont les composantes trouvent leur source dans les données du marché. Le plus connu et le plus usité de ces modèles est le « CAPM »¹⁵², aujourd'hui largement répandu dans le domaine de la finance. Ce modèle établit un lien entre le risque supporté et la rentabilité attendue.

La question sensible concerne les composantes de la prime de risque. Le modèle apporte des éléments de simplification. La prime de risque dépend de deux éléments

¹⁵² Capital Asset Pricing Model ou modèle « CAPM » = MEDAF.

qui se conjuguent : le risque moyen supporté par un investisseur en actions et le risque spécifique de l'entreprise (Coefficient bêta).

Nous pouvons représenter ces éléments dans la formule suivante :

$$COE = R_f + \beta * ERP \text{ ou } COE = \text{Cost of Equity (Coût des fonds propres)}$$

R_f = Taux de Rendement sans risque

β = Bêta

ERP = Prime de risque marché (Equity Risk Premium)

2/ Détermination du coût de la dette financière :

Il s'agit de la seconde composante du coût des financements.

Le coût de la dette financière est une moyenne. Il se calcule en divisant le montant des intérêts supportés par l'entreprise et la dette financière totale moyenne (hors trésorerie). Il doit être calculé après impôt sur les bénéfices.

Concernant la dette financière, généralement, on prend la moyenne de la dette financière entre deux exercices comptables suivant la formule :

$$\text{Coût de la dette} = \frac{i * (1 - T * IS)}{(Dette financière totale + Dette financière totale N-1) * 0,5}$$

Remarque :

Pour certaines approches de la valeur, il est nécessaire de calculer un coût moyen des financements en faisant la pondération du coût du financement en fonds propres et le coût du financement par la dette financière. Ce coût moyen est souvent désigné par l'acronyme « WACC »¹⁵³) l'équivalent en Français « CMPC¹⁵⁴ ».

Pour cela, il est nécessaire de pondérer chaque source de financement par la part qu'elle représente dans le financement total.

Cela nous est donné par la formule suivante : $WACC = COE \times \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Capitaux employés}} +$

$$(\text{intérêt après IS}) \times \frac{\text{Dettes}}{\text{Capitaux employés}}$$

¹⁵³ WACC : Weighted Average Cost Of Capital.

¹⁵⁴ CMPC : Coût moyen pondéré du capital.

A3 La durée d'actualisation

Le choix de la période est fortement dépendant de la conjoncture économique. Ainsi, il a été constaté que plus les fluctuations économiques conjoncturelles sont grandes, plus l'étalement de la période doit être également grand, afin que cela soit significatif. Une période de 5 ans peut être suffisante, afin de permettre une évaluation probante. Cependant, une comparaison sur 5 ans doit être corrigée des variations de prix.

Il y a lieu de rapporter l'ensemble de la période au prix de la période finale, soit en utilisant un indice spécifique, soit en prenant l'indice général des prix.

La valorisation d'une entreprise sur la base d'un DCF (Discounted Cash-flow) s'applique selon H. Hutin¹⁵⁵. Les flux de trésorerie sont donc actualisés.

Par ailleurs, selon le même auteur, l'estimation des flux est fondée sur les données financières prévisionnelles dont la durée dépend notamment de la nature de l'activité et de son degré de maturité.

Comme précisé plus haut, elle dépasse rarement 5 ans (en dehors des activités caractérisées par des contrats à long terme). Au-delà des prévisions, il est donc nécessaire de prendre en compte une valeur résiduelle.

Pour O. Salustro¹⁵⁶, la durée d'actualisation en question se ramène à la durée du plan d'affaires (business plan), et donc à la détermination de « n » dans un horizon normatif. C'est le moment où les flux prévisionnels devenant normatifs peuvent, par hypothèse, être affectés d'une croissance perpétuelle constante.

L'horizon de visibilité doit être réaliste compte tenu du secteur de la cible.

Trois contingences sont à prendre en ligne de compte :

- choisir un horizon permettant d'établir des prévisions de trésorerie fiables,
- intégrer un cycle économique cohérent dans l'horizon de prévision,
- maintenir une cohésion entre les performances du plan d'affaires et celles qui président à la construction du flux normatif perpétuel qui est un déterminant de la valeur résiduelle.

Des prévisions à long terme sont généralement irréalistes, sauf cas particulier : entreprises générant des rentes régulières et prévisibles, comme les sociétés d'autoroute, etc... Des prévisions à 3 – 4 ans, comme précisé ci-dessus, sont déjà un exercice de prévision délicat.

¹⁵⁵ Hutin H., *Toute la Finance*, p. 849, Eyrolles, 2010.

¹⁵⁶ Revue Economie et Comptabilité, op. cité, Juin 2009.

Pour P. Vernimmen¹⁵⁷, la durée de prévision peut être appréhendée sur 2 périodes qui s'additionnent pour fournir la valeur totale de l'entreprise ou la valeur des capitaux propres. Les auteurs utilisent souvent l'expression d'un modèle de valorisation dit à « deux étages ».

Un 1^{er} étage concerne la période du business plan qui pourrait se limiter sur un horizon acceptable de 5 ans, et un 2^{ème} étage, sur une période plus longue (période de la valeur terminale, que nous abordons en fin de section).

La Première période de prévision ou « période du business plan »

Il s'agit de la période couverte par le Business Plan prévisionnel ; sa durée doit être au minimum de 3 ans (beaucoup d'auteurs privilégient la période de 5 ans). Pour les PME, il y a des réticences à se projeter au-delà de cette période.

La valeur qui se dégage de cette première période est obtenue en faisant la somme actualisée des cash-flows.

La Deuxième période de prévision ou « Valeur Terminale »

La seconde période est postérieure à celle du Business Plan. Elle repose sur l'hypothèse de la continuité des activités, en présumant d'une part qu'elles se poursuivront sur le très long terme et d'autre part que l'entreprise n'a pas l'intention de les interrompre dans l'immédiat.

La Valeur qui se dégage de cette seconde période est la somme actualisée des cash-flows sur une longue période. C'est ce que l'on a coutume d'appeler la « la valeur terminale ».

Par conséquent, la valeur totale de l'entreprise est donc égale à la somme des flux de trésorerie sur les deux périodes de prévision : celle du business plan et celle de la période à long terme.

Outre les observations relevées dans le point précédent, sur les variables de base, il y a lieu de remarquer que la formule basée sur le bénéfice est une formule de base simplifiée. Par voie de conséquence, elle présente de graves inconvénients liés à son aspect trop simplificateur. Pour lever une telle contrainte, il est nécessaire d'affiner cette méthode.

Ainsi, la méthode d'évaluation par le bénéfice, peut être abordé par :

- La Méthode du Price Earning Ratio (PER) ;

¹⁵⁷ Vernimmen P., Quiry P., Dallochio M. , Salvi A., « *Corporate Finance* », op. cité, Wiley-2016, Voir Site : WWW.vernimen.net.

-
- La méthode du délai de recouvrement (DR)

B Le Price Earning Ratio (PER)

La méthode du PER est une méthode boursière, tirée de la formule générale :

$$V = \frac{B}{i}$$

Où : B= le Bénéfice et i= Le taux d'actualisation

Cette technique consiste à multiplier le bénéfice par le PER pour obtenir la valeur de l'action ou de l'entreprise¹⁵⁸ $V = \text{PER} \times B$

L'évaluation d'un titre par capitalisation des bénéfices consiste, dans sa forme la plus simple, à rapprocher le bénéfice par action d'une société du cours de cette action et à dégager un coefficient.

Il s'agit d'un rapport cours /bénéfice, ou plus communément de PER, c'est-à-dire le Price Earning Ratio. Le PER ou P/E (Price Earning) est un coefficient qui transforme un revenu en capital, ou qui donne l'équivalent en capital d'une potentialité de revenus¹⁵⁹.

Le PER est considéré comme un indicateur des perspectives de gains de l'entreprise telles qu'elles sont anticipées par le marché.

C'est aussi le rapport entre la valeur de marché des capitaux et le bénéfice net de l'entreprise. C'est le nombre de fois que les capitaux propres d'une entreprise valent le résultat net.

Selon G. Boileau¹⁶⁰, la valeur d'une action est déterminée par l'offre et la demande, car la bourse est un marché « efficient », c'est-à-dire qu'il ne doit pas, théoriquement, être manipulable par un acteur dominant. L'Autorité des marchés financiers (AMF) (ex COB : Commission des opérations de bourse) à Paris, comme la SEC (Security Exchange Commission) au NSE (New York Stock Exchange) veillent à ce que ces règles soient scrupuleusement respectées.

Le cours de bourse traduit l'idée que les investisseurs se font de la valeur future de l'entreprise. S'ils la voient prospérer, ils seront demandeurs du titre : le cours va

¹⁵⁸ On peut obtenir la valeur de l'entreprise en multipliant la valeur de l'action par le nombre que possède une entreprise, il s'agit de la capitalisation de l'entreprise.

¹⁵⁹ L'inverse du PER, c'est E/P, c'est-à-dire un taux de rentabilité. Le PER, par contre, est un coefficient de capitalisation.

¹⁶⁰ Boileau., G, *Comprendre les comptes d'une entreprise*, Op cité, Groupe Revue Fiduciaire,2011.

monter. Ce cours ne reflète pas forcément l'évolution des résultats actuels. Sinon comment expliquer par exemple qu'il monte lorsqu'une entreprise annonce une baisse sensible du résultat ou même des pertes, parce qu'elle a constitué d'importantes provisions pour restructuration ?

L'investisseur fait le raisonnement qu'après « le ménage » fait dans les comptes et les structures, l'entreprise sera, demain, mieux à même d'affronter la concurrence ou simplement d'assurer sa survie. Par des sacrifices immédiats, elle préserve ou développe sa valeur future.

Par conséquent, le lien entre le cours de bourse et le bénéfice actuel s'exprime par le PER (Price Earning Ratio). Ici « Price » signifie « cours de Bourse » (ou valeur réelle) et earning signifie « résultat net ».

Deux exemples nous permettent d'illustrer ce propos :

Exemple 1¹⁶¹ :

Si l'on anticipe pour une entreprise X, un bénéfice par action de 25 €, si le ratio cours/bénéfice (PER) est de 12 et doit rester constant, on estimera le cours de l'action de X à : $25 \times 12 = 300 \text{ €}$

Si l'entreprise X a un capital social constitué de 1000 000 d'actions, sa valeur sera estimée à 300 000.000 €

Exemple 2¹⁶² :

Si une société a un PER de 18, cela signifie que le prix de l'action est égal à 18 fois le bénéfice par action. Ainsi, le PER représente le nombre d'années de bénéfice par action que les investisseurs acceptent de payer pour acheter une action. Par conséquent, nous pouvons affirmer que le PER est une anticipation sur le taux de croissance de la société.

Selon les mêmes auteurs, en comparant le PER d'une société donnée avec celui du secteur auquel elle appartient, on peut apprécier si la société est surévaluée ou sous-évaluée en Bourse.

Le PER indique à combien de fois on capitalise le revenu que peut procurer une entreprise. Ce revenu étant le bénéfice distribué ou mis en réserve. S'il est mis en réserve, on le retrouvera ultérieurement sous la forme d'une plus-value. Il est aussi

¹⁶¹ Peyrard J., Op cité.

¹⁶² Peyrard J., Avenel J.D., Peyrard M., *Analyse financière-Normes Françaises et Internationales*, Vuibert Paris, 2006.

interprété par les experts comme étant le nombre d'années de bénéfices actuels que l'entreprise est disposée à payer.

Un PER faible exprime :

soit une difficulté à estimer ce que seront les résultats futurs (manque de visibilité) donc risque d'erreur d'appréciation .

soit une moindre confiance dans la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices et des dividendes.

Une autre manière de comprendre le PER, serait de souligner qu'il exprime la valeur de l'entreprise sur la base du nombre d'années de bénéfices achetés.

A titre d'exemple : une société dont les actions valent 100 et dont le bénéfice par action est de 12,5, sera achetée 8 fois ses bénéfices.

On dira que son PER est de 8. Cela veut dire que, si le BPA (Bénéfice par action) reste constant, l'investisseur devra attendre 8 ans pour récupérer son investissement. Ceci en négligeant la valeur résiduelle de cet investissement au bout de 8 ans et en omettant d'actualiser.

Si le BPA de cette société augmente (ou diminue), l'investisseur devra attendre moins (ou plus) de 8 ans.

Le PER, comme tout rapport entre deux grandeurs, dépendra de leurs valeurs respectives et donc de leurs définitions : A savoir : le cours de la bourse (Price) et le bénéfice (Earning).

B1 Comment se fixe le cours de bourse d'une action ?

Le cours de la bourse d'une action est une donnée qui peut être obtenue à partir du marché boursier à n'importe quel moment. Mais la question qui se pose est la suivante :

Quel cours doit-on prendre ?

- Le dernier cours connu ou un cours récent ?
- Le cours du dernier exercice ?
- Le cours du 31 décembre de l'année écoulée ?
- Le cours moyen d'une période : mois, trimestre, année ?

Pour D. Pène¹⁶³, le cours doit être récent ou correspondre à une moyenne sur une période courte (généralement un mois). Il est à préciser que le cours boursier pour les entreprises est souvent fourni par un indice spécifique. A titre d'exemple : l'indice CAC 40 en France, l'indice Dow Jones Industrial average aux USA , l'indice Financial

¹⁶³ Pène D ., *L'Evaluation des Entreprises*, op. cité.

Times en Grande Bretagne, l'indice DAX en Allemagne, l'indice NIKKEI au Japon, etc....

L'indice CAC 40 (Cotation Assistée en Continu) repose sur les 40 entreprises les plus importantes, c'est-à-dire ayant la meilleure capitalisation boursière à la bourse de Paris.

B2 Sur le bénéfice :

L'on rajoutera par rapport à nos commentaires faits sur le bénéfice (dans les variables de base), qu'il faut prendre garde aux différences de traitement comptable entre les entreprises. Pour disposer de bénéfices homogènes, il est important d'identifier et de corriger les disparités constatées les plus importantes.

En terme simple, il s'agit de retenir qu'une composante récurrente du résultat, le résultat exceptionnel, est souvent exclu. Enfin, pour que la comparaison ait un sens, il faut qu'il soit déterminé, selon les mêmes principes comptables, pour toutes les sociétés en évoquant l'impact des normes IFRS et la volonté de mettre en place un langage commun universel.

Derrière la simplicité de ce concept, se cachent des éléments qui ne sont pas pris en compte. Par exemple, aucune prise en compte de la croissance prévisionnelle et de l'analyse du risque ne sont intégrées de manière explicite. Ce n'est qu'à posteriori que l'on s'interroge sur deux PER différents pour deux entreprises du même secteur.¹⁶⁴

Pour D. Pène, le PER doit reposer sur le bénéfice par action (BPA). Il devrait être un BPA courant après impôt de la période en cours. Il faut noter que pour calculer le bénéfice par action (BPA), il faut diviser le bénéfice global de l'entreprise par le nombre d'actions.

$$\text{BPA} = \frac{\text{Bénéfice Global}}{\text{Nombre d'actions}}$$

On a donc d'une part le cours (le prix) de l'action, et d'autre part, le bénéfice par action. On peut donc combiner ces deux indicateurs pour obtenir un multiple de valorisation : le PER. Le PER mesure le rapport entre ce que le marché est prêt à payer (le cours de l'action) et ce que l'action rapporte en une année (le bénéfice par action)¹⁶⁵.

En résumé, le PER est un indicateur donnant une idée de l'intérêt que les investisseurs portent à une action. Plus il est élevé, plus il traduit de l'intérêt, soit parce que les

¹⁶⁴ Palou J.M., p. 129, op. cité, 2012.

¹⁶⁵ Thibierge C., *Comprendre toute la finance*, op. cité, Dunod, 2016.

investisseurs ont confiance dans la solidité de la société, soit parce qu'ils pensent que la société a de bonnes perspectives de croissance.

C La méthode du délai de recouvrement

Le délai de recouvrement (DR) est un instrument de gestion de portefeuille qui a été mis au point par Sam Rainsy¹⁶⁶ en 1984, pour pallier aux faiblesses du PER. Il représente le nombre d'années pour lequel la somme des bénéfices prévisionnels actualisés est égale au cours de l'action.¹⁶⁷

Il a été défini comme le délai de recouvrement théorique du prix d'une action, par la somme des flux des bénéfices par action, actualisés au taux de rendement des obligations. Il correspond donc au nombre d'années nécessaires pour que les bénéfices prévisionnels actualisés au taux sans risque égalent le cours de l'action.

P. Vernimmen précise qu'historiquement le délai de recouvrement se situe en moyenne entre 8 et 12¹⁶⁸.

A l'origine, la théorie de l'investissement propose quatre critères pour apprécier la rentabilité d'un investissement :

- la VAN (Valeur Actuelle Nette)
- le bénéfice actualisé, pour un taux d'actualisation donné
- le taux interne de rentabilité (TIR)
- le délai de recouvrement pour un taux d'actualisation donné.

Cette quatrième approche concerne notre démarche de recherche, savoir, au bout de combien d'années, l'investissement se paie-t-il ? Ou encore, au bout de combien d'années les recettes cumulées actualisées compensent-elles les dépenses cumulées actualisées ?¹⁶⁹

Selon J.M. Tournier¹⁷⁰, le délai de recouvrement sert à évaluer la plus ou moins grande cherté d'un cours en bourse par comparaison avec d'autres cours relatifs à d'autres valeurs ou à d'autres époques.

Un exemple simple nous permet d'illustrer le calcul du DR :

Soit une action X dont le cours est de 100 € et dont le PER moyen (année A) est de 13,3. Ce ratio de 13,3 signifie que le bénéfice de référence est égal à :

¹⁶⁶ Rainsy S., Animateur de sociétés d'analyses et de gestion de portefeuilles.

¹⁶⁷ Palou J.M., p.129, op. cité, 2012.

¹⁶⁸ Vernimmen P., Op cité, Finance d'Entreprise, Dalloz, 2014.

¹⁶⁹ Brillman J., Maire C., Op cité, p. 101- 1993.

¹⁷⁰ Tournier J.M., *Evaluation d'entreprise*, p. 144, op. cité.

$$100 / 13,3 = 7,52 \text{ €}$$

Si le taux de croissance du bénéfice net, en euros courants est estimé à 7% et que le taux des intérêts à long terme s'établit au moment de l'évaluation à 5,5% en euros courants, y compris l'inflation, mais hors prime de risque, déjà décomptée au niveau de la croissance du bénéfice, le délai de recouvrement fait l'objet du décompte suivant :

| Année | Bénéfice actualisé par action | Année | Bénéfice actualisé par action |
|-------|-------------------------------|-----------------|-----------------------------------|
| A | 7,52 | A+7 | 8,30 |
| A+1 | 7,53 soit (7,52x 1,07/1,055) | A+8 | 8,42 |
| A+2 | 7,73 soit (7,73x 1,07/1,055) | A+9 | 8,54 |
| A+3 | 7,84 etc... | A+10 | 8,66 |
| A+4 | 7,96 | A+11 | 8,78 |
| A+5 | 8,07 | A+12 quote-part | 2,37 (correspondant à 0,27 année) |
| A+6 | 8,18 | TOTAL | 100 |

Le délai de recouvrement (DR) est égal à environ 12 années.

D'une manière générale, le délai de recouvrement est la valeur de « n » pour laquelle le taux d'actualisation est donné par la formule :

$$0 = -V_0 + \frac{E_1 - D_1}{(1+t)} + \frac{E_n - D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Où :

V_0 = L'investissement initial de l'année 0

E_1 = encaissements de la première année

D_1 = décaissements de la première année

E_n = encaissements de l'année n

D_n = décaissements de l'année n

V_n = valeur résiduelle de l'investissement

T = taux d'actualisation

Cette formule générale considère un simple investissement, caractérisé par une situation de sortie d'une somme d'argent en vue de recevoir une somme nettement

supérieure à la première. Ce qui justifie qu'une adaptation doit s'imposer pour déterminer le délai de recouvrement d'une action.

Sous-section 2 LA MÉTHODE D'ÉVALUATION BASÉE SUR LES DIVIDENDES

Les modèles de valorisation des actions s'orientent vers l'actualisation des dividendes¹⁷¹. En effet, les deux seules formes de revenus qui seront perçues par le détenteur d'une action sont les dividendes futurs et le prix de revente du titre.

La valeur d'une action correspond alors à la valeur actuelle de ces deux types de flux.

A La formule de base

L'évaluation basée sur les dividendes est réservée aux entreprises cotées. Certains experts donnent à la valeur, déterminée par l'évaluation basée sur les dividendes, le nom de valeur de rendement. Car pour eux, les autres valeurs, dites de rendement, reflètent beaucoup plus la rentabilité que le rendement.

Cependant, cette méthode est beaucoup plus adaptée à l'évaluation pour un investisseur boursier. Elle présente également un intérêt lorsque l'investisseur négocie un rendement d'une action dans telle ou telle entreprise cotée en bourse.

Il s'agit d'une méthode qui découle de la comparaison du décaissement actuel de l'investisseur (l'achat à la valeur « V ») à ses encaissements futurs. Ces derniers représentent des dividendes, appelés « chaîne de dividendes ».

En terme mathématique, ce raisonnement peut être appliqué par l'équation :

$$V = \frac{D1}{(1+t)} + \frac{D2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{Dn}{(1+t)^n} + \frac{Vn}{(1+t)^n}$$

Cette formule est connue sous l'appellation de la formule d'Irving Fischer¹⁷².

Cette formule fondamentale s'écrit :

¹⁷¹ Thauvron A., p.131, op. cité.

¹⁷² La formule d'Irving Fischer paru dans *The Purchasing Power of Money* (« Le Pouvoir d'achat de la monnaie »), 1911.

$$V = \sum_1^n \frac{D_p}{(1+t)^p} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Où : t = le taux d'actualisation

De ce fait, l'évaluation basée sur les dividendes suppose que la valeur de l'entreprise sera égale aux dividendes capitalisés au moyen de l'inverse du taux d'intérêt i soit :

$$V = d \times 1/i$$

Cette formule indique que la valeur théorique de l'action se définit comme la somme des valeurs actualisées des dividendes :

$$V_a = \frac{d_1}{(1+t)} + \frac{d_2}{(1+t)/2} + \frac{d_3}{(1+t)/3} + \dots + \frac{d_n}{(1+t)/n}$$

$$V_a = \frac{D_n}{(1+t)}$$

Généralement, il est convenu de retenir comme durée une période relativement longue (de 15 à 30 ans).

Il y a lieu de préciser également que cette durée dépend de l'évolution de l'entreprise. Envisager un arrêt des dividendes n'implique pas que l'entreprise ne vaudra rien à l'échéance. Elle aura, au moins, une valeur résiduelle qui sera au moins égale à sa valeur de liquidation.

En introduisant dans la formule précédente cette valeur résiduelle, on aura :

$$V_a = \sum_1^n \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

En ayant déterminé la valeur de l'action, on peut obtenir la valeur de l'entreprise, en multipliant la valeur de l'action par le nombre d'actions. Partant de cette formule de

base, plusieurs modèles d'évaluation ont été conçus. Ces modèles décrits ci-après sont :

- B/ le modèle de Gordon-Shapiro
- C/ le modèle de Molodovski
- D/ le modèle de Rosenfeld
- E/ le modèle de Marcel Odier
- F/ le modèle de L. Fray et R. Wackerman
- G/ le modèle » B »
- H/ le modèle de Bates
- I/ le modèle de Holt
- J/ le modèle de G. de Murard

B Le modèle de Gordon-Shapiro

Ce modèle, particulièrement célèbre, a été présenté en 1956¹⁷³. En introduisant un facteur de croissance, Gordon et Shapiro tentent de lever les critiques émises à l'égard de cette formule, à partir de l'hypothèse de constance des dividendes.

Le facteur de croissance est exprimé par un taux de croissance constant et égal à **g**. Chaque dividende est égal au précédent, augmenté de **g** :

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

$$D_2 = D_0(1 + g)(1 + g) = D_0(1 + g)^2$$

$$D_p = D_0 (1 + g)^p$$

Il est aussi supposé dans ce modèle, que la valeur de revente à l'infini ne sera pas elle-même infinie.

Donc : $\frac{V_n}{(1+t)^n} \rightarrow 0$ pour n

La formule générale étant :

$$V = \sum_1^n \frac{D_p}{(1 + t)^p} + \frac{V_n}{(1 + t)^n}$$

¹⁷³ « *Capital Equipment Analysis : The Required Rate of Profit* », Management Science, octobre 1956, p. 102 -110, cité par Maugière H., *L'évaluation des entreprises non cotées*, Dunod, Paris,1990.

devient, sur la base des nouvelles hypothèses précédentes $n \rightarrow \infty$

$$V = \sum_1^{\infty} \frac{D(1+g)^p}{(1+t)^p} + 0$$

Ceci devient :

$$V = D_0 \sum_1^{\infty} \frac{1}{(1+t-g)^p}$$

Si on pose $i=t-g$, on a :

$$\sum_1^{\infty} \frac{1}{(1+t)^p} \text{ or } \sum_1^{\infty} \frac{1}{(1+t)^p} \text{ est égal à } \frac{1}{i}$$

Ce qui permet d'obtenir :

$$V = D_0 \times \frac{1}{t-g}$$

Ce résultat est dénommé la formule de Gordon-Shapiro.

C Le modèle de Molodovski

Il faut rappeler que Gordon-Shapiro supposait dans son modèle une croissance constante, sur une longue période, des bénéfices et des dividendes reliés entre eux par un taux de distribution inchangé.

Pour vérifier cette hypothèse, Molodovski a essayé d'établir une formule d'après une corrélation entre taux de distribution (Pay Out) et croissance des bénéfices. Il a pu établir sur la bourse américaine, de 1871 à 1958, une corrélation entre le taux de distribution et la croissance des bénéfices. Ce qui a permis de construire un modèle basé sur la croissance des bénéfices.

Dans ce modèle, il est estimé que la croissance s'effectuera à un taux « g_1 » constant durant une période de « n » années. Dans une deuxième période, le taux de croissance bénéficiaire diminuera régulièrement suivant une forme linéaire, pour devenir nul à la fin de cette deuxième période. Par la suite, le taux de croissance est supposé nul indéfiniment.

Une telle approche lui a permis d'établir des tables de coefficients multiplicateurs¹⁷⁴ des bénéfices, pour différents taux de croissance et de décroissance et diverses périodes, ainsi que pour différents taux d'actualisation.

Les tables Molodovski fournissent un PER théorique pour une entreprise dont le bénéfice évoluerait de la manière suivante :

- taux de croissance constant pendant « n » années « g », c'est-à-dire une progression exponentielle du bénéfice.
- taux de croissance décroissant pendant « n' » années « g' », c'est-à-dire croissance exponentielle freinée du bénéfice.
- taux de croissance nul au-delà, c'est-à-dire bénéfice constant.

Le modèle de Molodovski peut se présenter par l'équation suivante :

$$V = \frac{D_1}{g - t} \left(\left(\frac{1 + g}{1 + t} \right)^n - 1 \right) + D_1 \frac{(1 + g)^{n-1}(1 + g')}{(1 - g')(1 + t)^n}$$

D Le modèle de Rosenfeld

Rosenfeld s'est inspiré des travaux de Scott Bauman¹⁷⁵. Ce dernier a établi un modèle où le taux de croissance de la dernière période n'est pas nul, mais égal à celui de toutes les autres actions. Il préconise un taux de capitalisation variable en fonction d'un critère subjectif de qualité.

Un modèle semblable a été proposé par Rosenfeld. Dans ce modèle, on applique un taux de rétention moyen « q » pendant la période de croissance rapide « m » et un taux de rétention moins élevé pour les années de croissance modérée.

Il a présenté la formule suivante pour déterminer la valeur d'une action :

$$V = \frac{B_1}{(1 + t)^n} \left[1 - q \right] \times \frac{(1 + g)^n - (1 + t)^n}{(1 + g) - (1 + t)} + (1 - g) \times \frac{(1 + g)^{n-1}(1 + g')}{(1 + t) - (1 + g')}$$

Où :

V = la valeur de l'action ou de l'entreprise

B1 : bénéfice par action ou bénéfice total

¹⁷⁴ Voir en annexes ces tables, Brilman J., & Maire C. Op cité, 353- 364

¹⁷⁵ Bauman.S, *Investment Security Program*, Mc Graw Hill Companies, 1986.

g : taux de croissance de la première période
 g' : taux de croissance de la seconde période
 t : taux d'actualisation
 q : taux de rétention moyen de la première période
 q' : taux de rétention moins élevé pour les années de croissance modérée

E Le Modèle de Odier¹⁷⁶

Ce modèle se présente de façon comparable avec le modèle de Rosenfeld. Il pose les hypothèses suivantes :

$$B_k = B_1(1 + g)/k - 1$$

avec $g < t$ et $k \leq n$

$$B_k = B_1 (1 + g)/n - 1$$

pour $k \geq n$, stabilité au-delà de la « n » nième année

Où : B_k = bénéfice par action de la période « k »

g = taux de croissance

Coefficient de distribution :

$$1 - q_k = 1 - q \text{ constante pour } k \leq n$$

$1 - q_k = 1$ distribution totale de la « n » nième année.

La somme des valeurs actualisées des dividendes est égale à :

$$V = \frac{B_1}{(1+t)^n} \left[(1-q) \times \frac{(1+g)^n - (1+t)^n}{(1+g) - (1+t)} + (1-g) \times \frac{(1+g)^{n-1}(1+g')}{(1+t) - (1+g')} \right]$$

F Le modèle de L. Fray et R. Wackerman

Ce modèle part d'une approche simplifiée. Le modèle simplifié précise que lorsque le bénéfice n'est pas distribué il vient augmenter les réserves, donc la valeur de l'entreprise. Cette valeur aura la forme :

¹⁷⁶ Lombard, Odier et Cie, *Valeurs d'avenir, Etude financière*, Genève, Juillet 1990.

$$V = B_0 + \frac{B_1}{(1+t)} + \dots + \frac{B_n}{(1+t)^n}$$

Où B_0 = Bénéfice à la date 0 , B_1 = Bénéfice à la date 1, B_n = bénéfice à la date n.
Partant de leur modèle, Fray et Wackerman ont établi un abaque ¹⁷⁷ dans les hypothèses suivantes : c'est-à-dire le taux de croissance des bénéfices est soutenu pendant 10 ans, puis ce taux est stabilisé à 4% de la 10^{ème} à la 50^{ème} année, au-delà, le bénéfice reste constant.

G Le Modèle « B »

Ce modèle, présenté par Brilman et Gautier¹⁷⁸, consiste à considérer que le bénéfice va croître à un taux constant pendant « n » année puis rester constant.

Le modèle part des hypothèses suivantes :

- pendant n années, le taux de croissance du bénéfice sera constant, ce qui signifie que le bénéfice va croître exponentiellement.
- puis, au-delà de n années, le taux de croissance du bénéfice sera nul, c'est-à-dire que le bénéfice restera constant.

Ils présentent un abaque de 5ans, et mettent un point des tables modèle B, calculées sur ordinateur, du P/E pour les différentes valeurs de n, du taux de croissance 0 et du taux d'actualisation retenu.

H Le modèle de Bates

Ce modèle a pour objectif de mieux décrire le futur que le modèle de Gordon-Shapiro¹⁷⁹. Pour ce faire, il introduit :

- Une ou plusieurs périodes successives au cours desquelles le taux de croissance des résultats et donc du dividende est constant (évitant ainsi de simplifier à l'extrême en n'utilisant qu'un seul taux de croissance dès la première année et ceci ensuite jusqu'à l'infini) ;
- Une valeur terminale qui borne l'horizon d'actualisation sur une période finie et correspond dans la pratique à la revente du titre sur le marché.

¹⁷⁷ Tableau en colonne simplifiant les calculs avec une famille de courbes.

¹⁷⁸ Brilman J., Gautier A., Pratique de l'évaluation et de la négociation de l'entreprise, Hommes et Techniques, 1976.

¹⁷⁹ Palard J.E., & Imbert F., Guide Pratique d'Evaluation d'entreprises, p. 264, op. cité, 2013.

Il apparaît ainsi comme plus réaliste que les précédents et d'une utilisation plus souple, nonobstant l'introduction d'un plus grand nombre de paramètres.

En effet, le modèle de Bates met en relation le PER actuel d'un titre avec son PER futur dans « n » années, compte tenu d'un taux de croissance des BPA, du taux de distribution pendant cette période et du taux de rentabilité exigé par l'actionnaire.

Dès lors que cinq des six variables sont estimées, il est aisé de déterminer la sixième. Le modèle de Bates a voulu faciliter la réponse aux questions que peut se poser l'investisseur concernant le cours des actions, ou les hypothèses de croissance que recouvrent implicitement leur cours. Bates a publié des tables en février 1962¹⁸⁰.

Pour illustrer ces tables de Bates, il faut disposer de certaines informations :

- le rendement désiré,
- le taux de croissance prévu des bénéfices,
- la durée pendant laquelle, on prévoit le maintien d'un certain taux de croissance,
- le taux de distribution des bénéfices,
- le PER actuel ou le PER prévu pour la fin d'une période
- le taux d'imposition applicable aux dividendes, si l'on s'intéresse au rendement après impôts.

Sous ces réserves, la table donne :

- le bénéfice (et le dividende) d'une action au bout d'une certaine période dont on connaît la durée, le taux de croissance et le taux de distribution des bénéfices.
- le cours ou le PER auquel une action doit être achetée, lorsqu'on désire un rendement donné et qu'on peut prévoir le recours ou le P/E auquel on pourra revendre le titre au bout d'un certain nombre d'années.

Bates part de la formule fondamentale suivante :

$$V = \sum_1^{\infty} \frac{D_p}{(1+t)^p} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

Où : **t** : le taux d'actualisation ou de rentabilité désiré

n : le nombre d'années

D : le dividende

V : la valeur de revente

¹⁸⁰ Bates G., *Comprehensive stock values tables* »- Harvard Business Review – Vol 40- 1962.

I Le modèle de Holt

Le modèle de Holt (1962) ne s'applique qu'aux sociétés en croissance qui ont un PER élevé. Ce modèle a pour objet de déterminer la durée de croissance exceptionnelle d'une telle société.

Holt s'intéresse à l'évaluation dans la phase de croissance. Pour lui, lorsque la période de croissance forte est achevée, le PER rejoint le niveau normal des sociétés courantes, ce qui signifie une chute de valeur à terme et dans un délai que les investisseurs ont de la peine à maîtriser.

Holt va déterminer la durée de croissance exceptionnelle implicite dans le cours d'une valeur de croissance pour apprécier si le PER actuel est justifié ou pas.

L'objectif de ce modèle étant de comparer deux sociétés, l'une à une forte croissance pendant « n » années et l'autre ayant une croissance moyenne. La base de comparaison sera le nombre d'années de forte croissance, les croissances des deux sociétés redevenant, après « n » années, identiques et modestes.

L'indice « c » s'applique à la société à forte croissance et l'indice « m » à la société à croissance moyenne (rapportée au marché).

La formule permettant ce calcul s'écrit :

$$\frac{\frac{P}{E_c}}{\frac{P}{E_m}} = \frac{(1 + rc)(1 + gc)^n}{(1 + rm)(gm)^n}$$

Où :

- « rc » et « rm » sont les rendements : dividende/ cours des deux sociétés
- « gc » et « gm » sont les taux de croissance respectifs pendant les premières années
- P/E sont les PER à l'instant zéro supposés connus
- « n » est le nombre d'années recherchées

Ce modèle s'efforce de détecter quelle durée de croissance exceptionnelle anticipe un PER plus élevé que celui du marché ou d'une entreprise de référence.

Selon ce modèle, si l'on connaît la croissance anticipée des résultats de l'entreprise étudiée et son rendement ainsi que les données comparables pour le marché, la seule

inconnue qui puisse expliquer la différence de PER entre l'entreprise et le marché est la durée de la différence de croissance prévue et de rendement entre les deux.

Selon A. Choinel ¹⁸¹, le modèle de Holt ne consiste pas à évaluer la valeur intrinsèque d'une action, mais à déterminer les éléments implicites évalués par le marché et aboutissant au cours du marché, à comparer les données à ses propres prévisions et à prendre en conséquence une décision d'achat ou de vente.

J Le modèle de G. de Murard

G. de Murard estime que les modèles précédents s'attachent plus à la gestion de portefeuille qu'à l'évaluation. Il distingue trois phases dans le processus qui correspond à une évaluation d'action, en vue d'une gestion de portefeuille :

- Une première phase qui consiste à interpréter les données comptables, économiques et financières que l'analyste tire d'une société et à les projeter dans l'avenir prévisible (1 à 3 ans) .
- Une deuxième phase qui consiste, après examen, conversion, synthèse et anticipation, à évaluer l'entreprise actuellement ou dans l'avenir prévisible.
- Une troisième phase qui est de rechercher la valeur optimale, de choisir et de combiner un certain nombre de valeurs dans le portefeuille en fonction de tel outil objectif défini.

Il précise, qu'au lieu de respecter ce processus, la tendance est de sauter la deuxième étape, car :

- La détermination de la valeur dépend d'une combinaison de flux s'étendant sur une très longue période, dépassant de beaucoup le futur prévisible. La tendance de performance financière de la société, sur laquelle il faut s'appuyer, doit être d'une très longue durée. Les cours passés peuvent servir à déterminer cette tendance.
- La part de performance propre à long terme, d'une valeur est moindre que sa dépendance générale au marché.

G. de Murard reprend le problème et veut, par une nouvelle approche, traiter de l'évaluation des actions. Son approche est fondamentaliste, car elle part des concepts de base de l'analyse financière, à savoir : le montant réel des capitaux investis et les capitaux propres, leur rentabilité et leur croissance. Elle les intègre dans les méthodes

¹⁸¹ Choinel A., *Introduction à l'ingénierie financière*, op. cité, Revue Banque, 2002.

d'évaluation par l'actualisation, en proposant une valeur de l'entreprise à partir de la formule générale de Gordon-Shapiro.

Sous-section 3 LA MÉTHODE DU CASH-FLOW ET DE LA VALEUR RÉSIDUELLE

Selon A. Choinel, le bénéfice net, même s'il est retraité, s'apparente le plus souvent à un résidu, qui ne rend pas nécessairement compte de la rentabilité réelle d'une entreprise. S'inspirant de la théorie économique de la rentabilité des investissements (TRI) un certain nombre de méthodes cherchent à déterminer la valeur de l'entreprise à travers l'analyse plus globale de ses flux financiers.

Ainsi, depuis le début des années 70 ont fleuri diverses méthodes fondées sur une actualisation de la rentabilité future, dont la plus connue est celle du DCF (Discounted Cash-Flow).

A Un aperçu historique sur l'émergence du concept de la Capacité d'Autofinancement (CAF)

L'avènement du concept de capacité d'autofinancement remonte à 1945¹⁸². En effet, à l'issue de la Seconde Guerre Mondiale, s'est ouverte en France une période de reconstruction de l'économie nationale, dont l'impératif majeur était le besoin d'investissement.

Les pouvoirs publics ont dû innover, en matière de crédit, pour permettre le financement bancaire adéquat de tels investissements. Ils ont accentué le rôle des organismes spécialisés¹⁸³ dans l'octroi de crédits dits d'équipement, dont l'innovation résidait dans la durée moyenne allant de 3 à 5 ans, pour laquelle ils étaient consentis. Les experts financiers de ces organismes ont été chargés de susciter chez les banques, à la faveur des procédures nécessaires pour obtenir le refinancement de ces crédits, une doctrine appropriée à la nature de ces financements nouveaux pour l'époque. C'est ainsi que des règles d'orthodoxie financière pour le haut du bilan se sont imposées. Ce plan a obligé les industriels à chiffrer leurs investissements dans leur ensemble (c'est-à-dire, non seulement les investissements nouveaux, mais aussi le

¹⁸² Vernimmen P., *Finance d'entreprise*, Op cité, 2014.

¹⁸³ Crédit National, Banque Française du Commerce extérieur.

renouvellement de l'outil de production existant) et à présenter en contrepartie une structure de financement satisfaisante. C'est ainsi qu'a été recherché un équilibre entre la partie des sources de financement provenant de la rentabilité de l'entreprise (capacité d'autofinancement) ou d'un effort de ses actionnaires (augmentation de capital) et la partie provenant de crédits bancaires.

Cette conception du financement des investissements a permis la mise en valeur du concept de capacité d'autofinancement mesurant les ressources internes secrétées par l'entreprise. Il ne restait qu'à mettre en exergue les détails des calculs permettant l'obtention de la capacité d'autofinancement (CAF).

B. Du résultat net à la capacité d'autofinancement

Alors que le résultat net ne constitue pas un indicateur monétaire, la capacité d'autofinancement représente¹⁸⁴ le surplus monétaire dégagé par l'exploitation pendant une période. Elle indique la capacité de l'entreprise à financer sa croissance. Il ne faut toutefois pas confondre la CAF avec la MBA (marge brute d'autofinancement), expression couramment utilisée, et qui est obsolète aujourd'hui. Leur différence tient au fait de la prise en compte de tout ou partie des provisions.

Enfin, une autre confusion est à éviter : donner le même sens à la CAF et au cash-flow. La CAF est un flux de trésorerie potentiel, alors que le cash-flow est un flux de trésorerie réel.

On pourrait s'attendre à ce que le résultat apparaisse intégralement en trésorerie, et ce immédiatement.¹⁸⁵ Ce n'est pas le cas, notamment parce que certaines charges sont venues en déduction des produits pour la détermination du résultat net. Pourtant, elles n'ont aucune incidence sur la trésorerie. Ces charges sont les charges dites « calculées » pour les comptables. Elles ne sont que la constatation comptable d'une diminution de valeur. Leur comptabilisation n'a pas d'incidence sur la trésorerie puisqu'elles n'impliquent aucun décaissement. Celui-ci ayant eu lieu au moment de l'acquisition de l'immobilisation par une écriture strictement bilancielle.

Les charges calculées regroupent principalement :

- les dotations aux amortissements
- les dépréciations et les provisions pour risques et charges

¹⁸⁴ Peyrard J., Avenel J. D., Peyrard M, *Analyse Financière*, op. cité, Vuibert, 2006.

¹⁸⁵ Nicolas F., *Finance pour non-financiers*, Dunod Paris, 2012.

Par conséquent, la formule du calcul de la CAF sera la suivante :

CAF = résultat net + charges calculées nettes de reprises

La CAF mesure ainsi la capacité de l'entreprise à dégager un excédent de trésorerie sur la période, notion qui va au-delà du résultat. Insistons sur le fait qu'il s'agit de trésorerie potentielle et non réelle.

Pour le banquier, la capacité d'autofinancement (CAF) est une des premières données auxquelles il va s'intéresser lorsqu'un de ses clients vient lui demander un crédit pour son entreprise.

En effet, la CAF correspond à la capacité de l'entreprise à financer, à partir de ses ressources propres, les besoins liés à ses engagements et notamment ses investissements et les remboursements de ses dettes pour une partie du capital. En d'autres termes, la capacité d'autofinancement représente la ressource de financement interne produite dans l'année, c'est-à-dire la capacité à dégager de la trésorerie pour lui permettre de se développer.

La capacité d'autofinancement joue donc un rôle fondamental dans le financement du développement de l'entreprise¹⁸⁶. Une CAF insuffisante engendre un recours à des financements extérieurs, tels qu'emprunts ou augmentation de capital. Or, l'insuffisance de la CAF ne réjouit ni les banquiers (risque de ne pas être remboursés), ni les actionnaires (risque de ne pas être rémunérés). Le cercle vicieux des problèmes de financement est alors enclenché.

Les débats sont nombreux concernant le mode de calcul exact de la CAF, notamment en ce qui concerne les éléments exceptionnels et certaines provisions. Le plus important est d'assurer une permanence de méthode de calcul, afin de pouvoir analyser les évolutions de la CAF au cours du temps.

C De la capacité d'autofinancement au cash-flow

Il existe autant de définitions du cash-flow que d'experts¹⁸⁷. La tendance est cependant à la normalisation des appellations.

« Le cash est roi, il gouverne le monde financier. Il est objectif, n'est soumis à aucune convention comptable, est parfaitement auditable »¹⁸⁸. En français, le terme « cash-

¹⁸⁶ Cabane P., *L'essentiel de la Finance à l'usage des managers*, Ed° Organisation, Paris, 2004.

¹⁸⁷ Chapalain G., Op cité, EMS, 2004.

¹⁸⁸ Bonsergent D., Ramond.O., & Batsh.L., *Les 100 Mots de la Comptabilité*, PUF(Que sais-je ?), 2009.

flow » n'est pas un mot comptable à proprement parler : on doit normalement utiliser les termes officiels de « flux de trésorerie » qu'ils soient d'exploitation, d'investissement ou de financement.

Le mot « Cash-flow » est devenu, en comptabilité, un terme générique signifiant tout flux de trésorerie à des fins d'analyse financière. La définition du Cash-flow peut varier selon les utilisateurs. Il convient donc de contextualiser ce concept.

Parmi les tableaux exigés dans le cadre des normes IFRS, nous retrouvons le Tableau des flux de trésorerie (cash-flow), au même titre que le compte de résultat et le bilan. Il s'agit d'une indication précieuse pour montrer l'importance accordée au concept de cash-flow. En effet, les comptes de résultat ne portent qu'une relation éphémère à l'argent qui change de mains.¹⁸⁹ Le tableau des flux de trésorerie s'intéresse aussi aux changements dans les liquidités.

Le tableau des flux de trésorerie (ou statement of cash-flow) se décompose en 3 catégories :

- Cash-flow en activité d'exploitation,
- Cash-flow en activité d'Investissement,
- Cash-flow en activité financière,

Le Cash-flow disponible est un indicateur fort utile. C'est le Cash-flow provenant des opérations réalisées moins les investissements dans les actifs d'exploitation. Il indique les liquidités disponibles pour les remboursements des dettes et la répartition aux actionnaires des dividendes.

Une fois déterminé le free cash-flow (flux de trésorerie disponible), nous passons à la dernière étape pour préparer la valorisation de l'entreprise, à savoir l'étape du flux de trésorerie disponible actualisé (DCF = discounted cash-flow).

D Du cash-flow au discounted cash-Flow

Ce modèle d'évaluation a été développé en 1990 par le Cabinet Mc Kinsey, en se basant sur les travaux académiques fondateurs de Sharpe, Modigliani et Miller, Gordon et Shapiro ou encore Markowitz. Il fait office de référence en matière d'évaluation des entreprises.

La crédibilité de ce modèle d'évaluation a pour origine sa cohérence parfaite avec la théorie financière, puisque la valeur d'une entreprise s'appuie non pas sur les

¹⁸⁹ Stutely R., *Maîtriser les Chiffres*, Village Mondial, 2006.

performances passées, qui se trouvent au cœur de l'approche patrimoniale, mais sur la capacité de la firme à générer des cash-flows positifs dans le futur.

Pour M. Ternisien¹⁹⁰, cette approche DCF est préconisée pour la valorisation d'une PME non cotée. Elle présente deux caractéristiques :

- Elle repose, en grande partie, sur des données qui ne sont pas observables. Ce sont, par exemple, les informations provenant du business plan de l'entreprise qui est la pièce maîtresse de cette approche de la valeur. Elle n'est pas pour autant totalement déconnectée du marché, sachant que certains paramètres vont venir puiser dans les données du marché ;
- Elle se fixe comme objectif : la reconstitution du marché, sachant qu'elle se matérialisera, de manière totalement différente, par le recours à une modélisation appropriée.

En effet, pour C. Selmer¹⁹¹, le modèle DCF repose sur l'idée selon laquelle l'acquéreur n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais les flux futurs. L'entreprise est considérée comme une entité dont la valeur ne dépend pas de son bénéfice, mais de sa capacité bénéficiaire qui est mesurée par ses free cash -flows ou flux de trésorerie disponibles.

Selon A. Choinel¹⁹², il s'agit d'actualiser les excédents de trésorerie dégagés par l'entreprise, à un taux donné et sur une certaine durée, de façon à intégrer davantage réalités économiques, décisions stratégiques et mode de financement. La méthode permet de valoriser l'enrichissement net de l'entreprise, une fois pris en compte le financement de sa croissance (notion de flux financier net de croissance).

Quelle est la valeur d'un actif qui a coûté cher mais ne rapporte rien (ex : usine désaffectée)¹⁹³ ? Au mieux, la valeur à la casse. Sinon, d'un point de vue financier, à rentabilité nulle, valeur nulle. C'est pourquoi les approches par la rentabilité sont les plus utilisées.

La valorisation d'une entreprise par l'actualisation de ses flux de trésorerie disponibles, nécessite la construction de son business plan¹⁹⁴ afin de modéliser les flux qui vont apparaître dans le futur. La démarche consiste à estimer la valeur globale de l'entreprise (VGE) et à y retrancher la valeur de marché des dettes financières.

¹⁹⁰ Ternisien M., *La Valeur de l'entreprise*, Op cité, Revue : La Profession Comptable, 2013.

¹⁹¹ Selmer C., *La boîte à outils du Responsable Financier*, Dunod, 2008.

¹⁹² Choinel A., Op cité, p.103, 2007.

¹⁹³ Boileau G., *Comprendre les Comptes d'une Entreprise*, Revue Fiduciaire, Paris, 2011.

¹⁹⁴ Thauvron A., *Evaluation d'entreprise*, Op cité, Economica, 2013.

DI Présentation de la démarche

Afin de respecter la cohérence d'ensemble du calcul, il s'agit de faire correspondre l'ensemble des flux, avec leur provenance directe, à savoir : l'actif économique, puisque c'est l'ensemble de l'actif économique, qui a généré l'ensemble des flux de trésorerie.

Ces flux servent à rémunérer les apporteurs des capitaux : actionnaires ou créanciers financiers.

Le taux d'actualisation retenu est le coût du capital (CMPC), qui correspond à la rentabilité moyenne pondérée exigée par ces deux types d'apporteurs de fonds, aspect étudié dans le paragraphe précédent, réservé au taux d'actualisation.

La valeur se calcule par l'actualisation de ces flux. Leur taux d'actualisation dépend du rendement attendu et aussi du risque estimé, c'est-à-dire de la probabilité d'atteindre ce rendement ou non.

La valeur globale se calcule en actualisant les flux de trésorerie disponibles (FTD) prévisionnels, sur la période de prévision explicite, et la Valeur terminale (VT), représentative de la valeur des FTD au-delà de cette période :

$$VGE = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n}$$

Il faut déduire le montant des dettes pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres (Vcp), soit :

$$Vcp = \sum_{t=1}^n \frac{FTD_t}{(1+CMPC)^t} + \frac{VT_n}{(1+CMPC)^n} - Vdp$$

La composante des flux de trésorerie :

Comme précisé ci-dessus, le flux de trésorerie à retenir est un flux à destination de tous les apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires (dividendes ou mises en réserve, c'est-à-dire le résultat net) ou créanciers (charges d'intérêts et remboursements du capital) après financement des investissements.

De quoi se compose le flux de trésorerie disponible et comment se calcule-t-il ?

Flux de trésorerie disponible (FTD) = Résultat d'exploitation ou opérationnel – Impôt ajusté sur le Résultat

+ Dotations aux amortissements, dépréciations et provisions d'exploitation (DAP)

- Reprises sur amortissements, dépréciations et provisions d'exploitation (RAP)

-
- Variation du BFR d'exploitation
 - Investissements bruts de l'exercice.

Le résultat qui sert de point de départ au calcul du flux de trésorerie disponible est soit le résultat d'exploitation, soit le résultat opérationnel. Ce dernier correspond au résultat d'exploitation, auquel sont ajoutés les produits financiers et dont on a déduit les charges financières autres que les charges d'intérêt.

Par conséquent, le DCF permettant d'évaluer une entreprise, prend en compte les cash-flows avant le paiement des intérêts. C'est une mesure des cash-flows représentant le rendement des actionnaires et des créanciers.

Ce nouveau montant, appelé flux de trésorerie disponible, ou free cash-flow, est calculé chaque année à partir du business plan, puis actualisé à un taux risqué, pour devenir un flux de trésorerie disponible actualisé (DCF= discounted cash-flow).

D2 La construction du business plan

Selon M. Ternisien¹⁹⁵, la responsabilité de l'élaboration du business plan est celle du dirigeant de la PME, l'évaluateur n'est pas l'auteur du document, « on ne peut être à la fois juge et partie » dit le proverbe.

Par contre, l'évaluateur effectue un audit du plan d'affaires (business plan), afin « de ne pas se contenter d'une série de tableaux construits sur Excel ».

Le business plan doit être formalisé et comprendre deux parties :

- une première partie où l'entreprise décrit brièvement le scénario prévisionnel retenu (contexte, modèle économique, hypothèses,...)
- une seconde partie composée de trois tableaux prévisionnels : un tableau des flux de trésorerie, un compte de résultat et un bilan. Chaque tableau est accompagné de notes explicatives qui apportent des précisions détaillées sur les hypothèses retenues.

Toute la pertinence et la justesse de la valeur finale (valeur globale de l'entreprise ou par déduction la valeur des capitaux propres) découlera de la cohérence dans l'élaboration du business plan. En effet, il s'agit de la traduction chiffrée de la perspective stratégique de la société.

Cette perspective stratégique résulte à la fois du diagnostic (financier et stratégique) qui a été établi, mais également des anticipations faites par l'évaluateur quant aux conditions économiques et sectorielles pour les années à venir. Il s'agit d'un travail

¹⁹⁵ Ternisien M., *La Valeur de l'entreprise*, op. cité, 2013.

équilibré, consistant à intégrer ces deux dimensions, l'une passée, l'autre future, pour construire les états financiers prévisionnels de la société à valoriser.

La difficulté est d'évaluer le réalisme des hypothèses du plan d'affaires, c'est-à-dire à faire ressortir s'il y a ou non une rupture « non expliquée » entre le passé récent et les années à venir. Le défi consiste à estimer le scénario le plus probable.

Nous pouvons résumer les variables clés du business plan : au niveau de 3 ensembles : l'exploitation, l'investissement et le financement.

1/ Au niveau de l'exploitation :

- taux de croissance du chiffre d'affaires
- taux de marge opérationnel
- taux d'imposition

2/ Au niveau de l'investissement :

- taux d'investissement en BFR
- taux d'investissement en immobilisations

3/ Au niveau du financement :

- levier d'endettement
- coût des fonds propres
- coût de la dette

Selon G. Legros¹⁹⁶, la méthode du DCF peut permettre l'achat d'une affaire, comme tout investissement. Ainsi, elle oblige l'investisseur à participer activement au processus d'évaluation, au travers de son jugement, de son expérience et de ses motivations. Elle reflète la perception d'un individu, ce qui aboutit à une certaine « personnalisation » du prix d'évaluation.

Cela revient à étudier l'entreprise, selon P.de La Chapelle¹⁹⁷, comme s'il s'agissait d'un projet d'investissement avec d'un côté, un volume de capitaux mis en œuvre (capitaux propres et dettes financières) et de l'autre, l'outil de production correspondant : immobilisations d'exploitation nettes et besoins en fonds de roulement. Elle conduit par conséquent à déterminer la valeur économique d'une entreprise en substituant à la valeur comptable des actifs d'exploitation, la valeur actualisée des cash-flows générés par ces actifs.

¹⁹⁶ Legros G., *L'évaluation des Entreprises*, Dunod, Paris, 2011.

¹⁹⁷ de la Chapelle P., *L'évaluation des Entreprises*, Op cité, Economica, 2007.

La contrainte d'un business plan détaillé, d'une étude du marché et de l'environnement de l'entreprise permet d'identifier les opportunités et les menaces stratégiques futures, les synergies possibles avec une structure existante, les répercussions futures du nouveau style de management du repreneur et de son bilan de compétence. La méthode joue alors le rôle d'un outil budgétaire qui peut servir d'étalon pour la performance future du nouveau management.

Elle favorise l'établissement du plan de financement par le biais des projections des flux apportés par l'entreprise.

Cependant, la difficulté de la formule est de disposer de prévisions fiables sur une longue période. Ainsi, si la période est trop courte, la fiabilité des prévisions est meilleure mais la valeur résiduelle prend trop d'importance, ce qui tend à surévaluer l'entreprise. Au contraire, si la période est trop longue, la fiabilité et la pérennité des prévisions sont mises en cause. Enfin, il est difficile de déterminer le taux d'actualisation propre à l'entreprise.

En conséquence une certaine prudence reste de mise.

E Évaluation de la valeur résiduelle

Nous distinguerons, successivement la signification de la valeur terminale, ensuite, son estimation.

E1 La signification de la valeur terminale

Certains experts préfèrent estimer une entreprise sur la base de projections de flux financiers à l'infini. L'horizon éloigné est généralement représenté par une succession de taux de croissance prévisionnels.

Selon J.M. Palou¹⁹⁸, la valeur terminale représente très souvent une part importante de la valeur de l'entreprise. Le développement a permis d'accumuler un patrimoine ou fait apparaître une capacité à générer des bénéfices au-delà de la période de prévision. Plus l'horizon retenu sera court, plus la valeur terminale pèsera lourd dans l'évaluation de l'entreprise.

En effet, la période postérieure au business plan, repose sur l'hypothèse de la continuité des activités, en présumant qu'elles se poursuivront sur le très long terme et que l'entreprise n'a pas l'intention de les interrompre dans l'immédiat.

¹⁹⁸ Palou J.M., *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, la Revue fiduciaire, Paris, 2013.

La valeur qui se dégage de cette période est la somme actualisée des Cash-flows. C'est ce que l'on a coutume d'appeler la « valeur terminale ».

E2 L'estimation de la valeur terminale

Pour J.L. Amelon¹⁹⁹ l'estimation de la valeur terminale simplifie l'évaluation des sociétés, car elle évite d'avoir à prévoir dans le détail le cash-flow de la société, au-delà de la période de prévision explicite. Cette valeur terminale doit être estimée avec précision, car elle représente un pourcentage important de la valeur totale de l'entreprise.

La valeur terminale (VTE_n) est, d'une certaine manière, le cash-flow supplémentaire de la dernière année du Business plan. Le procédé le plus fréquent pour calculer cette valeur terminale est celui de la rente perpétuelle. Selon ce principe, VTE_n est l'équivalent d'une chronique infinie de flux nets de trésorerie disponibles à compter de $n+1$.

La valeur finale actualisée représente plus de la moitié, voire les trois quarts de la valeur totale de l'entreprise, alors la méthode DCF est vidée de son sens²⁰⁰. Dans ce cas, autant choisir directement la valeur finale et oublier l'horizon explicite.

C'est pourquoi, il est indispensable de connaître les hypothèses de calcul de la valeur terminale.

Retenons deux méthodes pour calculer la valeur Finale :

- La méthode de la valeur finale explicite : EMM (Exit Multiple Method), consiste à choisir une valeur finale explicite de sortie à partir d'un multiple de résultat (EBITDA, EBIT) ou d'un multiple de l'actif économique (Ve) en fin de période.

Le multiple choisi doit nécessairement être calculé à partir d'un échantillon de sociétés comparables qui présentent les mêmes caractéristiques en termes de cycles économiques et de secteur d'activité.

$$\text{Valeur terminale}(VTn) = EBITDA_n * \text{multiple de sortie}$$

¹⁹⁹ Amelon J.L., *Gestion financière*, Dunod, Paris, 2002.

²⁰⁰ Palard J.E § Imbert F., *Guide Pratique d'Evaluation d'entreprise*, Eyrolles, Paris, 2013.

-
- La méthode du taux de croissance à l'infini : P G M (Perpetuity Growth Method) consiste à calculer une valeur finale implicite en appliquant sur le dernier flux un taux de croissance perpétuel fondé sur les perspectives de croissance future de l'entreprise.

C'est la méthode généralement retenue par les analystes, car les tests de sensibilité sont les plus simples à mettre en œuvre.

Le calcul de la valeur terminale est basé sur l'estimation d'un flux de trésorerie normatif. Il est censé représenter la capacité de l'entreprise sur le long terme à créer de la valeur, auquel on applique un taux de croissance perpétuel sur le dernier flux.

La valeur totale de l'entreprise est donc égale à la somme des flux de trésorerie sur les deux périodes de prévision : celle du plan d'affaires et celle de la période à long terme.

CONCLUSION :

L'approche de la valeur de rendement est, en général, une méthode fondée sur la capitalisation des flux. Ces derniers peuvent se présenter sous forme de bénéfices, de dividendes ou de cash-flows.

Néanmoins, elle suscite un intérêt pour l'investisseur qui veut connaître la capacité de l'entreprise à générer des flux.

Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement nous démontrent si besoin est, qu'une évaluation n'est pas « un chiffre figé », elle peut déboucher sur un intervalle de valeurs qui n'est en rien une moyenne.

Dans la conception de la valeur de rendement, tout actif représente un droit de percevoir des revenus dans le futur. La valeur de ce bien est égale à la valeur de ces revenus actualisés. Les valeurs financières sont toutes fondées sur l'actualisation d'un revenu futur. En pratique, on anticipe les revenus des périodes à venir et on actualise ces revenus à la date de l'opération.

Pour la valeur de rentabilité, l'actionnaire ne s'intéresse plus seulement aux dividendes, mais à l'ensemble des revenus dégagés par l'entreprise. Il actualisera donc les résultats économiques et non plus seulement les dividendes. Pour la valeur de rendement, l'actionnaire actualise les dividendes et compare avec l'investissement initial. Pour lui, la valeur du titre est donc égale à la valeur actualisée des dividendes augmentée du prix de revente.

Cependant deux difficultés sont à signaler :

-
- le choix de l'élément à actualiser, à savoir le bénéfice moyen, le bénéfice net d'IS, un bénéfice retraité, un EBIT, un EBITDA, un cash-flow, des bénéfices distribués, ou tout autre selon le cas particulier à traiter.
 - le choix du taux d'actualisation. l'évaluation n'est pas le prix de cession ; c'est-à-dire qu'il ne faut pas confondre une évaluation d'entreprise avec un prix sur lequel le vendeur et l'acquéreur finissent par se mettre d'accord.

Dans la section 3, seront traitées d'autres approches d'évaluation se situera dans la même cohérence d'intervalle supplémentaire de valeur.

Section 3. Les méthodes d'évaluation des nouvelles approches et de la méthode des comparables

L'évaluation d'entreprise a connu également de nouvelles approches. Il s'agit :

- des méthodes intermédiaires ou composites
- des approches modernes
- des méthode des comparables
-

Sous-section 1 LES MÉTHODES INTERMÉDIAIRES

Les méthodes intermédiaires (ou composites) ont pour objectif de réconcilier les méthodes présentées précédemment :

- à partir de la notion d'actif net (approche du bilan)
- à partir des flux générés par l'activité (approche du compte de résultat)

L'usage de ces méthodes est d'autant plus nécessaire que les deux approches peuvent aboutir à des résultats différents pour une même entreprise.

On distingue deux méthodes intermédiaires :

- La méthode prenant appui sur la notion de goodwill
- La méthode fondée sur des moyennes pondérées

A La méthode du goodwill

Du sens de « bonne volonté », qu'il a dans le langage courant, le terme de « goodwill » a évolué dans les usages commerciaux jusqu'à exprimer l'attitude favorable du public

à l'égard d'une entreprise. Le goodwill est ainsi l'expression de toutes les causes qui justifient l'attribution à une entreprise d'une valeur globale supérieure à son actif net. Pour G. Chapalain, une entreprise n'est pas seulement un ensemble de biens, mais une cellule vivante dont le développement dépend de nombreux facteurs qui évoluent dans le temps : sources d'approvisionnements, portefeuille de relations, compétences techniques, savoir-faire, efficacité organisationnelle- capacité d'innovation et brevets, fonds de commerce et réputation commerciale....

Selon V. Juguet, P. Giraudon, et S. Onnée,²⁰¹ le goodwill est l'une des rares méthodes qui combine patrimoine et rendement ; qui correspond à l'idée que la valorisation d'une entreprise se retrouve dans l'équilibre entre la solidité financière et ses performances.

Selon Y. de Préville, en comptabilité la valeur d'une entreprise est la valeur de son bilan²⁰². Toutefois, il arrive que si l'on achète une entreprise, on paie plus que ladite valeur du bilan. Cette différence entre la valeur de bilan et la valeur qu'est prêt à payer un acquéreur est le « goodwill ». Elle apparaît dans les actifs de l'entreprise acquéreuse.

C'est ce que dénomme, non sans humour G. Gélard, un OCNI (objet comptable non identifié), du fait de la nature ambiguë du goodwill et de sa difficulté de la mesure, postérieure à son entrée dans le bilan²⁰³.

Cette approche est apparue officiellement dans les années vingt aux Etats-Unis. Il s'agissait alors d'estimer la perte de valeur du capital immatériel des brasseries et distilleries liées à la mise en place de la prohibition de l'alcool.

Pour R. Barker, le goodwill est la raison fondamentale pour laquelle les bénéfices comptables ne peuvent égaler les bénéfices économiques²⁰⁴.

La méthode du goodwill est considérée comme une première approche qui peut différencier le rendement du capital investi par rapport à une rentabilité normative des actifs engagés.

Pour définir la notion du goodwill, il faut tenir compte du fait que la combinaison des facteurs de production, au sein d'une entreprise, génère un résultat qui est différent du

²⁰¹ Juguet V., Giraudon P., & Onnée S., *Evaluation d'entreprises : Avec un cas d'entreprise*, p.34, Pearson, Paris, 2009.

²⁰² de Préville Y., *Finance d'entreprise clés en main : Guide pratique à l'usage des non-financiers* »,p.22, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes (PPUR),Lausanne, 2011.

²⁰³ Gélard G., & Obert R., *Pratique des normes IFRS : Référentiel et guide d'application*, p.62, Dunod, Paris, 2017.

²⁰⁴ Barker R., *L'évaluation des entreprises. Modèles et mesures de la valeur*, p.45, les Echos, Paris, 2002.

rendement qu'auraient obtenu les mêmes capitaux placés sur un marché de référence. Cette différence peut être positive ou négative. Si elle est positive, cela constitue un superprofit récurrent (goodwill). C'est-à-dire une rente qui récompense le savoir-faire. Sa capitalisation correspond, d'une certaine façon, à la valeur du fonds de commerce de l'entreprise.

Si elle est négative, parce que l'actif net est inapproprié, ou mal géré, pour une raison quelconque, la valeur de l'entreprise est alors, inférieure à celle de la somme de ses composantes patrimoniales. Un tel résultat signifie un « badwill ». Le goodwill représente donc, une ponctualité de bénéfices due à l'existence d'éléments immatériels non comptabilisables au bilan.

La difficulté de mesurer le goodwill, généré en interne par une entreprise, tient au fait qu'il synthétise l'ensemble du capital immatériel qui ne figure pas dans les comptes mais permet pourtant de créer de la valeur et de la pérenniser.

Pour G. Chapalain, la valeur tangible, après reclassement et corrections nécessaires, constitue par définition une base de valeur peu discutable, car chacun des actifs qui la composent reste vérifiable, contrôlable et répertorié dans la comptabilité. Il en est tout autrement des survaleurs éventuelles qui forment le goodwill ou le cœur de la valeur différenciée et complémentaire à celle des actifs tangibles.

Le plus souvent, la comptabilité ne rend pas clairement compte de ces valeurs et n'évalue pas correctement les actifs immatériels. De façon générale, l'évaluation des actifs immatériels est représentée par la part de capitalisation boursière des entreprises, qui n'a pas pour contrepartie des actifs bien identifiables dans les bilans.

A titre d'exemple, une entreprise qui possède des parts de marché intéressantes, un plus technologique, un savoir-faire ou d'autres éléments rares, recèle une valeur réelle supérieure à la valeur théorique.

Des études ont montré que le rapport : Valeur de marché /Fonds Propres est supérieur à 1.

Une des explications de ce résultat est représentée par le déclin patent des mesures comptables traditionnelles, qui ne tiennent pas compte du capital immatériel des entreprises, notamment sous sa forme technologique, commerciale, sociale.... Ce constat est visible particulièrement pour les entreprises de haute technologie.

Une autre étude montre que la valeur des titres des sociétés cotées correspond en moyenne à 7 fois la valeur nette comptable. Pour mieux concevoir la notion de goodwill, il y a lieu de citer les différentes approches qui font qu'il est conçu de différentes manières. Il s'agit :

-
- a) du goodwill comptable ou écart d'acquisition
 - b) de l'approche théorique ou soustractive du goodwill
 - c) de l'approche additive du goodwill
 - d) du goodwill conçu comme capitalisation d'un superprofit ou d'une survaleur
 - e) du goodwill conçu comme option
 - f) du goodwill comptable ou écart d'acquisition

- a) Le goodwill comptable est conçu comme étant un écart d'acquisition. Celui-ci représente la différence entre le prix payé pour l'entreprise et l'actif de cette dernière, tel qu'il est entré dans les livres de l'acquéreur.

Selon C. Hoareau, le goodwill est proche de l'écart d'acquisition constaté lors de la première consolidation acquise. Sachant que l'écart d'acquisition est égal à la différence entre le coût d'acquisition des titres et la quote-part correspondante de l'acheteur, dans la juste valeur nette des actifs et passifs identifiables de l'entreprise acquise. Cette approche est concrète, mais elle constate le goodwill sans l'expliquer.

- b) L'approche théorique ou soustractive du goodwill :

Au lieu de calculer le goodwill à partir du prix payé, on le calcule à partir de la valeur de rentabilité de l'entreprise.

Le goodwill est alors égal à la différence entre la valeur de rentabilité et l'actif net corrigé :

$$GW = \text{Valeur de Rentabilité} - \text{Valeur de l'actif net corrigé}$$

Cette approche est appelée théorique parce qu'elle part du principe qu'il n'y a qu'une valeur de l'entreprise : la valeur de rentabilité. De ce fait, le goodwill, par définition, est la différence de cette valeur et l'actif net corrigé. Cette approche est soustractive parce qu'elle part de l'idée que la valeur de rentabilité dépend de la rentabilité globale de l'entreprise.

Le goodwill s'obtient alors en déduisant, de la capitalisation de cette rentabilité globale, l'actif net. Ce dernier peut correspondre à la capitalisation de la rentabilité normale ; Il y a donc goodwill quand il y a « sur rentabilité ».

On peut calculer le goodwill à partir de l'égalité : $VE = VR$, ou : $GW = VE - ANC = VR - ANC$

Soit : VE = Valeur globale de l'entreprise

ANC = Actif net corrigé ou valeur patrimoniale

VR= Valeur de rentabilité

GW= Goodwill

Cette approche réconcilie goodwill et approche boursière. Il y a goodwill quand le Price Book Ratio (PBR) est supérieur à l'unité.

Le PBR étant un ratio égal à : VR/ANC

c) L'approche additive du goodwill :

Cette approche est aussi une possibilité d'utiliser le goodwill comme un moyen de capitaliser des éléments incorporels.

Dans cette approche, il y a lieu de distinguer entre les petites entreprises commerciales ou artisanales et les autres entreprises.

En effet, dans les petites entreprises commerciales ou artisanales, la valeur de base est généralement constituée par le stock. Le goodwill correspond au concept de fonds de commerce. Ce dernier regroupe en principe sur :

- La clientèle, l'achalandage, le nom commercial , la raison sociale...
- Le droit au bail
- Le matériel, l'outillage et le mobilier d'exploitation
- Les marques, modèles, brevets, licences et investissements publicitaires.

Si ces éléments sont difficiles à chiffrer séparément, il y a lieu de recourir généralement à des normes coutumières ou fiscales. Ces normes varient suivant la profession et la taille de l'entreprise. Il s'agit le plus souvent d'un pourcentage ou d'un multiple du bénéfice annuel, par exemple multiplié par 10.

Quant aux autres entreprises, la valeur de base est, en principe, l'actif net corrigé. Le goodwill, dans ce cas, représente les éléments incorporels qui n'apparaissent pas dans la valeur de base.

Ces éléments sont mesurés par l'investissement nécessaire pour les reconstituer.

Pratiquement, les dépenses nécessaires pour constituer ces éléments, dont on pense qu'elles sont en mesure de générer des flux, en excédent de ceux qui sont inclus dans la valeur de base, sont capitalisées.

Si ces éléments sont des incorporels commerciaux, il peut s'agir, par exemple des dépenses pour la mise en place d'un nouveau réseau commercial, des coûts des

campagnes de publicité et de promotion destinées à une gamme de produits ou de charges nécessitées par le lancement d'une marque.

Si ce sont des incorporels techniques, il peut s'agir, par exemple de dépenses exceptionnelles en matière de recherche et de développement.

Dans ce sens, une difficulté peut compliquer cette démarche : comment distingue-t-on les dépenses normales comprises dans la valeur de base et les dépenses qui relèvent du goodwill ?

Pour résoudre ce problème, il faut partir d'une logique telle que le goodwill fait que l'actif net est censé générer une rentabilité normale, qu'elle provienne d'éléments corporels ou incorporels et que le goodwill résulte d'une rentabilité supérieure à cette dernière.

- d) Pour J.M. Palou, le goodwill est conçu comme la capitalisation d'un superprofit ou d'une survaleur. Il précise que cette approche est plus fréquemment utilisée pour les entreprises de tailles plus importantes²⁰⁵.

Cette approche se base sur l'idée que l'entreprise a une valeur de base permettant d'obtenir une rentabilité normale. Elle peut bénéficier d'une rente économique qui est déterminée par le calcul du goodwill.

Or, toutes les entreprises n'ont pas nécessairement de goodwill. Une telle façon de considérer le goodwill devrait le distinguer du fonds de commerce.

Dans ce cas, et dans la mesure où la valeur de base inclut les éléments corporels et incorporels, générant une rentabilité normale, le goodwill devrait résulter d'un « super profit » provenant d'une capacité à générer une « sur rentabilité ».

Ce goodwill peut se traduire par :

- une supériorité technologique,
- la difficulté d'entrée dans le secteur,
- une situation géographiquement protégée,
- des concessions ou contrats de longue durée,
- le contrôle d'un segment de marché,
- la notoriété d'une marque
- une liaison privilégiée avec la puissance publique
- la qualité des relations sociales de l'équipe dirigeante

²⁰⁵ Palou J.M., Op cité, p.28, 2003.

Enfin, à partir du principe général de la méthode du goodwill, une panoplie de méthodes d'évaluation dérivantes a pu être élaborée.

- La méthode simplifiée de l'Union des Experts-Comptables Européens,
- La méthode normale de l'Union des Experts-Comptables Européens,
- La méthode des praticiens (méthode allemande ou méthode indirecte),
- La méthode des Anglo-Saxons (ou méthode directe),
- La méthode d'achat des résultats annuels,
- La méthode de Stuttgart,
- La méthode du taux non risqué,
- La méthode de Barnay et Calba.

Toutes ces méthodes montrent la variété et la complexité des calculs pour l'évaluation des entreprises.

B La méthode fondée sur des moyennes pondérées

Cette méthode considère que la valeur de l'entreprise correspond à la moyenne des valeurs obtenues par les autres méthodes. Ce qui donne :

$$V = \frac{av1+bv2+cv3}{a+b+c}$$

Où : $V1$: Valeur patrimoniale

$V2$ =Valeur de rendement ou de rentabilité

$V3$ =Valeur à caractère plus économique (%du chiffre d'affaires par exemple)

a, b, c : des coefficients de pondération choisis arbitrairement par l'analyste

C'est une méthode recommandée, dans certains pays, tel que la France, par l'administration fiscale, pour évaluer les sociétés en vue de déterminer l'impôt sur la fortune tel que l'ISF (Impôt de Solidarité sur la Fortune).

De cette méthode, deux approches peuvent être utilisées :

- les méthodes de pondération classique
- la méthode recommandée par l'administration fiscale

B1 Les méthodes de pondération classique

Ces méthodes sont :

- la méthode indirecte (ou allemande) ou méthode des praticiens ;

-
- la méthode de « retail ».

La première méthode est appelée méthode des praticiens (A ne pas confondre avec le même intitulé « méthode allemande », vu ci-dessus avec le goodwill). Elle considère que la valeur de l'entreprise est la moyenne de la valeur de rentabilité et de la valeur patrimoniale :

$$V = \frac{VR + ANC}{2}$$

Où : VR = Valeur de rentabilité

ANC = Actif net corrigé

La valeur de rendement est elle-même égale au dernier bénéfice connu divisé par le taux d'intérêt sans risque.

La deuxième méthode porte le nom de son concepteur L. Retail²⁰⁶. La formule de Retail, imaginée au moment des nationalisations de 1946 en France n'est qu'une variante de la méthode précédente. Elle fait une distinction entre les entreprises industrielles et les commerces de détail :

- a) Pour les entreprises industrielles, la formule se présente comme suit :

$$V = \frac{AL + VR}{2}$$

Où : AL : Valeur liquidative, c'est-à-dire la valeur réévaluée moins frais et taxes en cas de vente de biens (environ 25% sur la valeur réévaluée).

VR : Valeur de rendement financier

D/t : Dividende moyen des 3 derniers exercices/ taux de capitalisation

t : intérêt en matière commerciale au plus égal au taux des valeurs à revenu fixe

P : Cours de la bourse

²⁰⁶ Retail L., *Les titres de sociétés et leur évaluation*, Sirey, Paris 1961. In : Bilman J., & Maire C., *Manuel d'évaluation des entreprises*, p. 117, Edition d'Organisation, Septembre 1990.

Dans la logique d'une telle formule, la valeur liquidative et la valeur de rendement sont des vases communicants dans la mesure où ce qui n'est pas distribué va augmenter l'actif et vice-versa.

b) Pour les commerces en détail²⁰⁷, la formule est présentée comme suit :

$$V = A + \frac{an \times B}{2}$$

Où :

B : Bénéfice net moyen des 3 dernières années (avant déduction des intérêts sur capitaux empruntés, pour l'achat des fonds) + salaires de l'exploitant

n = Durée résiduelle du bail

t = taux légal de l'intérêt en matière commerciale

La formule revient à dégager une valeur de rendement égale à la moitié de l'actif.

B2 La méthode recommandée par l'administration fiscale :

Cette méthode se réfère toujours à une démarche de pondération. L'impôt de solidarité sur la fortune (ISF), en France a conduit l'administration fiscale à adopter ses propres règles en matière d'évaluation et à utiliser un vocabulaire différent des autres évaluateurs²⁰⁸.

Ainsi, tous les ans, l'administration fiscale publie des barèmes de coefficient à appliquer en fonction de la nature du commerce selon quatre approches :

- la capitalisation du bénéfice
- un pourcentage du chiffre d'affaires annuel
- un pourcentage des honoraires
- la capitalisation d'un loyer

Par ailleurs, la valeur patrimoniale est appelée valeur mathématique (VM). Cette valeur est égale à une valeur d'actif net corrigé (ANC) majorée de la valeur du fonds de commerce (FC) :

$$VM = ANC + FC$$

²⁰⁷ Retail.L., *L'évaluation des entreprises*, Sirey, p.118, Paris 1963.

²⁰⁸ Choinel A, « Revue Banque », op. cité, 2002.

La valeur du fonds de commerce est estimée :

- dans le commerce de détail à l'aide de barèmes prédéterminés,
- dans l'industrie, sur la base d'une ou deux années de bénéfices.

Les valeurs de rendement sont celles qui sont fondées sur la capitalisation future. L'administration fiscale capitalise le dernier dividende (ou la moyenne des dividendes des dernières années) à 5%, ce qui revient à multiplier ce dernier par 20.

$$VR = \frac{\textit{Dividende}}{5\%} = \textit{Dividende} \times 20$$

Ce taux est trop élevé pour les entreprises de croissance à rendement faible et conduit à les sous-évaluer. Il est trop faible pour les entreprises à rendement élevé et conduit à les surévaluer.

Les valeurs calculées à partir de la capitalisation des bénéfices (PER) sont appelées valeurs de productivité. L'administration recommande d'actualiser le dernier bénéfice (ou le bénéfice moyen des dernières années) à un taux « k » allant de 12 à 15%, ce qui revient à capitaliser ce bénéfice avec un PER de 6,7 à 8,3 :

$$VR = \frac{\textit{Bénéfice}}{12 \text{ à } 15\%} = \textit{Bénéfice} \times 6,7 \text{ à } 8,3$$

L'administration recommande aussi l'usage de la capitalisation de la marge brute d'autofinancement (MBA). Elle retient un coefficient allant de 4 à 10. Elle oblige à combiner plusieurs méthodes dans l'application, dont l'une au moins doit être fondée sur la valeur patrimoniale, et l'autre sur les résultats.

L'évaluation d'entreprise a également connu, ces dernières années, des approches dites « modernes ». Ces approches se résument en trois théories :

A/ la théorie des options

B/la théorie des primes et les scores

C/les réflexions sur la valeur des droits de vote

A La théorie des options

De même que le goodwill est considéré comme une option, la théorie financière moderne va plus loin et traite les actions comme des options.

Dans un certain sens, des pays comme la Belgique, appellent les capitaux propres, le goodwill.

Puisque l'option d'achat donne le droit d'acheter une action à l'échéance au prix d'exercice, les fonds propres donnent aussi à l'actionnaire le droit d'acquérir et de disposer de l'actif, à condition de rembourser les créanciers.

Dans cette approche, les capitaux propres représentent une option d'achat sur les actifs de l'entreprise. Mais les actionnaires ne deviennent vraiment propriétaires que lorsqu'ils ont remboursé les créanciers. La dette constitue donc le prix d'exercice de l'option.

Selon J.F. Pansard, P. Préau, A. de Montabert, les méthodes fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs présentent certains défauts, dont le plus important est de ne pas tenir compte de la flexibilité de la gestion, et du pouvoir décisionnel des dirigeants²⁰⁹.

Par conséquent, devant les imperfections de la méthode des CFD (Cash-Flows actualisés), les chercheurs ont introduit un concept prenant en compte le risque lié à l'incertitude. Ainsi, l'aléa, qui est considéré traditionnellement dans la méthode des cash-flows actualisés comme un aspect négatif, peut être porteur de valeur puisqu'il permet, par une action appropriée, de saisir des opportunités.

Pour illustrer cette théorie, on prend l'exemple suivant :

²⁰⁹ Pansard J.F., Préaud P., § De Montabert., A., *Les clés de l'évaluation d'entreprises*, Revue Fiduciaire Comptable, Juin 2009.

Supposons une option qui donne droit d'acheter 1000 (prix d'exercice), une action qui cote 1020. La différence entre le prix de l'action et le prix d'exercice donne la valeur intrinsèque : il est logique qu'une option qui donne le droit d'acheter 1 000 une action cotée à 1 020 vaille 20. Or, si plusieurs options ont été émises avec un prix d'exercice de 1 000 sur cette même action avec des échéances différentes, elles n'auront pas toutes le même prix (la même prime).

Pourquoi ? Parce que le temps a une valeur. Si l'option est proche de son échéance, il est normal que sa prime se réduise pratiquement à sa valeur intrinsèque, soit 20 dans notre exemple, parce que les chances de voir le cours de l'action sous-jacente continuer de progresser sont réduites.

En revanche, pour une option qui a encore une durée de vie de plusieurs mois, on peut parfaitement imaginer que la prime atteigne 50, soit 30 de plus que la valeur intrinsèque, car les chances de voir l'action sous-jacente progresser davantage sont fortes ; ces 30 points d'écart représentent la valeur temps.

Quelles sont les composantes de la valeur d'une option ?

La valeur de l'option s'apprécie en fonction de 5 paramètres :

- 1) La valeur actuelle de l'actif
- 2) Le prix d'exercice
- 3) La durée de l'option
- 4) Le taux d'intérêt sans risque
- 5) La volatilité de la valeur de l'actif

B La théorie des primes et des scores

Certains chercheurs tentent d'analyser l'action comme un titre composé de deux éléments :

- g) un flux de dividendes perpétuels
- h) des opportunités de croissance

Dans ce sens, ils se sont efforcés, depuis quelques années, d'analyser les opportunités de croissance comme un élément optionnel

En 1983, ces chercheurs, sont passés du stade de la réflexion au stade de la concrétisation. Des titres, correspondants à ce type d'action, ont été introduits aux Etats-Unis.

Ce type d'action est créé par un trust qui achète à des investisseurs des actions et les échange contre des certificats appelés « units ». Ces transactions ne peuvent se faire

que pendant une certaine période qui se termine à un « offer ou expiration date ». Au bout de cinq ans, le trust se termine. Cette date est appelée « terminate date ».

L'unit se divise en deux parties :

- la prime, qui donne droit au dividende jusqu'à la « *terminate date* »
A la valeur du trust, à la *terminate date*, pour la parité située en dessous d'un prix fixé au moment du contrat. Ce prix fixé au départ est appelé le « *terminate claim* ». C'est la prime qui détient le droit de vote,
- le score qui donne à son titulaire droit à la valeur d'actif du trust à la *terminate date* au-delà du prix fixé.

Le score peut être considéré comme une option. Dans ce cas, l'acheteur ne peut exercer son droit qu'à l'échéance, avec une maturité éloignée.

A la « terminate date », les détenteurs de primes et de scores échangent leurs titres contre des actions.

Les primes et les scores ne peuvent être rachetés que séparément. Mais une prime et un score combinés peuvent être rachetés avant l'échéance.

Des grosses sociétés, telles ATT, Exxon, General Electric, General Motors, ont donné lieu à la création de primes et de scores.

Sur l'American Stock exchange, ces titres sont cotés. Leur cotation montre que, suivant les entreprises, la part des opportunités de croissance et des flux de dividendes, sont presque garanties et varient sensiblement.

De ce point de vue, l'actif est considéré comme la somme d'un actif existant et d'une opportunité de croissance.

C Réflexion sur la valeur des droits de vote

Il existe des titres intermédiaires entre l'action et l'obligation. De ces titres, on a retiré le droit de vote, mais ils bénéficient souvent d'une meilleure garantie de leur revenu (dividende) que les actions ordinaires.

Dans ces titres, on a décomposé l'action entre ses éléments de base. Le principe de découpage n'est pas fondé sur la croissance et l'achat d'une option sur l'action, comme dans les primes et les scores, mais sur le droit de vote.

Dans les pays anglo-saxons, on trouve les titres de cette nature. Ces titres appelés « preferred stocks », convertibles ou non, connaissent un grand succès.

En France, par contre, les actions à dividendes privilégiés, sans droit de vote, n'ont pas connu le même succès. Néanmoins, une loi du 03 Janvier 1983 a créé des titres

appartenant à la même famille, conçue pour les entreprises publiques, mais qui ont été également émis par les sociétés privées. Il s'agit des certificats d'investissement. Ces certificats bénéficient des droits pécuniaires de l'action et sont séparés des certificats de droits de vote, et sont représentatifs des autres droits attachés aux actions ordinaires. Dans la mesure où les entreprises ont émis des certificats qui bénéficient du droit de vote, il est possible d'estimer la valeur de cet élément fondamental de l'action : le droit de vote. En effet, le droit de vote, même privé du dividende, reste le meilleur atout de l'actionnaire parce qu'il constitue sa principale protection.

Le droit de vote permet théoriquement, d'influencer la prise de décision en assemblée générale. Mais il est difficile à un actionnaire isolé de contester la décision de la direction en place.

C'est pourquoi, l'actionnaire, pour bénéficier du droit de vote, a intérêt de prendre le contrôle de la société par les mécanismes de prise de contrôle en bourse : offre publique d'achat (OPA) ou offre publique d'échange (OPE).

De ce fait, l'actionnaire titulaire d'un droit de vote devient l'arbitre entre les dirigeants qui veulent gérer les ressources de l'entreprise. En même temps, la concurrence lui assure la garantie que ses droits seront valorisés au meilleur prix.

Selon cette approche, la valeur des droits de vote devrait dépendre des facteurs suivants :

- le prix que l'acquéreur est susceptible de payer pour acheter le contrôle
- la probabilité de transfert de contrôle ou la vulnérabilité de l'entreprise
- le prix du titre après la réussite de la prise de contrôle, qui peut dépendre d'un effet de synergie, mais aussi de transfert de résultat de la filiale à sa société-mère :
- En cas de lutte pour le contrôle de la société, le certificat d'investissement est différent de l'action à dividende privilégié (ADP). Il a plus de valeur qu'elle, dans la mesure où le titulaire d'un droit de vote peut reconstituer une action en achetant un certificat d'investissement.
- En cas de surenchère, le certificat d'investissement devrait donc théoriquement être tiré vers le haut par l'action ordinaire. Sa valeur peut dépasser celle d'une ADP équivalente et se rapproche de celle de l'action, ce qui devrait réduire sa décote,
- Le paradoxe d'un droit de vote c'est que la valeur devrait, en principe, être plus grande au regard de l'écart entre l'action et le certificat.
- l'importance de cette valeur est constatée quand cet écart est réduit.

-dans leur cotation, les certificats de droit de vote sont séparés, mais corrélés des autres actions ordinaires privées de ce droit de vote.

En plus des facteurs, que la valeur des certificats de droit de vote dépend, deux autres éléments déterminent la valeur de ce type d'action : la possibilité de prise de contrôle de ce type d'action et la liquidité du titre.

Sous-section 3 LA MÉTHODE DES COMPARABLES OU MULTIPLES « LA VALEUR DU VOISIN »

Comme développé, tout au long de cette recherche, l'évaluation d'entreprise représente une opération délicate, en raison de la multiplicité des facteurs susceptibles d'être pris en considération.

La méthode des comparables ou « multiples » ne fait pas exception. Cette approche est globale parce qu'elle s'attache, non à la valeur des actifs et des passifs d'exploitation, mais à la rentabilité qui découle de leur utilisation²¹⁰.

L'objectif est de comparer certains critères de résultat ou d'activité de l'entreprise à évaluer, à ceux de sociétés, soit cotées, soit ayant fait l'objet de transactions récentes. Cette démarche nous permet ainsi d'obtenir des indications sur la valeur qu'atteindrait la société si elle était cotée ou cédée.

Pourquoi cette méthode a eu un relatif succès.²¹¹

Cela est dû à divers facteurs :

- Un enrichissement considérable des statistiques et des bases de données boursières et financières ,
- Une relative objectivité des résultats obtenus (cotations et transactions produisant des prix réels) ,
- La possibilité de déterminer rapidement une indication de valorisation à partir d'informations publiques ,

²¹⁰ Vernimmen P., Quiry.P., & Le Fur Y., op. cité, p. 704.

²¹¹ Chapalain G., *Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*, op. cité, EMS, 2004.

-
- Une relative facilité d'application et de calcul...

Nous pouvons fournir une première indication sur la méthode des multiples, à savoir que cela consiste à définir, pour un même secteur d'activité, une relation entre le prix possible d'une entreprise (ou d'un de ses actifs) et une donnée comptable la plus simple possible figurant dans ses états financiers.

Bien que l'approche comparative ne repose sur aucun fondement théorique, elle constitue pourtant la référence dominante sur les marchés, notamment lors d'introduction en bourse ou lors d'une première approche de valorisation.

Ceci est justifié par une relative facilité d'utilisation qui ne doit pas, toutefois, occulter les différentes difficultés et limites auxquelles elle se heurte²¹².

En quoi consiste au juste cette méthode ?

Elle se fonde sur la comparaison de l'entreprise avec des actifs ou des entreprises de même nature.

On peut distinguer plusieurs aspects, dont les multiples transactionnels et les multiples boursiers.

A Les Multiples transactionnels

A1 Les Principes

L'idée de la méthode est simple. Il s'agit de valoriser une société par comparaison aux prix offerts pour des sociétés comparables, prix exprimés en multiples d'une certaine mesure de rentabilité (résultat net, résultat d'exploitation, etc...) .

Les prix offerts pour des sociétés comparables peuvent avoir diverses sources. Les deux principales, les plus utilisées, sont le prix des sociétés cotées en bourse et le prix payé dans le cadre de transactions de fusions et acquisitions²¹³.

L'originalité de cette méthode, est basée sur la connaissance du prix des entreprises comparables. Les caractéristiques de ces transactions sont dévoilées publiquement. A la différence des multiples boursiers, que nous verrons plus bas, le choix des entreprises comparées n'est pas le même, les valeurs observées s'effectuant sur le marché des transactions.

²¹² Youssef S & Kabbaj M., Gestion Financière, Pratique de la finance d'entreprises, EDISOFT, 2012.

²¹³ Dossogne S., Que vaut mon entreprise ?, Edipro, Paris, 2010.

Premier exemple²¹⁴ : un propriétaire immobilier cherche à vendre son bien aux conditions du marché. Avant de mettre le bien sur le marché, le premier réflexe consiste à faire expertiser ledit bien par un professionnel, agent ou expert immobilier et à rechercher le prix des transactions les plus récentes, grâce à la base de données que met à jour l'ordre des notaires pour un type de bien, une localisation et une période donnée.

Deuxième exemple qui permet d'étayer la problématique de la méthode des comparables :²¹⁵

Mr X veut acheter une chambre de bonne située dans une ville moyenne. Dans une agence, il en trouve une de 10 m² vendue à 10 000 €. Il se renseigne sur le prix des chambres de bonne dans le secteur, en regardant les transactions passées. Il aboutit à un prix moyen de 600 € au m². Mr X retourne négocier à un prix de 500 € le m². Il explique au propriétaire : « Vous comprenez, les autres chambres se sont vendues 600 €/m², mais elles avaient les WC dans la chambre, alors que dans notre cas, ils sont sur le palier ». Mr X a obtenu sa chambre au prix demandé.

En conclusion de ces deux exemples, un échantillon de comparables est indispensable pour le choix de transactions proches de la structure concernée. A titre d'indication, pour le deuxième exemple, un appartement ne serait pas un comparable.

Cependant, concernant les entreprises, de façon globale, elles ne s'évaluent pas sur la base de leur superficie (sauf les sociétés de stockage...), mais plutôt sur leur capacité à dégager des résultats.

L'étape suivante est représentée par la constitution d'un échantillon d'entreprises comparables, qui permettra de disposer de données financières fiables et complètes (rapports annuels, historique des cours, ...) qui serviront l'analyse des entreprises.²¹⁶

A2 La mise en place d'un échantillon d'entreprises comparables

Une sélection d'entreprises cotées comparables, présentant les mêmes caractéristiques sectorielles et d'exploitation, est indispensable.

Une sélection homogène sera caractérisée par les critères suivants²¹⁷ :

- Appartenance à une même branche

²¹⁴ Imbert J.E., Guide pratique d'évaluation d'entreprise, op cité, Eyrolles, Paris, 2013.

²¹⁵ Thiberge C., Comprendre toute la finance, op cité, Vuibert, Paris, 2012.

²¹⁶ Palou J.M., Les méthodes d'évaluation d'entreprise, Revue fiduciaire, 2013.

²¹⁷ Palou J.M., op. cité, 2013.

-
- Taille comparable
 - Maturité identique
 - Niveau de rentabilité économique actuelle et future
 - Croissance attendue
 - Structure financière
 - Dispersion géographique
 - Position sur le marché
 - Nationalité d'origine
 - Risque encouru

En plus de ces divers points communs leur taux de croissance des bénéfices prévisionnels doit être proche sur un horizon à moyen terme de 3 à 4 ans.

Cela, de toute évidence, représente un défi difficile à relever, nous le verrons dans la 2^{ème} partie de la thèse, lors de l'introduction à la bourse d'Alger.

Il y a lieu, par ailleurs, de prendre en compte la dimension des normes comptables si l'échantillon contient un comparatif à l'international²¹⁸.

A3 Le choix des indicateurs (ou multiples)

La détermination de multiples dans l'approche analogique peut être classée en trois catégories ²¹⁹ :

- a) Les multiples économiques
- b) Les multiples de capitaux propres
- c) Les autres multiples

D'une façon générale, le multiple est une donnée comptable facilement accessible car publiée par les entreprises composant l'échantillon (chiffre d'affaires, résultat d'exploitation (EBIT en Anglais), ou excédent brut d'exploitation (EBITDA en Anglais), le bénéfice net).

Le ratio VE/EBITDA est largement utilisé par les analystes car il présente de nombreux avantages Il introduit une notion de rentabilité qui n'est pas impactée par les distorsions liées à la politique d'amortissement, à la structure financière ou aux taux d'imposition. Il permet aussi de faciliter les comparaisons internationales.

²¹⁸ Aspect développé dans la 2^{ème} partie de la thèse, en référence au SCF, système comptable en cours en Algérie, découlant des IFRS.

²¹⁹ Palou J.M., op. cité, 2013.

A4 Exemples chiffrés²²⁰

Une société A, dans le domaine du textile, souhaite être valorisée par la méthode des multiples.

On constate quatre cessions d'entreprise ont eu lieu dans les derniers mois et cela dans le même secteur (ci-joint le tableau suivant).

Dans ce tableau, le prix auquel ces entreprises ont été cédées correspond à la valeur de marché de leurs capitaux propres (VM). Les autres indicateurs ont été récupérés dans les comptes de ces entreprises²²¹.

| Société | VM | D | VE | Ventes | EBITDA | EBIT | R.Net | CAF |
|----------------|-----|--------|--------|--------|--------|-------|-------|------|
| W | 500 | 100 | 600 | 750 | 105 | 60 | 30 | 37,5 |
| X | 600 | 300 | 900 | 1 000 | 150 | 100 | 80 | 110 |
| Y | 650 | 75 | 725 | 1 000 | 170 | 120 | 50 | 80 |
| Z | 450 | 50 | 500 | 550 | 110 | 82,5 | 55 | 82,5 |
| Moyenne | 550 | 131,25 | 681,25 | 825 | 133,75 | 90,65 | 53,75 | 77,5 |

VM : Valeur de marché des capitaux propres ; D : dettes financières ; VE : valeur d'entreprise ; EBITDA : Résultat avant intérêts, impôt et amortissement ; EBIT : Résultat avant intérêts et impôt ; R .Net : Résultat net ; CAF : Capacité d'autofinancement²²².

Ces quatre sociétés (W, X, Y, Z) n'ont pas la même taille. Elles n'ont pas été vendues au même prix.

| Société | VM/Ventes | VE/EBITDA | VE/EBIT | VM/R.Net | VM/CAF |
|----------------|-----------|-----------|---------|----------|--------|
| X | 0,8 | 5,7 | 10 | 16,7 | 13,3 |
| Y | 0,9 | 6,0 | 9,0 | 7,5 | 5,5 |
| Z | 0,7 | 4,3 | 6,0 | 13,0 | 8,1 |
| W | 0,9 | 4,5 | 6,1 | 8,2 | 5,5 |
| Moyenne | 0,8 | 5,1 | 7,8 | 11,3 | 8,1 |

²²⁰ Exemple adapté, op. cité, Thibierge C.

²²¹ A part VE, qui a été calculée comme suit : VE = VM + Dettes

²²² Tous ces indicateurs ont été présentés et analysés dans la 1^{ère} partie de la thèse, dans le 2^{ème} chapitre.

Remarque :

Certains multiples sont calculés à partir de la VE (Valeur d'entreprise) et d'autres à partir de la valeur de marché des capitaux propres (VM). En effet, si le calcul s'effectue avant les intérêts financiers, cela est destiné à l'actionnaire (Valeur de marché), cependant si les intérêts financiers sont pris en compte, il s'agira de la valeur de l'entreprise (valeur qui se répartira entre banquier et actionnaires).

Quels constats peut-on effectuer à l'aide de ces indicateurs ? Les multiples de ventes sont assez proches. Pour le reste, les variations sont plus importantes.

Qu'en est-il des données financières de la Société A qui est l'objet de l'évaluation ?

Les données de A sont les suivantes :

| Société | VM | D | VE | Ventes | EBITDA | EBIT | R.Net | CAF |
|---------|----|----|----|--------|--------|------|-------|-----|
| A | ? | 50 | ? | 180 | 36 | 27 | 18 | 47 |

Nous allons effectuer la moyenne de chaque multiple appliqué à la Société X

| Valeur de la Société A avec | VE/Ventes | Ve/EBITDA | VE/EBIT | VM/R.Net | VM/CAF |
|-----------------------------|-----------|-----------|---------|----------|--------|
| Valeur d'entreprise (VE) | 150 | 185 | 210 | | |
| Dettes (D) | -50 | -50 | -50 | | |
| =Valeur de marché (VM) | 100 | 135 | 160 | 204 | 380 |

Comment retrouver la Valeur d'entreprise (VE) ?

En moyenne, les sociétés du secteur se paient 0,8 fois leurs ventes annuelles (en fait : 0,83). En appliquant ce chiffre aux ventes de la Société A, nous obtenons le rapport suivant : $VE/180 = 0,83$, par conséquent : $VE = 150$. Sachant que la Société A a des dettes financières de 50, il résulte que : VM (Valeur de Marché) = $VE - D = 150 - 50 = 100$

L'on procède de la même pour les autres colonnes. Les deux dernières colonnes nous fournissent directement la VM. Le problème est l'amplitude de la VM, passant de 100 à 380.... Une amplitude de 30 % pourrait être acceptable.

Cela soulève la question de la comparabilité.

Les résultats obtenus ci-dessus nous amènent à la prudence. Une société comparable devra être, comme précisé précédemment, du même secteur, une taille sensiblement égale (la taille ayant un impact sur les multiples), enfin présenter les mêmes caractéristiques de risque et de croissance semblable.

En respectant ces conditions, la seule société semblable à la société A est la société A elle-même !

En reprenant les 4 sociétés précédentes et la Société A, avec plusieurs indicateurs de comparaison, nous avons les éléments suivants :

| Société | VE/EBIT | VM/CAF | Ventes | EBIT/Ventes | Dettes/CAF |
|------------------|----------------|---------------|---------------|--------------------|-------------------|
| X | 10 | 13,3 | 150 | 8,0% | 2,7 |
| Y | 9,0 | 5,5 | 200 | 10,0 | 2,7 |
| Z | 6,0 | 8,1 | 200 | 12,0 | 0,9 |
| W | 6,1 | 5,5 | 110 | 15,0% | 0,6 |
| Moyenne | 7,8 | 8,1 | 165 | 11,3% | 1,7 |
| Société X | | | 180 | 15,0% | 1,1 |

Les sociétés de ce secteur (textile), se paient en moyenne 7,8 fois leur EBIT. Cependant des différences existent selon les sociétés.

Si l'on observe les taux de marge d'exploitation les plus proches, ce sont ceux de la société W (15%), suivi de la société Z (12%), sachant que celui de la société A, concernée par l'évaluation est de 15%.

Concernant le ratio Dettes /CAF (qui représente l'importance des dettes par rapport au Cash-Flow), W et Z sont les moins endettées, et la société A est légèrement au-dessus de ces valeurs (1,1 contre 0,6 et 0,9) et les sociétés X et Y étant bien plus endettées.

Au vu de ces observations, les deux sociétés vraiment comparables sont W et Z. Ce qui nous confirme que plus l'échantillon doit être comparable, plus il risque d'être petit.

Par conséquent, il faudrait retenir une VE (Valeur d'entreprise) correspondant à 6,05 fois l'EBIT (Moyenne de W et Z), ou une VM (Valeur de marché) entre 5,5 et 8,1 fois la CAF.

Cela nous permet d'élaborer les 2 tableaux suivants :

| Société | VE/Ventes | VE/EBITDA | VE/EBIT | VM/R.Net | VM/CAF |
|----------------|-----------|-----------|---------|----------|--------|
| Z | 0,7 | 4,3 | 6,0 | 13,0 | 8,1 |
| W | 0,9 | 4,5 | 6,1 | 8,2 | 5,5 |
| Moyenne | 0,8 | 4,4 | 6,1 | 10,6 | 6,8 |

| Valeur de la Société | VE/Ventes | VE/EBITDA | VE/EBIT | VM/R.Net | VM/CAF |
|----------------------|-----------|-----------|---------|----------|--------|
| A | | | | | |
| VE | 147 | 159 | 163 | | |
| -D | -50 | -50 | -50 | | |
| =VM | 97 | 109 | 113 | 191 | 319 |

On constate que les deux sociétés comparables ont des multiples de VE très proches, on retiendra dans ce cas les évaluations fondées sur la VE.

Ce qui nous donne une VM (Valeur de marché) recherchée comprise entre 97 et 113. Si l'on compare les deux scénarios, l'on constate que cette deuxième évaluation a diminué de 45% par rapport à la première. Cela est dû à une approche plus affinée dans la deuxième estimation de la valeur de marché.

B Les Multiples boursiers

Dans cette démarche, on se référera à une entreprise déjà cotée en bourse ou pour laquelle une évaluation récente a été rendue publique (introduction en bourse, offre publique d'échange).

Comme développé précédemment dans les multiples transactionnels, le principal obstacle réside dans le fait qu'il est très peu probable de trouver une entreprise strictement semblable à celle qui fait l'objet de la valorisation.

Une référence à plusieurs critères là aussi est nécessaire : multiple du bénéfice (Price Earning Ratio- PER)²²³, multiple de chiffre d'affaires, etc....

²²³ Le PER a déjà été traité dans le chapitre 2 de la 1^{ère} partie de cette recherche, p. 113. Il s'agit de le contextualiser dans cette méthode.

Il s'agit simplement d'évaluer une action au travers d'un ratio :

$$\text{PER} = \text{Cours de l'action} / \text{Bénéfice par action}$$

Selon G. Legros²²⁴, les étapes à suivre sont à l'identique de la démarche précédente, avec quelques particularités

En effet, dans un premier temps, il s'agit d'isoler un échantillon d'entreprises comparables à l'entreprise que l'on souhaite évaluer (critères déjà évoqués).

Dans un deuxième temps, il faut déterminer des multiples de capitalisation boursière, c'est-à-dire des rapports entre la capitalisation boursière et un inducteur de cours (bénéfice, chiffre d'affaires, EBE, CAF, Capitaux propres, ...). Un inducteur de cours, est un élément d'analyse financière ayant un impact important sur le cours : le plus classique est le bénéfice, sous les réserves déjà évoquées. Dans ce cas le multiple est le PER.

Dans un troisième temps, nous appliquons les multiples moyens, calculés pour l'échantillon de sociétés cotées, à l'entreprise en général non cotée, que nous souhaitons évaluer. Cela peut être suivi de certaines pondérations, décotes, surcotes, selon l'expérience boursière de l'évaluateur.

A la fin, nous obtenons la capitalisation boursière souhaitée, si l'entreprise évaluée était cotée et que son titre se comportait comme celui des sociétés analogues.

Il est important d'avoir à l'esprit, en suivant les démarches décrites, que d'une part, ce qui est vrai pour le plus grand nombre ne l'est pas obligatoirement pour l'entité évaluée, et d'autre part que les marchés financiers n'ont pas systématiquement raison

Conclusion

Les nouvelles approches de l'évaluation considèrent que les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale et celles de la valeur de rendement sont des approches traditionnelles.

Dans ce sens, les nouvelles approches veulent apporter à l'évaluation une nouvelle manière de l'aborder, par rapport aux autres approches.

De ces nouvelles approches, les méthodes intermédiaires essayent de réconcilier les méthodes d'évaluation traditionnelles. Elles proposent des méthodes qui combinent à la fois valeur patrimoniale et valeur de rendement.

²²⁴ Legros G., *L'évaluation des entreprises*, p.91, Dunod, Paris, 2011.

Malgré leur fragilité, les nouvelles approches s'ajoutent à la grande liste des méthodes et techniques qui sont proposées pour l'évaluation de l'entreprise. Ce qui pose un supplément de problèmes pour le choix de telle ou telle méthode pour l'évaluation d'entreprise.

Cette question de choix des méthodes s'insère dans le cadre des controverses en matière d'évaluation que nous abordons au chapitre suivant.

Chapitre 2. DÉBATS AUTOUR DES MÉTHODES D'ÉVALUATION

Introduction

Pour E. Sage : « Il est certain que nous sommes dans un domaine où l'appréciation humaine a un très grand poids »²²⁵ Or cette appréciation faite par l'homme, ne peut être qu'une détermination approximative et approchée d'un prix ou d'une valeur de quelque chose.

Ces deux caractéristiques « approximative » et « approchée », sur lesquels repose le concept « appréciation » ne peuvent engendrer que d'importants débats et, par voie de conséquence, d'importantes controverses....

En effet, le choix et la fragilité des méthodes et des techniques d'évaluation à utiliser font l'objet de véritables débats entre les experts.

Une partie de ces experts pense que certaines méthodes sont mal adaptées aux attentes des acquéreurs d'une entreprise donnée, alors que ces mêmes méthodes répondent aux exigences des cédants. Ce qui pose de sérieux problèmes dans l'appréciation de la juste valeur de l'entreprise en question.

Aussi, à travers ce chapitre, l'objectif est de tenter de mettre en évidence, non seulement les points de convergences des différentes méthodes d'évaluation, mais aussi les points de divergences entre elles.

Pour que ce travail soit le plus exhaustif possible, en tenant compte de la diversité des ouvrages et des revues scientifiques, ce chapitre est organisé autour des aspects suivants :

- débats sur la valeur patrimoniale
- débats sur la valeur de rendement
- débats sur les nouvelles approches et la Méthode des comparables ou Multiples

²²⁵ Sage E ., *Comment évaluer une entreprise* p. 2, Sirey, Paris, 1979.

Section 1. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale

Généralement, on assimile la valeur patrimoniale à une valeur de sécurité. La valeur d'une entreprise ou d'un projet à un moment t , est égale à la différence entre ce qu'elle possède et ce qu'elle doit. Telle pourrait être la devise, s'il en fallait une, des méthodes d'évaluation dites patrimoniales.

Elles considèrent en effet l'entité à évaluer comme un ensemble économique affecté à plusieurs activités déterminées. Par conséquent, elle dispose d'un certain nombre de biens corporels et incorporels qui, pris individuellement, ont une valeur pouvant être mesurée.

En réalité, l'ensemble de ces biens affectés à la réalisation du projet de l'entreprise, mis en œuvre, coordonné par une équipe de direction, dont les tâches sont exécutées par un personnel adéquat, forme un tout dont la valeur représente très certainement un montant différent de celui obtenu par sommation des valeurs données à ces biens pris séparément.

La différence constatée représente le goodwill (développé dans le premier chapitre, section 3).

« Pour juger d'une entreprise, il faut connaître le métier et les risques, la situer dans sa profession, dans le temps et l'espace économique, en connaître les hommes et les idées, ce que ces hommes proposent de faire, en apprécier les moyens de réalisation, les conditions dans lesquelles les produits sont offerts, supporter les profits qu'on peut en tirer, les chances de durer, les possibilités de se renouveler et d'innover, enfin apprécier la valeur de l'affaire par rapport aux intentions que l'on a »²²⁶.

Pour A. Schatt et T. Roy²²⁷, les méthodes basées sur les données comptables (Méthode patrimoniale : actif net comptable corrigé), reposent sur les documents comptables et principalement le bilan.

Une première limite tient au fait qu'une approche fondée sur le bilan ne peut offrir qu'une vision statique, comme précisé ci-dessus, et passiste de l'entreprise (évaluation d'un ensemble de « stocks » à un moment donné). Les retraitements extracomptables de certains éléments d'actifs et de passifs n'y changent rien.

²²⁶ Damay G., *Comment juger une entreprise*, Analyse et Evaluation, Dunod, 1984.

²²⁷ Schatt A & Roy.T., *Faut-il évaluer les méthodes d'évaluation d'entreprise ?*, Revue Française de Comptabilité, N° 442, 2009.

Par ailleurs, les actifs incorporels (marque, culture d'entreprise...) qui fondent l'avantage compétitif de certaines entreprises ne sont pas (ou de façon imparfaite) intégrés dans les documents comptables.

Plus fondamentalement, cette approche ne traduit pas les véritables préoccupations des investisseurs. Ces derniers, en achetant des actions de l'entreprise, font un pari sur l'avenir. Ainsi, seule la capacité de l'entreprise à dégager des flux de liquidités suffisamment élevés pour rémunérer les capitaux investis est essentielle à leurs yeux. Cette optique explique les valorisations élevées des jeunes entreprises à fort potentiel de développement ou très prometteuses pour l'avenir.

Ainsi la réponse à la question de la valorisation d'une start-up est à la fois délicate et simple à la fois délicate et simple car il n'y a pas de méthode générale applicable. C'est l'accord négocié entre l'entrepreneur et l'investisseur qui la détermine. Certains auteurs²²⁸ considèrent que les méthodes existantes ont été imaginées il y a longtemps et n'ont pas été conçues pour être appliquées au monde des entreprises naissantes.

Il apparaît, à la suite de ces indications, que mettre en œuvre une méthodologie basée uniquement sur le patrimoine ne suffit plus, notamment dans un environnement supposé dégager des flux de trésorerie importants au fil du temps.

Selon T. Saint-Bonnet²²⁹, l'actif net comptable (corrigé ou non), représente une approximation, mal adaptée, de la valeur de l'entreprise. L'actif net comptable est avant tout une notion comptable et juridique sans signification économique. Une mesure qui peut être remise en cause de surcroît par un changement de normes.

Toujours selon cet auteur, les approches patrimoniales ne s'appliquent bien qu'aux sociétés de détention et aux contextes liquidatifs. Hors liquidation, la difficulté réside alors dans l'évaluation, en valeur de marché, des principaux actifs (foncier, immobilier, titres de participation) et passifs. Utiliser l'actif net reviendrait à supposer un arrêt de l'exploitation et à s'interroger sur les valeurs liquidatives nettes de frais. Que faut-il en penser ?

Est-ce pour autant qu'il faut décréter l'iusité des approches patrimoniales dans une démarche d'évaluation ?

De notre point de vue, elles demeurent encore très pratiques dans le cadre de l'évaluation des PME (nous le verrons pour le cas algérien dans la 2^{ème} partie de notre recherche).

²²⁸ Chambard. D., Ines Se I., « *Ma start-up, du garage au succès !* » chez Agora Entreprise- Cité par le Journal Les Echos du Mardi 01 Août 2017.

²²⁹ Saint-Bonnet T., Expert près la Cour d'appel de Paris-*Revue de Droit Fiscal*-N° 17, 252, 2013.

En effet, cette méthode est adaptée pour :

- les entreprises en difficulté dont les possibilités de redressement ont une probabilité d'occurrence faible : dans un contexte similaire, l'estimation des rendements futurs est encore plus compliquée du fait de facteurs exogènes (moratoires fiscaux, instabilité de la productivité...).
- les holdings immobilières, caractérisées par un actif immobilisé prépondérant et une grande incertitude sur les revenus futurs.
- les entreprises en phase de démarrage, n'ayant encore initié aucune activité : dans ce cas précis, l'estimation de flux futurs sur la base unique d'études de marchés et non de performances réalisées, dans un environnement caractérisé par une rareté de l'information, s'avère en effet « aventureux ».

Au-delà de ces cas spécifiques, la valeur patrimoniale correspond aussi, à la valeur de sécurité²³⁰.

Elle donne une indication sur ce qu'il convient d'appeler la « borne inférieure » de l'évaluation. En s'attachant uniquement au passé, sans tenir compte des performances futures de l'entreprise, l'évaluateur arrive, à travers cette approche ? à déterminer une première valeur, très souvent éloignée de la réalité, mais intéressante, dans la perspective de rendre plus crédible les approches sur les flux futurs.

Dans la pratique, la méthode la plus utilisée pour satisfaire ce besoin de « calibrage » de la « valeur de sécurité » est celle de l'ANR (Actif Net Réévalué) ou ANCC (Actif Net Comptable Corrigé).

Par ailleurs, l'un des aspects le plus délicat dans le processus d'évaluation d'une entreprise, est que cette dernière peut avoir plusieurs valeurs (au moins deux), à un moment donné : une valeur de rentabilité (ou boursière) et une valeur patrimoniale.

L'existence de plusieurs valeurs engendre un vrai problème en matière de choix de la méthode d'évaluation de l'entreprise. De ce fait, en se basant uniquement sur le calcul de la valeur patrimoniale, l'expert se trouve confronté à une interrogation importante : est-ce que la valeur patrimoniale donnera et traduira parfaitement la valeur réelle de l'entreprise ?

La réponse à une telle question divise les théoriciens. Il y a ceux qui pensent que la valeur patrimoniale reflète réellement la valeur de l'entreprise. Ces experts considèrent

²³⁰ Bobis J., *L'évaluation d'entreprise en Afrique Sub-saharienne*, Mémoire d'Expert-comptable, Compagnie de l'Ordre des Experts Comptables, 2008.

qu'elle est incontournable. Alors que d'autres soulèvent un certain nombre de critiques fondées sur l'évaluation par la valeur patrimoniale.

En ce qui concerne le premier groupe, l'importance de la valeur patrimoniale, en tant que méthode déterminante de la valeur réelle, est due :

- à la possibilité de confondre l'entreprise avec son patrimoine. En effet, si dans le fond une telle approche existe, il est logique d'évaluer une entreprise par le biais de ce que peuvent rapporter ses actifs. Vu sous cet angle, il est difficile de faire comprendre à un propriétaire (ou fondateur d'une entreprise) que la valeur de celle-ci ne correspond pas au moins à ses actifs moins les dettes. A cette possibilité de voir, malgré les efforts permanents des gestionnaires, la rentabilité attendue des fonds mis en œuvre au sein d'une entreprise inférieure au coût de ces mêmes fonds. Une telle situation implique que leur valeur patrimoniale est supérieure à leur valeur de rentabilité. Aussi, si les actionnaires procèdent à la vente des actifs, ils obtiendront des flux de liquidités plus importants que la vente de leurs actions,
- finalement, il y a lieu de tenir compte du fait que le marché des entreprises n'est pas constitué seulement par des entreprises cotées en bourse. Au sein de ce même système économique existent aussi des entreprises non cotées. C'est le cas des entreprises algériennes dans leur majorité, que nous développerons dans le chapitre 2 de la deuxième partie de la thèse. Aussi, pour ces dernières, il est difficile de les évaluer en utilisant la valeur de rentabilité.

-

Le deuxième groupe fonde sa critique de l'évaluation par la valeur patrimoniale sur les points suivants :

- bien que dans l'évaluation des éléments incorporels, la valeur patrimoniale intègre certains facteurs humains, dans leur ensemble ceux-ci ne sont pas pris suffisamment en compte. Or, l'homme qui anime l'équipe et dirige cette entreprise, ainsi que les conditions de travail, sont des éléments qui méritent d'être pris en considération de manière plus approfondie dans l'évaluation,
- de plus la valeur patrimoniale néglige trop l'environnement de l'entreprise qui évolue de plus en plus rapidement.
- enfin, la valeur patrimoniale est fixée en fonction d'une utilisation bien particulière. A quelques nuances près, elle n'est valable que pour une activité actuelle. Dès lors, elle n'enregistre pas l'évolution de l'entreprise, dans la mesure où celle-ci est figée à un moment donné.

Toutes ces raisons font que la valeur d'une entreprise, selon cette vision, ne peut résulter que des flux que l'on peut en tirer. Or, la valeur patrimoniale ne représente qu'un ensemble de biens moins les dettes. Ces éléments ne font en aucun cas, de l'entreprise une entité.

A un tel niveau de débat, s'en ajoute un autre qui concerne directement les différents concepts pouvant mener à la détermination de la valeur patrimoniale.

Autrement dit, le débat concerne directement les notions d'actif net et d'actif net corrigé, de valeur substantielle, et de capitaux permanents nécessaires à l'exploitation. Notre analyse nous permet d'affirmer que la méthode patrimoniale sera d'autant plus facile à utiliser et d'autant moins contestable, que les actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans le processus d'exploitation d'une entreprise.

Cette méthode est particulièrement adaptée lorsqu'une entreprise est en liquidation. Dans le cas de terrains, de biens immobiliers ou de trésorerie placée, la valeur de marché des actifs ne sera pas difficile à trouver, en faisant appel à des spécialistes de l'évaluation.

Sous-section 1 L'ACTIF NET ET L'ACTIF NET RÉÉVALUÉ

A L'Actif Net

De par sa simplicité et son aspect purement comptable, la méthode de l'actif net est facile à appliquer. De telles caractéristiques ont donné à cette notion beaucoup de flexibilité dans son utilisation :

- elle peut être utilisée dans une entreprise de création relativement récente,
- elle peut être également utilisée dans une entreprise qui n'a pratiquement pas d'immobilisation, qui est locataire, ou qui a acquis une grande partie de ses biens en crédit-bail,
- elle peut être utilisée également, dans une entreprise qui a opéré une réévaluation récente.

Parallèlement à ces avantages, il y faut tenir compte de certains inconvénients. Pour des théoriciens de l'évaluation, l'actif net présente aussi les caractéristiques suivantes :

-
- les postes d'immobilisations n'ont pas grande signification, en raison de la dépréciation monétaire. Cet inconvénient est dû au fait que ces éléments sont traités dans les bilans comptables à leur coût historique, moins l'amortissement ou la dépréciation constatée,
 - toutes les valeurs ne figurent pas au bilan, par exemple les éléments incorporels qui sont négligés.

La conséquence logique de l'utilisation de la notion d'actif net, selon ces experts, c'est que le résultat obtenu ne reflète qu'une première expression de la valeur de l'entreprise étudiée.

Un tel résultat ne peut, en aucun cas, être considéré comme étant la valeur réelle de l'entreprise.

B. L'Actif Net Réévalué ou Corrigé

La principale limite d'une évaluation par l'actif net réévalué (ou corrigé)²³¹ est qu'elle ne permet pas d'apprécier l'entreprise dans toutes ses dimensions. Notamment, elle n'intègre pas systématiquement tous les éléments immatériels qui procurent à l'entreprise un avantage concurrentiel, qu'il s'agisse de ses marques, de sa notoriété, de son savoir-faire, des compétences particulières de son personnel ou de tout autre facteur, dès lors qu'ils n'ont pas fait l'objet d'une évaluation distincte, dans le cadre de l'estimation de l'ANR. Pour y remédier, il est possible d'ajouter à son actif net réévalué une survalueur, le goodwill, qui représente la valeur de ces éléments immatériels.

En effet le concept d'actif net corrigé pose deux problèmes. Le premier concerne le choix et l'utilité de l'actif net corrigé. Le deuxième est relatif à la démarche employée pour déterminer la valeur de l'actif net corrigé.

Le premier problème est induit par cette nécessité de savoir si réellement la valeur de l'actif net réévalué ou corrigé, constitue la valeur patrimoniale d'une entreprise. La réponse à une telle interrogation divise les experts.

D'un côté, il y a ceux qui pensent que la valeur de l'actif net corrigé, est la valeur patrimoniale. Cette affirmation est fondée sur les points suivants :

- cette notion reflète réellement la valeur patrimoniale de l'entreprise, vu que l'ensemble de ses éléments positifs et négatifs donnent une résultante nette .

²³¹ Thauvron A., *Evaluation d'entreprise*, Op cité, Economica, 2013.

-
- un tel concept a, selon certains experts, le mérite de la clarté. Une fois que les corrections sont faites, on obtient des valeurs corrigées. Il n'y plus d'ambiguïté.
 - l'utilisation de l'actif net corrigé permet d'établir une relation utile avec le revenu. Elle permet de mesurer la rentabilité des éléments investis dans l'entreprise, sur la base du rapport Bénéfice/ Actif net.

Afin de lever l'objection engendrée de la nécessité de connaître la véritable capacité bénéficiaire de l'entreprise pour déterminer la valeur de celle-ci, les adeptes de l'actif net corrigé avancent l'argument selon lequel l'origine des profits de l'entreprise importe peu. Que les profits trouvent leur origine dans la bonne utilisation de ses actifs, ou dans une politique financière habile, ne change rien au problème étant donné que la structure financière et les produits (ou frais financiers) qui en découlent ne peuvent pas être changés de manière très rapide. Une telle évolution nécessite une période plus ou moins longue. Aussi, il est nécessaire de calculer une autre capacité bénéficiaire que celle dégagée par l'entreprise dans son ensemble.

Pour les détracteurs du concept d'actif net corrigé, la valeur de l'entreprise ne peut être autre chose que la valeur des moyens utilisés réellement par l'entreprise. Autrement dit, seule la valeur substantielle peut refléter fidèlement la valeur réelle d'une entreprise.

Aussi, selon cette catégorie d'experts, si l'on cherche à connaître la valeur d'une entreprise, il y a lieu de connaître sa véritable capacité bénéficiaire. La détermination de cette capacité bénéficiaire permet d'isoler les effets de la structure financière, qu'il soit un excédent de trésorerie ou un endettement à taux élevé.

Un tel raisonnement se fonde sur les aspects suivants :

- la notion d'actif net réévalué saisit l'entreprise à un moment donné ; il s'agit d'une photographie de l'entreprise. C'est une notion statique, qui peut être contredite le lendemain.
- compte tenu du fait que ce concept est une notion statique, elle ne prend nullement en charge la dynamique de l'entreprise. Cette dynamique se traduit par un flux et une permanence de flux, avec des variations. Aussi à travers une telle optique, le propriétaire met-t-il l'accent sur son patrimoine, alors que l'acquéreur insiste sur le rendement, c'est-à-dire le revenu de son investissement,

-
- l'actif net corrigé est une masse hétérogène de biens où l'on n'a pas isolé ce qui sert à l'exploitation, ce qui procure le flux de revenu,
 - un tel concept néglige l'influence de la structure de l'entreprise, de sa hiérarchie et de son environnement. Aucun facteur humain n'est pris en compte comme l'âge des dirigeants ou de l'équipe dirigeante...D'où l'actif net corrigé est un amoncellement, dont le total n'est pas contestable. Mais, dans son montant, il n'y a aucun caractère durable. Ceci est dû au fait qu'il subit l'influence de l'environnement et d'éléments internes qui peuvent contribuer, soit à son accroissement, soit à sa diminution,
 - si le calcul de l'actif net corrigé peut se justifier pour une entreprise moyenne ou grande, il perd son intérêt dans une affaire de petite dimension, où ces éléments n'ont qu'une influence secondaire et où la traduction de la valeur est plus basée sur un flux de recettes ou de revenus. Même dans les grandes entreprises, l'actif net corrigé n'est pas indispensable pour l'évaluation car l'actionnaire est peu enclin à considérer la valeur patrimoniale. Il préfère tenir compte beaucoup plus du rendement de la marge d'autofinancement (MBA) et de tous les éléments qui assurent la pérennité des flux de l'entreprise.

Pour J.F. Pansard et P. Préau²³², l'actif net comptable est avant tout une notion comptable et juridique, sans signification économique, une mesure qui peut être remise en cause par un changement de normes. Pour ces deux auteurs, la difficulté réside dans l'évaluation en valeur de marché des principaux actifs (notamment titres de participation et immobilier) et des principaux passifs. Utiliser l'actif net dans ce type de cas reviendrait à supposer un arrêt net de l'exploitation.

Ils considèrent comme acquis que la valeur d'une société est pour une large part dépendante de sa capacité bénéficiaire. Deux entreprises qui ont investi les mêmes sommes dans deux outils industriels différents ont peu de chance d'être valorisées de la même manière avec la même situation nette.

A titre d'illustration, ils prennent deux cas antinomiques pour illustrer ce constant : une société industrielle, en déclin qui s'efforcera de réinvestir coûte que coûte dans son outil de travail alors que sa rentabilité chute continuellement verra sa valeur de marché baisser, alors que ses fonds propres augmentent. Ainsi, une société d'experts

²³² Pansard J.F & Pierre Préau P., Revue SIC (Revue de l'Ordre des Experts Comptables en France), N° 299, 2011.

pointus très rentable pourra régulièrement distribuer une part importante de son résultat en conservant de faibles fonds propres et en étant valorisée par le marché.

Par ailleurs, le débat dans le choix entre l'actif net corrigé et la valeur substantielle se trouve répercuté sur la détermination du goodwill.

Pour E. Sage²³³, il y a lieu d'utiliser la valeur substantielle pour le calcul de cet agrégat, alors que pour D. Pene, J. Brilman et C. Maire²³⁴, il est préférable de prendre comme base de calcul, l'actif net corrigé. En ce qui concerne les critiques relatives à la démarche, J. Brilman et C. Maire posent le problème de la sélection des éléments qui doivent composer le patrimoine. Pour eux, avant de procéder à la réévaluation, il y a lieu d'opérer un tri à l'intérieur des éléments qui composent le patrimoine afin de distinguer :

- les éléments nécessaires à l'exploitation et les éléments non nécessaires à l'exploitation (hors exploitation), mais qui peuvent être réalisés sans nuire à l'efficacité de l'entreprise, tout en participant, pour un éventuel acquéreur, à la constitution de l'équilibre de la trésorerie disponible ;
- dans le cadre d'une telle logique, selon ces deux auteurs, les éléments nécessaires, à l'exploitation, appelés actif d'exploitation, doivent être estimés sur la base de leur valeur d'usage. Tandis que l'estimation des éléments non nécessaires à l'exploitation doit être faite sur la base de leur valeur vénale.

Autrement dit, l'évaluation des éléments non nécessaires à l'exploitation est donnée par le montant de la trésorerie que dégagera leur cession.

L'estimation de ces éléments peut être obtenue en appliquant la formule suivante :

Valeur vénale nette = Prix de vente – Impôts sur les plus-values – Coût de réalisation

Toutefois, ces montants doivent être isolés dans l'actif net total puisqu'ils ne doivent pas être traités de la même manière dans les formules d'évaluation. Par voie de conséquence, la part des résultats globaux de l'entreprise qui leur est imputable doit être traitée distinctement.

Contrairement à ces deux auteurs, d'autres experts ne pratiquent nullement cette distinction entre actif d'exploitation et hors exploitation.

Dans cette optique, l'objectif est d'estimer l'ensemble de l'actif de l'entreprise sans faire de distinction entre les éléments qui le composent.

²³³ Sage E., *Comment évaluer un entreprise*, op. cité.

²³⁴ Pene D., Brilman J., & Maire C., *Evaluation d'entreprise*, op. cité.

Toutefois, l'estimation de tout cet actif se fait sur la base de la valeur d'usage et de la valeur vénale, suivant la nature de l'actif.

L'analyse des différentes méthodes et techniques de calcul de l'actif net corrigé a permis de mettre en évidence un certain nombre de points de divergence entre les experts en ce qui concerne l'appréciation des terrains, des constructions, du matériel et des éléments incorporels.

Sous-section 2 LA VALEUR SUBSTANTIELLE

Toutes les confusions et toutes les critiques tiennent en fait aux appréciations diverses que font les uns et les autres sur le contenu de cette valeur.

Pour une première catégorie de théoriciens, l'idée de base sur laquelle doit être fondée la valeur substantielle est que la valeur d'une entreprise doit être déterminée sans tenir compte de son passif exigible. Une deuxième catégorie préfère lier la notion de valeur substantielle à celle de la valeur de rentabilité.

Le troisième groupe, enfin, fonde une telle valeur sur l'optique de la continuation, par opposition à l'approche liquidative, en véhiculant la notion de valorisation sur le principe du coût de remplacement.

En plus de ce débat de fond, concernant cette notion de valeur substantielle, il y a lieu de reprendre les dissensions relatives au mode de calcul. Ainsi, le premier point de discordance concerne la valeur elle-même. Faut-il déterminer cette valeur en terme brut ou en terme net ?

Dans le cadre de ce débat, la plupart des experts préfèrent retenir la valeur substantielle brute. Leur argumentation s'appuie, non seulement sur le sens littéral du terme de la valeur substantielle, mais aussi sur son mode de calcul, qui se base sur la valeur de remplacement des biens économiques existants nécessaires à l'exploitation.

Dans ce cadre et compte tenu de cette logique, il est incorrect selon un tel avis de désigner par le terme de valeur substantielle la valeur nette. Une telle valeur résulte de la défalcation des dettes.

Vu que le but principal de l'évaluation est de fixer la valeur de l'objet de la transaction, il appartient à l'expert de décider, après avoir déterminé la valeur du bien, le montant permettant la prise en charge des dettes.

Autrement dit, il lui appartiendra de déterminer le montant à substituer par l'acheteur, sous forme de fraction de paiement, pour la prise en charge des dettes du cédant.

Cette prise en charge des dettes du cédant induit aussi un certain nombre de divergence entre les théoriciens.

La principale controverse concerne la valeur à retenir pour les dettes. Faut-il prendre la valeur nominale de ces dettes, ou faut-il procéder à leur actualisation ?

Certains experts soutiennent qu'il est fondamental de prendre les dettes sur la base de leur valeur actualisée ou escomptée à la date de l'évaluation. Cette approche se base sur le fait que l'acquéreur d'une entreprise bénéficie d'un avantage lorsqu'il obtient la jouissance d'un crédit prolongé, contracté précédemment à un taux d'intérêt plus bas que celui en vigueur sur le marché à la date de l'évaluation.

En plus des divergences en matière des dettes, la valeur substantielle, dans son calcul, soulève un important débat ; en effet pour bon nombre de théoriciens, la notion de valeur substantielle peut être considérée comme un prolongement logique de l'actif net corrigé.

Aussi, en se basant sur une telle vision, les postes du bilan doivent être évalués de la même façon. Exception faite des postes hors exploitation, qui doivent être chiffrés en valeur vénale.

Si la plupart des théoriciens conviennent d'exclure les éléments ne servant pas à l'exploitation de l'entreprise, il demeure qu'il est difficile parfois de dissocier entre les biens servant à l'une ou l'autre. Cette difficulté fait que souvent une confusion s'installe entre la notion de valeur substantielle et le concept d'actif net en dépit du fait que la nuance est grande.

On ne peut clore ce débat autour de la valeur patrimoniale sans examiner la notion de capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

Certains théoriciens de l'évaluation considèrent que, théoriquement, la notion de CNPE a l'avantage de bien définir l'actif nécessaire pour parvenir au volume d'activité prévu.

Bien que ce concept soit séduisant dans son apparence, ces experts affirment que sur le plan pratique, lorsqu'on effectue l'analyse de l'entreprise, il est souvent aisé de déterminer certains éléments de celle-ci, considérés comme importants, pouvant conditionner la réalisation de son (ses) objectif (s). Exemple de tels éléments : installation d'une nouvelle chaîne de fabrication ou entrée d'une nouvelle machine en production.

Par contre, il est relativement difficile, non seulement d'apprécier les coûts secondaires de tels éléments, mais aussi d'évaluer de manière précise leurs répercussions indirectes.

Vu que l'évaluation doit être faite de telle manière que la marge de sécurité soit suffisante, les frais de remplacement de ces éléments ou les frais de maintien de ce capital, risquent d'être surévalués ou sous évalués.

En effet, devant une telle situation, l'expert peut -il se substituer totalement au chef d'entreprise, ou aux responsables, dans sa tentative d'appréciation des techniques à employer ou des matériels à acquérir en remplacement de l'existant ?

Aussi, s'il y a modification du processus, et compte tenu du fait que le patrimoine de l'entreprise doit être apprécié tel qu'il se trouve au moment de l'évaluation, l'expertise doit donc être faite suivant des schémas différents.

Pour cette raison, la notion de CPNE n'a pas eu le succès qu'elle était en droit d'attendre. Elle ne peut parvenir, malgré son avantage, à remplacer celle de la valeur substantielle. Ce qui a amené les théoriciens à caractériser ce concept de théorique.

Section 2. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement :

La valeur de rendement, bien qu'elle paraisse très appropriée pour évaluer une entreprise, suscite aussi de nombreuses discussions sur son utilité et son application. Ces polémiques concernent les différentes méthodes de détermination de la valeur de rendement.

Sous-section 1 LA MÉTHODE BASÉE SUR LES BÉNÉFICES ET LES DIVIDENDES

Il existe deux approches : la méthode basée sur les bénéfices et la méthode basée sur les dividendes.

A. La méthode basée sur les bénéfices

Il faut souligner que les théoriciens sont partagés quant à l'utilité de cette méthode. Certains pensent qu'elle demeure appropriée pour le calcul de la valeur de rendement de l'entreprise.

D'autres considèrent cette approche comme inadéquate, car en se basant sur les bénéfices, elle ne tient pas compte de la préoccupation fondamentale de l'actionnaire, à savoir : le dividende.

Cette réserve est émise dans la mesure où les bénéfices d'une entreprise ne sont pas, le plus souvent, distribués dans leur intégralité d'une part et l'actionnaire, dans la gestion de son portefeuille d'action, attribue aux dividendes un des rôles primordiaux d'autre part. Pour ces raisons, les experts préconisent l'utilisation de la méthode basée sur les dividendes plutôt que sur les bénéfices.

En plus de cette question de fond, les experts soulèvent d'autres remarques. La principale objection se rapporte au choix de la durée pour la détermination du montant du bénéfice moyen. Pour certains, il y a lieu de prendre une période de référence de trois années. D'autres préfèrent une durée plus longue : cinq années. Enfin une dernière approche préconise de prendre un cycle conjoncturel complet.

Nous verrons, que face aux difficultés concrètes (comme dans le cas de l'Algérie, analysé dans la 2^{ème} partie), les méthodes patrimoniales sont bien souvent mises en œuvre, parfois seules.

Dans d'autres cas, la comparaison avec d'autres méthodes d'évaluation est difficile puisque la mise en œuvre de ces méthodes requiert, soit une actualisation des flux, soit l'utilisation de données de marchés, ou du secteur d'activité, lesquelles sont souvent inexistantes.

L'information de base est fournie par les états comptables. Il s'agit de reconstituer, à partir des informations fournies, une estimation de la part permanente de résultats publiés.

Cela nécessite de retraiter le résultat net comptable de manière à isoler les éléments non récurrents ainsi que les effets de la politique comptable, à des fins de communication financière, afin de s'approcher du véritable profit de l'entreprise²³⁵.

²³⁵ Palou J.M., op cité, p.125.

Parallèlement au problème posé par le choix d'une période de référence pour la détermination du montant de bénéfice moyen, se pose aussi le problème de la détermination de la pondération des années. Ces deux difficultés induisent un doute quant à la précision de la méthode et surtout quant à ses possibilités de transposition. Le bénéfice, qui exprime la différence entre les produits et les charges et qui est la synthèse de multiples opérations, dans lesquelles s'expriment les influences endogènes ou exogènes les plus diverses, représentent une grandeur beaucoup trop complexe. Aussi, la simple moyenne de soldes ne saurait fournir une base de calcul suffisamment solide.

Finalement, en matière de détermination des bénéfices futurs, il est nécessaire pour certains théoriciens comme G. Riebold²³⁶, de ne pas trop dépendre des résultats passés pour mieux envisager les perspectives d'évolution de l'entreprise.

Ainsi pour cet auteur, « l'estimation du profit futur, l'analyse et la projection de produits raisonnablement réalisables et des coûts opérationnels concernés, peut aboutir à un chiffre différent de celui du prochain terme de la tendance des résultats des exercices écoulés. L'apparition d'un écart important entre les deux nombres serait l'indication d'une erreur dans la prévision ou d'un revirement anticipé de la conjoncture que l'analyse statistique de la série des résultats passés ne pouvait signaler. L'examen critique des causes de l'écart révèle sa nature et motive éventuellement une révision de la projection »²³⁷

Par ailleurs, si l'on considère la start-up, qui est par essence en train « d'inventer » son avenir, il n'est pas possible d'apprécier la fiabilité des prédictions commerciales. Ces méthodes ne sont pas adaptées à la start-up qui invente son avenir en situation de forte incertitude.²³⁸

A l'instar des autres méthodes, celle du PER (Price Earning Ratio) ne fait pas l'unanimité auprès des spécialistes de l'évaluation.

²³⁶ Riebold G., *Les méthodes américaines d'évaluation des entreprises*, Hommes et Techniques- in E. Sage, *Comment évaluer une entreprise*, p. 134, Sirey, 1979.

²³⁷ Riebold G., op. cité.

²³⁸ Chambard D § Ines Sen I., op. cité.

Pour ces experts, en dépit du fait qu'ils admettent tous que le cours d'une action représente le prix précis qu'un acheteur doit déboursier pour pouvoir l'acquérir, la valeur d'une entreprise n'est pas forcément égale à sa valeur boursière.

Cette distinction est assise sur le fait que la valeur boursière d'un titre est l'expression d'un équilibre entre des offres et des demandes. Elle peut augmenter ou perdre de valeur selon l'état du marché et les fluctuations de l'environnement économique.

Ces mouvements, mathématiquement exacts et techniquement mesurés avec soins, ne doivent pas faire oublier que la notion de cours d'un titre est une chose et que celle de l'entreprise en est une autre.

La chute des cours des actions d'une société cotée en bourse, quel que soit son ampleur, ne doit en aucun cas faire oublier que l'entreprise en question, non seulement garde intact son potentiel productif, ses clients et son personnel, mais aussi continue à travailler. Ce n'est que dans le cas de mauvais résultats, de mauvaises perspectives et d'absence de dividendes, qu'un lien direct s'établira entre l'entreprise et la baisse de son action en bourse.

C'est sur la base de cette distinction importante que l'acquéreur du capital d'une société, en totalité ou en partie, se trouve tenu de payer un prix plus élevé que la valeur boursière, calculée sur la base du cours enregistré avant cette opération. En somme, la détention de la majorité doit se payer plus cher car elle donne plus de pouvoir à son propriétaire.

En ce qui concerne la méthode du délai de recouvrement, certains théoriciens trouvent qu'une approche repose sur des hypothèses relativement particulières : valeur résiduelle égale à zéro, taux d'actualisation unique et distribution intégrale des bénéfices.

De telles hypothèses de travail écartent le raisonnement dans le processus d'évaluation de la pure logique des mathématiques financières.

En outre de telles hypothèses ne prennent pas en compte les différences de risque entre les marchés, les secteurs et les entreprises. Ce qui de l'avis de ces théoriciens fausse les comparaisons.

B La méthode basée sur les dividendes

L'examen de cette méthode d'évaluation permet de dégager deux groupes d'observations. Il y a celles qui mettent en exergue, non seulement la simplicité d'une telle approche, mais aussi son aptitude à répondre aux exigences des actionnaires qui

ne conçoivent la valeur de l'entreprise qu'à travers les dividendes qu'elle peut leur octroyer.

Ensuite, il y a les observations qui mettent en évidence cette incapacité de la méthode à prendre en considération, ni les futurs dividendes qui seront distribués, ni les variations du taux de capitalisation.

Quoiqu'il y a lieu de souligner que l'argumentation invoquée, dans le cadre de cette seconde observation, semble être contredite dans la pratique par le comportement de la majorité des acquéreurs d'entreprises. Un tel comportement incite à penser que l'évaluation d'une entreprise, sur la seule valeur de capitalisation, semble simpliste.

En effet, l'expérience dans les pays développés, en matière d'opérations de rapprochement d'entreprises, démontre en général que des nouveaux acquéreurs sont motivés dans cet acte d'achat par d'autres objectifs que seulement celui de percevoir des dividendes de façon périodique, au même titre que percevoir des intérêts sur un placement financier.

Toutefois, il est nécessaire de faire remarquer que la méthode des dividendes s'est révélée très utile dans le cas de l'acquisition d'un certain nombre d'actions, dans le cadre d'une opération de prise de participation dans le capital d'une entreprise, en vue de faire fructifier financièrement le capital placé.

Parmi les limites de cette méthode, il faut souligner que, face à un environnement économique incertain, il est parfois difficile de déterminer les flux financiers futurs ainsi que la durée d'actualisation qu'il conviendra de retenir.

Le taux de distribution dépend de la stratégie de croissance, de la politique de financement, et notamment de la politique de distribution. Cette dernière est parfois déconnectée de l'évolution des résultats par action.

Sous-section 2 LA MÉTHODE BASÉE SUR LE CASH-FLOW

En matière d'évaluation d'une entreprise par son cash-flow, trois types de critiques sont soulevées dans les débats entre les théoriciens. Le premier type de remarques qui touche à la technique du « sinking fund » est relatif à l'usage de ce double taux de rentabilité : le taux de récupération du capital investi et le taux de rendement attendu de ce capital.

Dans une telle optique, le taux de rentabilité attendu d'un investissement est le taux interne de rentabilité. Alors que le taux qui va servir de base de récupération est un taux qui s'apparente à un taux d'emprunt (taux de marché financier). Le problème à

ce niveau est celui de la détermination du taux à appliquer : faut-il prendre comme taux de référence, le taux d'emprunt du marché, ou faut-il prendre comme norme, le taux interne ? La question reste posée

La deuxième catégorie d'observations concerne les cash-flows non courants, au cours de la période considérée. Certains experts suggèrent de résoudre le problème par le recours au procédé du lissage actuariel. Cette contrainte pourrait être levée par le calcul d'une série de flux constants, dont la valeur actuelle pourrait être égale à la série de flux irréguliers.

Enfin, le troisième groupe de critiques a trait à la valeur résiduelle. En posant un tel problème, les théoriciens soulèvent en fait le problème de détermination de l'actif net résiduel en fin de période : actif immobilier et trésorerie nette. Ce qui, dans leur optique, revient à poser de manière indirecte le problème de la détermination de la valeur patrimoniale. Or, ce problème se pose pour toutes les méthodes de calcul de la valeur de rendement.

En ce qui concerne cette valeur résiduelle, certains experts proposent d'intégrer la valeur résiduelle dans le calcul du cash disponible constant. Or, traiter la question de cette manière, revient à traiter tous les actifs sur la base d'une durée équivalente ; ce qui n'est pas aussi évident.

Il est à noter le poids relatif de la valeur terminale dans la valeur totale et le manque de visibilité réelle des analystes sur le taux g (taux de croissance) qui sera appliqué conférant à la méthode un aspect approximatif dans son application, à travers les principaux paramètres qu'elle met en jeu.

La difficulté de la formule est de disposer de prévisions fiables sur une longue période. La période est trop courte, la fiabilité des prévisions est meilleure, mais la valeur résiduelle prend trop d'importance, ce qui tend à surévaluer l'entreprise.

Au contraire, si la période est trop longue, la fiabilité et la pérennité des prévisions peuvent être mises en cause.

Enfin, le choix du taux d'actualisation peut dans certains cas, être considéré comme arbitraire et contestable.

Section 3. Débats sur les nouvelles approches et les méthodes des comparables ou multiples

A l'encontre de l'éternelle opposition, valeur patrimoniale et valeur de rendement, ces nouvelles approches abordent l'évaluation pour résoudre ce traditionnel conflit. Toutefois, ces approches soulèvent des retenues de la part des experts qui ont trait à leur conception et à leur utilité pour l'évaluation.

Sous-section 1 LES MÉTHODES INTERMÉDIAIRES

Les méthodes intermédiaires ou composites, en tentant de réconcilier la valeur patrimoniale et la valeur de rendement, engendrent d'importantes controverses.

A La méthode du goodwill

L'application de la méthode du goodwill suscite des débats entre les théoriciens, à tel point qu'ils peuvent être classés en deux groupes.

Le premier groupe tente de mettre en valeur la simplicité de cette méthode en se basant sur les notions de richesse et d'accumulation prévisionnelle du profit. Cette simplicité donne à cette méthode deux avantages majeurs.

Le premier est que la méthode du goodwill confère à la démarche d'évaluation une certaine rapidité, en se fondant non seulement sur la réalité financière de l'exploitation, mais aussi sur une perception opérationnelle du risque.

Le second avantage est cette possibilité de gommer les erreurs qui peuvent résulter d'une évaluation erronée des actifs d'exploitation. Exemple : s'il y a surévaluation des actifs, le goodwill se voit diminuer, s'il y a sous-évaluation des actifs, le goodwill provoque une compensation partielle.

Ces deux avantages donnent à cette approche par le goodwill un intérêt certain, notamment lorsqu'il s'agit de procéder à une évaluation d'une société dans le cadre d'un achat, alors que l'expert a de grandes difficultés pour estimer les actifs de l'entreprise.

Le deuxième groupe de théoriciens, par contre, met en évidence les limites d'une telle méthode. Leur argumentation se base sur deux points fondamentaux. Le premier tient aux fondements théoriques du goodwill.

Vu que tout investissement se présente comme un échancier de flux, sa conséquence logique est l'excédent de liquidité qui en résulte.

Dans ses fondements théoriques, la méthode du goodwill ne s'insère pas dans cette logique de flux de fonds, tout en ayant pour soubassement fondamental, la notion d'accroissement de la richesse. Certains spécialistes considèrent l'approche par le goodwill comme obsolète, car elle présente un caractère mécanique, peu compatible avec la logique financière.

Or, il ne peut y avoir d'accroissement de richesse durable sans flux de liquidité.

Un tel antagonisme incite certains théoriciens à penser que ce raisonnement, fondé sur l'extrapolation d'un enrichissement, peut conduire à des erreurs graves.

L'argument le plus évident pour corroborer leur opposition est qu'une société, malgré les bénéfices dégagés, peut être compromise dans sa pérennité en raison de difficultés de trésorerie insurmontables.

Le second point concerne l'application d'une telle méthode. En effet, dans son application, la méthode du goodwill ne s'appuie pas sur les paramètres de base relatifs à la structure de l'exploitation. De ce fait, les problèmes d'équilibres financiers, d'investissements et de financements ne sont pas abordés. En outre, elle ne s'appuie que sur des données prévisionnelles volontairement simplifiées et obtenues par extrapolation.

Pour A. Schatt et T. Roy,²³⁹ une première critique de cette approche réside dans la grande variété de calcul de cette valeur. Une deuxième critique s'interroge sur le véritable apport d'une méthode qui cherche à concilier une approche basée sur les données comptables, foncièrement statique, avec une approche basée sur les flux futurs. Enfin, la principale critique réside dans l'actualisation (ou la capitalisation) de bénéfices. En effet, selon la théorie financière, seule l'actualisation des flux de liquidités est pertinente et en aucun cas celle des bénéfices.

Par conséquent, aux yeux du deuxième groupe de théoriciens, la démarche d'évaluation basée sur le goodwill est inadaptée pour l'estimation d'importantes

²³⁹ Revue Française de Comptabilité, op. cité, 2009.

sociétés. Par contre, ils considèrent qu'elle reste une approche très appropriée pour l'évaluation de petites et moyennes entreprises.

Aussi la méthode du goodwill, sur la base de ces critiques, peut constituer un premier filtre très efficace, pour une étude beaucoup plus approfondie.

B. La méthode des moyennes pondérées

Les experts sont également partagés sur l'utilité de la méthode des moyennes pondérées. Il y a ceux qui affirment que, dans les situations de prise de contrôle, les praticiens aiment recourir à un panaché de plusieurs méthodes. Mais d'autres reconnaissent que, si l'évaluateur a un objectif clair et précis et si l'entreprise a des caractéristiques spécifiques, une méthode est certainement mieux adaptée que les autres.

Quand l'absence d'objectif et de perception de la spécificité de l'entreprise n'impose pas une approche et que les différentes méthodes donnent des résultats très éloignés les uns des autres, il est intéressant d'en pondérer plusieurs. Cette façon d'agir donne l'impression de limiter les risques d'erreur.

Mais, s'il n'y a qu'une valeur de l'entreprise et que toutes les méthodes devraient l'approcher, ou bien, s'il y a eu plusieurs valeurs, et que chacune d'elle correspond, tout au moins dans une perspective de prise de contrôle, à une certaine utilisation des actifs, une pondération de plusieurs méthodes ne fait qu'obscurcir l'évaluation.

Si, par exemple, l'entreprise a un actif corrigé de 1000 et une valeur de rentabilité de 200, chacune de ces méthodes a une signification opérationnelle précise. L'entreprise vaut 100 dans le cas d'une cession d'actifs, 200 dans l'hypothèse d'une poursuite d'activité. Mais une moyenne de 600 n'a pas de signification.

D'une manière générale, les experts reconnaissent que la principale utilité de la moyenne pondérée est son utilisation possible dans la négociation.

Pour J.F.Pansard et J.P. Preau²⁴⁰²⁴¹, les moyennes des méthodes sont le plus souvent pratiquées par l'administration fiscale, sans réflexion sur la comptabilité des valeurs (ou alors pour justifier un prix !). En effet, notamment quand elle combine des valeurs patrimoniales et de rendement, elle conduit simultanément la liquidation de l'activité et sa continuité.

²⁴⁰ Revue SIC, N° 299, Op cité, 2011

Sous-section 2 LES APPROCHES MODERNES DE L'ÉVALUATION

Les approches dites « modernes » rencontrent également d'importantes objections sur leur utilité et leur intégration à l'évaluation.

De ce fait, les experts sont partagés sur l'utilité de ces approches pour l'évaluation. D. Pene²⁴² pense que l'on peut intégrer ces approches à l'évaluation, car elles ont un intérêt particulier. Il poursuit que « de nombreuses recherches sur ces approches ont été effectuées et il semble qu'elles donnent des résultats satisfaisants ». Mais il pose le problème de la pratique et il admet qu'il est très complexe à les mettre en œuvre.

L'autre catégorie d'experts ne reconnaît même pas ces approches. Ils ne les ont pas intégrées dans leurs ouvrages consacrés à l'évaluation.

A L'apport de la théorie des options:

Le débat au sujet de la théorie des options s'articule autour de son aspect pratique. Cet aspect conduit à une valeur de l'action dite valeur de la flexibilité.

Pour son calcul, les experts apportent une objection. Ils avancent que ce mode de calcul se heurte, dans la pratique, à de nombreuses difficultés.

La première difficulté tient au fait qu'il faut trouver une entreprise qui soit très simple, en principe en mono activité, et qui ressemble à un projet d'investissement (mines, puits de pétrole, etc...) pour que les options (ajournement, extension, contraction, etc...) soient aisément formalisables.

L'exception peut être faite pour l'option de cession qui peut, dans le cadre d'une stratégie de croissance externe, s'appliquer à des sociétés plus complexes.

La deuxième difficulté se manifeste à travers le fait qu'il faut que l'on trouve sur le marché des titres cotés dont les flux prévisionnels soient identiques à ceux de l'arbre de décision représentant la société évaluée. C'est extrêmement difficile et cela suppose l'existence d'un marché très vaste.

En plus de ces deux difficultés, les experts remarquent que, dans la plupart des cas, on ne disposera pas des éléments permettant de faire des calculs précis. De ce fait, ils concluent que les calculs de la valeur de la flexibilité sont approximatifs.

²⁴² Pene D., op. cité.

B Les primes et les scores

L'approche par les primes et les scores oriente son analyse sur une sorte d'action qui possède l'option de prime et de score. Sur ce point, les experts apportent une objection. Ils notent que ces options ne sont pas émises par l'entreprise. De ce fait, ces experts se demandent si cette approche est utile pour l'évaluation.

De leur côté, d'autres experts tentent de défendre cette approche. Ils pensent que l'importance de ces titres est qu'ils permettent d'entrevoir une décomposition de l'action qui pourrait éclairer sa nature sous un nouvel angle.

C La réflexion sur la valeur des droits de vote

L'approche de la réflexion sur la valeur des droits de vote repose son analyse sur l'intérêt de ce droit pour l'actionnaire. Sur ce point de vue, certains experts ne voient pas d'intérêt si l'actionnaire est minoritaire ou si la prise de contrôle est effectuée.

En plus de cette objection, ces experts remarquent que, dans la méthode utilisée dans la cotation des certificats de droit de vote, ces derniers sont séparés et corrélés des autres actions ordinaires privées de ce droit.

*Sous-section 3 LA MÉTHODE DES COMPARABLES OU
MULTIPLES*

La recherche de sociétés comparables est assez fastidieuse, notamment pour la recherche des indicateurs pertinents ; par ailleurs s'il y a absence de transaction, cela pose un problème délicat.

Nous pouvons distinguer des avantages et des limites :

Avantages :

-Simple et rapide à mettre en œuvre

-
- La valeur obtenue est basée sur les performances économiques de l'entreprise et correspond bien à la logique du repreneur.
 - Permet de cadrer la plage de valeur

Limites :

- Ne tient pas compte de la valeur du patrimoine à acquérir, ce qui peut conduire à survaloriser en s'éloignant trop de la valeur de l'Actif Net Comptable.
- La plage du multiple présente parfois une grande amplitude et son choix est difficile à justifier.

Concernant les multiples boursiers, à l'identique des multiples transactionnels, nous pouvons aussi distinguer des avantages et limites suivantes :

Avantages²⁴³:

- Les multiples boursiers constituent des indicateurs globaux qui synthétisent un grand nombre d'informations (l'exemple du Résultat en est la parfaite signification).
- Il s'agit d'un instrument qui facilite les comparaisons entre entreprises semblables.
- Le PER utilise le BNPA (Bénéfice net par action), offrant l'avantage de s'affranchir de la politique de distribution des dirigeants.

Limites :

Deux limites significatives :

- Le choix de l'échantillon : difficile de retrouver une identité parfaite au niveau des différents critères (taille, zone géographique, structure financière...), Plus les caractéristiques sont proches, plus l'évaluation sera fiable.

-Les Choix d'indicateurs significatifs :

En effet il est important de s'entendre sur quel type de résultat à prendre en compte.²⁴⁴

Le choix du bénéfice net à l'avantage de la simplicité, mais faussé par les charges et produits exceptionnels.

- La valorisation de l'entreprise ne sera pertinente que si les sociétés comparables affichent le même taux de croissance de leur BNPA

Cette méthode consiste à comparer, avec des transactions récentes de sociétés similaires, ou dans des marchés ou secteurs d'activité proches.

Elle est basée sur des multiples d'agrégats comptables. Pour qu'elle puisse obtenir une évaluation réaliste, l'emploi de cette méthode nécessite plusieurs conditions :

- des références transactionnelles

²⁴³ Chapalain G ., op. cité.

²⁴⁴ Débat sur la nature de résultat développé dans la 1^{ère} partie, chapitre 2, p.154.

-
- un échantillon de sociétés d'un secteur d'activité comparable et suffisamment représentatif.
 - si la société est cotée, un indice de référence.

Par ailleurs, cette méthode est adaptée à des sociétés qui dégagent en principe des résultats pérennes. Le problème est que l'ensemble des conditions énumérées ci-dessus n'est pas souvent réuni.

D'autre part, on risque d'occulter l'unicité de l'entreprise évaluée (en omettant d'intégrer des éléments importants, tels que sa rentabilité, son potentiel de croissance, etc...).

CONCLUSION

Ces controverses en matière d'évaluation révèlent d'importantes conclusions. Ces dernières ont de grandes conséquences sur la notion de la « juste valeur », et par voie de conséquence, sur le sens et la portée de la notion même de valeur de l'entreprise.

Effectivement, le débat entre experts indique que l'ensemble des méthodes et des techniques d'évaluation offrent de grands avantages pour déterminer la valeur de l'entreprise, mais en même temps, elles suscitent des inconvénients.

Le succès de chaque méthode provient du fait qu'elle a pu apprécier à un certain degré, qu'une partie de l'entreprise : son patrimoine, son rendement, etc...

Dans leur ensemble, les méthodes d'évaluation s'efforcent de présenter minutieusement et le plus scientifiquement possible, des modèles souvent mathématiques pour donner une valeur à l'entreprise. Par contre, elles subissent beaucoup de critiques car elles négligent à apprécier d'autres parties de l'entreprise.

C'est pour cette raison, que les experts n'accordent à aucune méthode une pleine satisfaction. Autrement dit, aucune méthode n'est appropriée en totalité pour donner la « juste valeur » à l'entreprise.

De cette analyse, l'on peut s'interroger : si aucune méthode n'est appropriée pour évaluer la « juste valeur » de l'entreprise, peut-on parler alors de « juste valeur » ?

Si l'on ne peut pas, est-ce- que l'on peut parler de la notion même de valeur d'une entreprise ? La dimension immatérielle a pris cette dernière décennie, beaucoup d'espace dans la vie économique et dans la littérature de gestion. L'objectif de la section suivante consiste à en cerner les principaux enjeux dans l'optique de l'évaluation de l'entreprise.

Section 4. La dimension immatérielle et l'évaluation des start-ups

Le capital immatériel, qui nous concerne dans le cadre de notre recherche, comprend toutes les ressources de l'entreprise sans substance physique et qui ont une valeur économique.

Dans quelle mesure ce capital immatériel devient prédominant dans l'évaluation des start-ups ?

Sous-section 1 LA DIMENSION IMMATÉRIELLE

L'investissement est l'une des plus importantes activités de l'économie²⁴⁵. Mais, depuis trente ans, sa nature change. Ce changement n'est pas fondamentalement lié à l'informatique. Le nouvel investissement ne prend pas la forme de robots, d'ordinateurs ou de puces en silicium mais ils jouent un rôle dans cette évolution. Le type d'investissement, dont on constate l'essor inexorable, est immatériel On investit dans les idées, dans le contenu esthétique, dans les logiciels, dans les marques, dans les réseaux et les relations, etc...

A Les principes

Quand les économistes se sont mis à mesurer le PIB,²⁴⁶ l'investissement se limitait au concret. Les nouvelles machines de l'usine automobile étaient un investissement ; le temps passé par les concepteurs à dessiner un nouveau modèle, n'en était pas un. Ce temps était traité comme un des coûts de fonctionnement, un « intrant intermédiaire » comme l'acier ou la facture d'électricité, et non comme une partie de la production. Le

²⁴⁵ Haskel J., S. Westlake, *Le capitalisme sans capital*, PUF, 2019.

²⁴⁶ A la fin des années 40. Produit Intérieur Brut = PIB.

design était considéré comme entièrement consommé par le processus de production et non comme une chose qui dure, à la manière dont un investissement peut durer.

La question de l'immatériel²⁴⁷ est d'une brûlante actualité. Le développement des activités de services, sur ces dernières décennies, témoigne du fait que l'immatériel est au cœur des questions qui se posent aux entreprises, tant du point de vue stratégique, qu'opérationnel.

Par ailleurs, les activités industrielles elles-mêmes se dématérialisent. A titre d'exemple, les constructeurs automobiles dépensent autant d'argent à concevoir et à vendre des voitures, qu'à les fabriquer. L'objet de notre réflexion est de comprendre comment appréhender ce processus complexe au sein des stratégies de l'entreprise et surtout comment le faire apparaître dans les états financiers.

Bien entendu, l'économie de « l'immatériel » ne signifie pas la fin de l'économie « matérielle »²⁴⁸. Ce qui caractérise l'économie aujourd'hui, y compris dans le domaine de l'industrie, c'est l'importance croissante prise par tout ce qui n'est pas lié à la matière et à la production proprement dite : le symbolique, l'image, la réputation, la culture, les idées, la relation client... En d'autres termes, l'économie de l'immatériel rend obsolète l'opposition traditionnelle entre l'industrie et les services.

La création de valeur ne passe plus par la production physique, mais par la valorisation de l'intelligence dans l'entreprise et par l'intégration d'une meilleure adaptation aux cycles du changement de plus en plus courts, ainsi que par une mobilisation de l'ensemble des savoirs de l'entreprise.

Si l'on considère que les ressources immatérielles dans l'entreprise constituent un levier essentiel de développement d'un avantage compétitif durable sur le marché, alors, la question de leur mesure et plus généralement de leur évaluation, se pose de manière cruciale.

Sur le plan patrimonial, on sait depuis longtemps que les bilans, dans leur configuration générale, traduisent de moins en moins l'état réel du patrimoine des entreprises dans un contexte de plus en plus dominé par l'intelligence et l'immatériel. La notion de Goodwill n'est-elle pas elle-même in fine, une traduction de cet écart grandissant ?

²⁴⁷ Bounfour A., *Le Management des ressources immatérielles*, Dunod, 2019.

²⁴⁸ Habib L., *La force de l'immatériel, pour transformer l'économie*, PUF, 2012.

S'il est relativement aisé de faire l'inventaire des actifs matériels et monétaires d'une structure (parc immobilier, machines, meubles, trésorerie...), il est à priori plus délicat de faire celui de ses actifs immatériels. La première difficulté réside dans le caractère abstrait du concept « immatérialité ». A. Fustec a imaginé une métaphore précieuse pour la dépasser, en décrivant trois types d'actifs dans l'entreprise : les actifs solides (machines), les actifs liquides ou presque (créances, disponibilités) et les actifs gazeux, invisibles ou volatils (nos fameux actifs immatériels).²⁴⁹

Historiquement, les modes de gestion sont trop imprégnés de préoccupations de nature physique. Les règles juridiques et comptables, par exemple, sont trop « prudentes » à l'égard de la valorisation des activités immatérielles en tant qu'actif de l'entreprise.

Il y a, de ce point de vue un paradoxe car les performances des entreprises dépendent largement de la qualité de leurs actifs immatériels et de leur capacité à les maintenir et à les développer, tant quantitativement que qualitativement.

Selon P.Boisselier²⁵⁰, sur un plan macro-économique ou micro-économique, force est de constater l'importance de la compétitivité. Or cette dernière trouve son origine dans de nombreux facteurs. Les études effectuées sur ce sujet, mettent toutes en évidence le poids de la recherche et développement (R et D)²⁵¹, de l'informatique, de nouvelles méthodes d'organisation de la gestion et de la production, et plus généralement de l'innovation dans l'amélioration de la productivité et de la croissance économique.

Le phénomène en soi n'est pas véritablement nouveau, mais il surprend par son ampleur. En effet, alors que l'investissement apparait comme le moteur traditionnel de la croissance, il recule au profit des dépenses de type « immatériel ».

Plus exactement, les investissements traditionnels en construction, matériels, machines-outils...cèdent le pas au bénéfice de la R et D, du marketing, des logiciels, des marques, des brevets, et de la formation²⁵²...

Existe-t-il des instruments privilégiés d'information de l'entreprise pour mesurer l'immatériel ?

²⁴⁹ Fustec A., ancien président et responsable scientifique de l'Observatoire de l'immatériel. Il est notamment l'auteur, avec B. Marois, de « *Valoriser le capital immatériel* », Paris, Edition d'Organisation, 2007.

²⁵⁰ Boisselier P., *L'investissement immatériel*, De Boek,1993.

²⁵¹ La R et D des entreprises représentaient 1,46% du PIB en France en 2019, Etat de l'enseignement supérieur de la recherche et de l'innovation en France N°15, 2019 .

²⁵² Aujourd'hui en 2022, les entreprises du CAC 40, la part de l'immatériel est entre 50 et 72% .

B Le traitement comptable des intangibles

L'outil comptable apparaît démuné face à la complexité que représentent ces nouveaux types de dépenses. Cependant, des progrès ont été réalisés. Les investisseurs veulent découvrir ce qu'une entreprise dépense en intangibles. Certains auteurs usent de l'expression OCNI (Objet Comptable Non Identifié)²⁵³.

Comment ceux-ci sont-ils traités ?

La question, posée au début des années 90, était la suivante : l'intrusion de l'immatériel est un constat. Constitue-t-elle pour autant une « révolution durable » dans nos modes de production et de fonctionnement²⁵⁴ ?

Nous pouvons aujourd'hui répondre positivement, tant cette tendance s'est inscrite sur la durée²⁵⁵.

Compte tenu des modifications importantes de son environnement, la comptabilité a pour vocation de s'adapter à ces changements et à les traduire le mieux possible.

En l'occurrence, elle se doit de prendre en compte les phénomènes qui ont le plus touché notre société actuelle : la finance de marché et l'investissement immatériel en font partie.

L'activation (passage à l'actif) s'avère extrêmement délicate. Tout simplement, dans la comptabilité continentale (par opposition à la comptabilité anglo-saxonne), l'optique est à l'origine patrimoniale et dominée par le principe de prudence.

Cependant, avec l'adoption des normes IFRS et l'influence anglo-saxonne, la tendance va vers plus de pragmatisme, donc vers l'activation des charges de l'immatériel.

Pour M.B. Veraldi²⁵⁶, les actifs incorporels sont des actifs non monétaires, sans substance physique, procurant des avantages économiques futurs, séparables ou résultant de droits contractuels ou légaux²⁵⁷. Le consensus des évaluateurs s'inspire de la hiérarchie des méthodes de mesure de la juste valeur, telle que définie par la norme IFRS 13 (juste valeur) et s'articule autour des approches suivantes : approche par le marché, approche par les revenus, approche par les coûts, lorsque les deux approches précédentes s'avèrent impossible à mettre en œuvre.

²⁵³ Gélard G., op cité, Thèse 1^{ère} partie, P. 122.

²⁵⁴ Boisselier P., *L'investissement immatériel*, op.cité, De Boek,1993.

²⁵⁵ Haske J., § Westlake S., *Le capitalisme sans capital*, PUF, 2019.

²⁵⁶ Veraldi M.B., *Evaluation d'entreprise*, Revue Convergence, N°21, 2017.

²⁵⁷ Référence à l'IAS 38.

Selon B.Yon²⁵⁸, la principale difficulté pour donner une évaluation des critères de la catégorie dite « actifs immatériels » est que ceux-ci sont comptabilisés généralement en charges de l'exercice.

Les seuls qui peuvent être mis en actifs (activés en langage professionnel ; dit aussi : inscrits en immobilisations), sont les frais de recherches et les frais de développement, stricto sensu, à condition qu'ils offrent de réelles perspectives de commercialisation (ou de mise en service), de véritables avantages comparatifs et que toutes les incertitudes techniques aient été levées.

A mesure que les actifs immatériels prennent de l'importance, la société a besoin d'une organisation plus structurée, d'un management plus fin et d'analyses de marché plus approfondies.

La transposition financière, pour difficile qu'elle soit, n'en est pas moins indispensable pour attribuer une juste valeur.

De nouvelles normes internationales, instaurées par les comptables pour ces analyses à caractère financier, sont maintenant proposées aux entreprises qui désirent être évaluées selon les nouveaux standards.

Les normes IFRS stipulent qu'une dépense pour être activée, doit appartenir à l'une ou l'autre des catégories suivantes :

- Capital client
- Capital humain
- Capital de connaissances
- Capital de marques
- Capital d'organisation
- Capital fournisseurs
- Capital système d'information

La norme IAS 38 regroupe ces actifs immatériels en immobilisations incorporelles par domaine : marketing, clients, contrats, technologies et actifs artistiques...

La valeur peut être fixée, si deux conditions sont remplies :

- Contribuer aux Cash-flows futurs
- Le coût ou la valeur se déterminent de manière fiable.

Dans la pratique, les dernières conditions, qui permettraient d'immobiliser ces dépenses sont rarement réunies.

En référence à l'IAS 38, cette dernière couvre de nombreux actifs immatériels, convenablement identifiables (marques, brevets, dépenses de recherche et

²⁵⁸ Yon B., Attali B., *Management et financement de l'innovation*, Revue Banque, 2015.

développement, licences de fabrication, etc...). La nomenclature devra être complétée pour y inclure les capitaux intellectuels, humains, relationnels. Ce à quoi tendent dorénavant les nouvelles normes IFRS. En particulier l'IFRS 3 qui est consacrée au « Regroupements d'entreprises ».

Le développement qui suit, consacré aux startups, puise justement dans ces nouveaux concepts d'immatérialité.

La démarche d'évaluation²⁵⁹ conduit à une mesure extra-financière, permettant de suivre la création de valeur et la performance globale de l'entreprise, au-delà de sa simple performance financière, en la dotant d'outils de pilotage. Chaque actif immatériel est décomposé sur la base d'indicateurs, eux-mêmes scindés en critères. Le niveau le plus fin de la décomposition est affecté d'une notation dépendante soit de données chiffrées de l'entité, soit d'informations recueillies (rapports extra-financiers/ entretiens avec l'entité, etc..). Chaque critère est alors pondéré pour obtenir la valeur extra-financière moyenne qui permet d'identifier des voies d'amélioration pour revaloriser l'actif immatériel concerné.

Sous-section 2 L'ÉVALUATION DES START-UPS

L'appellation start-up vient de l'anglais et signifie « démarrage » ou « débiter »²⁶⁰. Ainsi, une jeune « pousse » ou jeune entreprise peut être définie selon trois caractéristiques :

- Une société récente, ce qui correspond en général aux cinq premières années.
- Un potentiel de croissance basé sur les nouvelles technologies,
- L'existence d'une innovation, parfois associée à un business model disruptif.

La question que nous pouvons nous posons est la suivante : Quelle adaptation faire des méthodes d'évaluation existantes ?

A Le changement de paradigme

²⁵⁹ Veraldi M.B., op cité.

²⁶⁰ Attali B., Ouziel § Trigano J.G., *Valoriser le capital immatériel des entreprises innovantes*, op. cité, Revue Banque, 2020.

C'est ce changement de paradigme qui pose difficulté pour l'évaluation des startups. Selon F.Meunier²⁶¹, la révolution digitale se caractérise par ses innovations, par les gains de productivité qu'elle permet, par d'autres manières de produire, de distribuer, de consommer...

Cette irruption du numérique ces dernières années est le fruit de trois ingrédients techniques radicalement nouveaux : des bases de données immensément plus riches, des capacités de recherche capables d'y plonger efficacement et une connectivité plus forte et moins coûteuse.

L'embaras, c'est qu'elle apporte l'innovation, mais nous rend, en même temps, moins capable de l'évaluer, de la mesurer, de lui donner un prix. Une fonction importante dans l'économie est déstabilisée, celle de l'évaluation. Le numérique ne remet pas en cause les méthodes d'évaluation d'un point de vue conceptuel. Il oblige l'évaluateur à davantage s'interroger sur la viabilité du modèle économique, sur le champ concurrentiel, sur le mécanisme de formation des prix et des coûts, sur la relation entre l'entreprise et son personnel, sur l'environnement réglementaire, etc..., de façon plus globale sur sa stratégie.

A ce sujet, J.F. Pansard effectue une analyse pertinente²⁶², concernant les changements de paradigme sur la stratégie d'entreprise depuis Porter²⁶³.

Modèle le plus enseigné ces dernières décennies à travers le monde, ce modèle de positionnement, aussi appelé modèle des cinq forces, est généralement complété par l'examen des ressources stratégiques, centré sur l'analyse interne de l'entreprise.

Cependant, au début des années 2000, cette quiétude commença à être ébranlée par l'arrivée d'agents économiques d'un type nouveau, appelés par la presse « startup » ou « jeune pousse » avec une forte croissance.

Ces entreprises opéraient dans des secteurs variés, mais avaient une caractéristique commune : elles étaient fondées principalement sur des innovations.

L'innovation n'a rien d'un phénomène nouveau. Depuis des siècles, l'évolution économique a été fondée sur des innovations techniques. C'est le rythme rapide de diffusion de la technologie qui a évolué et qui est nouveau.

²⁶¹ Meunier F., *Comprendre et évaluer les entreprises numériques*, Eyrolles, 2017.

²⁶² Pansard J.F., « *L'analyse stratégique des entreprises innovantes* », *Revue Française de Compta*, 2020.

²⁶³ Porter M., *How competitive forces shape strategy*, *Harvard Business Review*, Avril 1979.

Auparavant, le rythme de diffusion de ces technologies était suffisamment lent pour que les entreprises puissent avoir un modèle économique robuste, pendant de nombreuses années. Cela donnait des repères stables.

Vu à partir du modèle de Porter, celui-ci supposait que les clients, les fournisseurs, les concurrents, les nouveaux entrants et les produits de substitution correspondaient à des acteurs bien définis et stables dans la durée. Lorsqu'un positionnement évolue en permanence, le modèle classique de Porter est peu adapté à l'analyse stratégique.

A titre d'exemple, des analystes financiers se sont penchés sur Amazon ; dans sa première période Amazon était considéré comme distributeur de livres et de disques. Les concurrents étaient principalement des chaînes traditionnelles de distribution de produits culturels. Vingt ans plus tard les mêmes analystes, lorsqu'ils examinent Amazon ont beaucoup plus de mal à qualifier son modèle économique et à identifier les concurrents. En effet, beaucoup d'entreprises sont à la fois fournisseurs, clients et concurrents d'Amazon !

Lorsqu'un positionnement évolue en permanence, le modèle classique de Porter est donc peu adapté à l'analyse stratégique. Il reste valable, selon J.M. Pansard²⁶⁴, dans les secteurs à évolution lente mais ceux-ci ne sont pas à l'abri de chocs brutaux.

La question qui reste posée désormais est de savoir comment analyser la stratégie d'une entreprise dont le principe même est l'innovation ? Et surtout, comment se situe la problématique de la valeur ?

L'exercice est plus difficile que celui de l'analyse des firmes traditionnelles. Même si l'entreprise est déjà entrée dans une phase de son cycle de vie, où elle vend effectivement ses produits et ses services à ses clients, son positionnement est rarement stabilisé. La géographie du secteur où elle opère est fréquemment bousculée. Ceci rend inadapté l'utilisation de modèles de positionnement statique. Ensuite, et c'est une évidence, dans la firme traditionnelle l'analyste peut se pencher sur l'historique et réfléchir sur l'avenir. La firme réellement innovante a par définition peu d'historique et un avenir très incertain, comme nous l'avons précisé ci-dessus.

Selon J.M. Pansard, « seule une démarche structurée et une confrontation systématique des opinions permettent d'espérer un jugement réaliste dans un domaine qui tient plus de l'art que de la science ».

²⁶⁴ Pansard J.M., op.cité.

D'autres témoignages d'acteurs de startup vont dans le même sens²⁶⁵, les cash-flows actualisés, ou sur la méthode des multiples de valorisation, sachant que la startup n'a en général aucun bilan derrière elle. Ces approches se révèlent très approximatives. Pour évaluer une startup, la bonne approche consiste à analyser le potentiel de l'entreprise. Il s'agit par conséquent d'examiner l'amplitude d'évolution, c'est-à-dire le potentiel du business plan dans les années à venir.

Selon d'autres auteurs²⁶⁶, lors de la valorisation des startups, une difficulté majeure est l'absence de données comparables. Cependant certaines banques de données²⁶⁷ commencent à fournir des informations pertinentes permettant de mettre en œuvre une approche par les comparables. Même si beaucoup de transactions ne sont pas connues du public et ne peuvent alimenter les bases de données en question. Il s'agit donc d'une vraie difficulté pour l'évaluateur.

Le futur n'est pas en conformité avec l'image du passé. « Qui aurait pu penser que la création d'un site web vendant en ligne des livres, vaudrait un jour, près de 1 000 milliards de dollars de capitalisation boursière ? »²⁶⁸

B L'émergence de l'immatériel et les modèles d'évaluation

B1 Les limites des méthodes usuelles

Les méthodes d'évaluation traditionnelles (approche patrimoniale, approche par les flux, approche par les multiples) montrent de trop nombreuses limites pour être appliquées à l'univers de la start-up : approches trop statiques, absence de prise en compte de données immatérielles qui sont à l'origine de leur avantage. Une étude du cabinet EY²⁶⁹ montre que 2/3 de la valeur d'une entreprise sont représentés par son capital immatériel.

Le capital humain représente l'immatériel le plus important au sein de la start-up. Il participe à la performance de la société. Cette création de valeur est permise grâce à un bon pilotage du capital humain.

Les méthodes usuelles ou traditionnelles :

- a) Les méthodes analogiques : Les méthodes analogiques reposent sur l'application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même

²⁶⁵ Baillie J.C., Président de Novaquark, *Interview d'un entrepreneur*, Revue Convergence, 2017.

²⁶⁶ Dijols R., Evalueur d'entreprise, *Interview d'un entrepreneur*, Revue Convergence, 2017.

²⁶⁷ Exemple : Avolta Partners.

²⁶⁸ Op cité, J.M. Baillie J.M., op cité.

²⁶⁹ Source : Nelson Mathew, 2017), « *Is your non-financial performance revealing the true value of your business to investors ?*, » EY, p.3-24.

secteur d'activité (ou lors de transactions portant sur des sociétés comparables) aux agrégats de la société à évaluer jugés pertinents.

En dépit de l'apparente simplicité de ces méthodes, leur utilisation pour évaluer des startups est bien souvent délicate. En effet, la mise en œuvre des méthodes analogiques est conditionnée par l'existence de sociétés cotées ou de transactions comparables. Or, la probabilité d'identifier des sociétés cotées présentant suffisamment de similitudes avec une startup, développant dans certains cas des innovations de rupture, est limitée. Enfin, il convient de rappeler que ces sociétés sont bien souvent déficitaires, ce qui rend inutilisable les agrégats représentatifs de la profitabilité (EBIT, EBITDA...). Les professionnels du capital-risque²⁷⁰ ont dès lors adapté cette approche de manière relativement pragmatique. Leur méthode, dite « venture capital approach », consiste à estimer la valeur des fonds (souvent comprise entre 4 et 7 ans). Cette valeur est ensuite actualisée à un taux d'autant plus élevé que l'entreprise est à un stade précoce de son développement. Le taux d'actualisation généralement utilisé est le taux de retour attendu par les fonds.

b) L'actualisation des flux futurs de trésorerie :

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise et en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan

D'un point de vue théorique, la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (Discounted Cash-Flow- DCF) peut être mise en œuvre dès lors qu'il existe un plan d'affaires. En pratique, elle n'est pourtant que rarement utilisée par les investisseurs. Cette méthode se heurte à un certain nombre de difficultés directement liées aux spécificités des startups (plan d'affaires par construction optimiste, risque élevé d'échec, forte illiquidité des titres...)²⁷¹. En particulier, l'estimation du taux d'actualisation, particulièrement complexe, est source de nombreux débats.

Bien que les références et approches permettant de déterminer un taux d'actualisation sont en théorie multiples, il existe aujourd'hui une forme de

²⁷⁰ op. cité, Revue Convergence, Août 2019 ;

²⁷¹ Robyn C.A., *Que vaut ma start-up ?*, op. cité, Edipro, 2022, p. 212.

consensus sur l'approche à retenir pour estimer le taux d'actualisation d'une société. Il est usuellement basé sur un coût des fonds propres estimé par l'application du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (« MEDAF »)²⁷².

Toutefois, cette approche repose sur la disponibilité de prix de marché qui permet d'estimer les différents paramètres, dont le bêta qui mesure la corrélation entre le rendement moyen du marché action.

S'agissant des startups, l'absence de comparables cotés rend difficile l'obtention de beta approprié. A cette difficulté s'ajoute la diversification limitée pour les actionnaires d'une startup qui est pourtant la base du risque sur des marchés à l'équilibre.

En conséquence, certains professionnels de la finance choisissent d'ajouter une prime forfaitaire au coût des fonds propres (ou coût moyen pondéré des fonds propres) pour prendre en compte le risque particulier, embarqué dans les flux de trésorerie futurs.

c) Les approches spécifiques :

Force est de constater que, dans des cas complexes, les adaptations développées ci-dessus sont insuffisantes pour approcher la valeur de ces jeunes sociétés.

Dans certains cas, le recours à des modèles statistiques ou optionnels peut se révéler d'une grande utilité. Parmi ces modèles, celui de « Monte Carlo »²⁷³ est une technique visant à réaliser, à l'aide d'un langage informatique, un grand nombre de simulations aléatoires indépendantes.

B2 Méthodologie d'évaluation des actifs et fixation de la valeur financière de la startup :

L'évaluation des actifs pour fixer une valeur financière de la start-up passe par une adaptation des méthodes classiques, en tenant compte de la contingence spécifique.

a) Méthodologie d'évaluation des actifs :

²⁷² Voir Chapitre 3 de la thèse, p.208..

²⁷³ Ternisien M., *L'évaluation d'entreprise à l'heure de Monte-Carlo*, Revue Convergence, N°3, p.8, 2021.

Pour certains auteurs²⁷⁴, le bilan, le compte de résultat, les annexes, ne donnent qu'une vision parcellaire de l'entreprise. La richesse d'une entreprise dépasse largement la somme de ses actifs comptables.

Le capital immatériel a longtemps été associé à la richesse cachée de l'entreprise, cette partie significative de sa valeur que l'on ne peut véritablement lire dans les comptes.

Pour l'appréhender, dès l'apparition de ce concept, les spécialistes du sujet ont cherché à en saisir les contours...

A tel point que, pour beaucoup de startups, le logiciel est considéré comme le plus « corporel » des actifs de l'entreprise.

b) Fixer une valeur financière de l'entreprise startup :

Pour certains auteurs²⁷⁵, la méthode patrimoniale se rapprocherait plutôt d'une valeur d'usage, assez mal adaptée pour fixer la valeur d'une start-up. La méthode actuarielle anticipe les revenus futurs, calculés à la valeur actuelle. La méthode des comparaisons recense des transactions passées pour justifier le prix que l'on pourrait demander à la date de transaction. On peut aussi anticiper que l'acquisition engendrera super des performances et des synergies chez l'acquéreur, ce qui motivera son achat (Goodwill). Les actifs immatériels sont aussi très importants pour donner une évaluation justifiée. Précisément, à cause de l'immatériel, il est difficile de s'accorder sur la valeur à retenir.

A quelle occasion déterminer une valeur transactionnelle ? Les objectifs sont divers :

- Pour ouvrir son capital et recevoir des fonds,
- Pour récompenser les efforts accomplis par les fondateurs (hors levée de fonds)
- Pour rémunérer les premiers, ou les meilleurs employés...

L'absence d'actifs physiques complique l'évaluation. Le bilan d'une entreprise qui réussit n'est parfois constitué que d'éléments immatériels. En conséquence, on ne peut pas rattacher la valeur de l'entreprise (c'est-à-dire la valeur de sa profitabilité future) à des éléments patrimoniaux solides. Il s'agit d'un gros changement pour l'évaluation. Dans l'immobilier, par exemple, la valeur d'un

²⁷⁴ Attali B., Ouziel J., Trigano G., *Valoriser le capital immatériel*, op cité, Revue Banque, 2020.

²⁷⁵ Attali B., Ouziel J., Trigano G., *Valoriser le capital immatériel*, op.cité, Revue Banque, 2020.

immeuble, c'est à la fois sa valeur de marché courante, aisément vérifiable sur un marché immobilier actif, et la valeur actualisée de ses loyers futurs. On est ici dans le cas simple où, valeur patrimoniale et valeur de profitabilité convergent²⁷⁶

Selon B.Yon²⁷⁷, fixer une valeur financière à l'entreprise startup est nécessaire, au moins dans deux occurrences : en cas de transaction sur une partie ou, sur la totalité des titres et en cas d'augmentation du capital. Prendre l'historique de la startup comme référence, se révèle hasardeux ; puisque le financement par capital-risque (Risk Capital) a été utilisé principalement pour éponger les pertes d'exploitation du début. La valeur ne peut être estimée justement, à partir des documents financiers antérieurs (trois derniers exercices).

Bilan et compte de Résultat qui en feront état, au mieux, pour une entreprise en déficit permanent.

Le caractère innovant des produits en cours d'élaboration, la qualité du management scientifique et organisationnel, les perspectives de marché, la propriété intellectuelle et sa protection sont autant d'aspects à prendre en compte, au même titre, sinon davantage, que les documents financiers.

Le fondateur de Microsoft (Bill Gates) le disait à ses débuts : « Our primary assets do not show up on the balance sheet at all » (« Nos actifs de première importance n'apparaissent absolument pas dans le bilan »).

Fixer une valeur est une opération complexe qui repose sur de nombreux critères : pour une part sur du constatable et, pour une autre part, sur de l'anticipé. Les méthodes qu'emploient les financiers ont une logique de base différente dont seulement une partie convient à l'évaluation d'une startup.

Il est utile de bien faire apparaître la difficulté d'évaluer, avec les méthodes classiques, qui mettront en lumière leurs limites spécifiques.

En effet, les méthodes d'évaluation ne peuvent pas être employées au début de l'entreprise, mais seulement quand l'activité commence à réellement s'établir.

c) Les méthodes classiques d'évaluation :

²⁷⁶ op. cité, Exemple tiré de : F. Meunier, *Comprendre et évaluer les entreprises numériques*, Eyrolles, 2017.

²⁷⁷ Yon B., Attali B., *Management et financement de l'innovation*, Revue Banque, 2015.

c1) La méthode patrimoniale :

Certains auteurs disent que l'approche patrimoniale n'est pas adaptée à l'estimation de la valeur d'une entreprise startup car celle-ci possède peu d'immobilisations..

Il s'agit d'entreprises naissantes, la valeur comptable de l'actif est, la plupart du temps, hors de propos par rapport à la valeur de marché.

Par ailleurs, la faiblesse de cette approche tient au fait qu'elle reste collée à ce qui est comptablement acheté. Elle ne prend pas en compte la rentabilité future espérée.

Toutefois dans de rares cas, on peut considérer une valeur de liquidation si des actifs présentent un réel intérêt pour un repreneur. Ce seront généralement des brevets, une marque ou un nom de domaine.

c2) L'approche actuarielle :

L'acquéreur de titres devrait ne considérer que le flux de revenus futurs que la société lui procurerait, lui permettant ainsi de juger du prix auquel il lui semblerait raisonnable de l'acquérir.

Sa mise de fonds sera soumise à un risque sur cet actif économique au lieu et place de son argent, éventuellement investi dans un actif sans risque (livret A par exemple).

Il y a une logique apparente dans cette manière d'opérer, mais elle est sujette à la réalisation d'hypothèses « héroïques » selon les Anglo-saxons : la série des free cash-flow est une estimation. Le taux est fixé par décision.

Le flux de free cash, pris en compte, doit être défini et chiffré, en suivant différentes notions comptables et financières :

- bénéfices futurs,
- free cash-flow futurs,
- dividendes à verser.

Le choix des flux dépend de la maturité de la société à l'innovation ? n'ayant pas encore de dividendes versés. Probablement ni même de bénéfices, la préférence sera pour les flux de cash flows.

Pour être complet, les trois méthodes actuarielles utilisées sont présentées ici²⁷⁸ :

- la méthode de Gordon Shapiro
- la méthode de Bates
- la méthode d'actualisation des free cash-flows (DCF).

Cette dernière est la méthode la plus appliquée. Aujourd'hui les DCF déterminent une valeur d'entreprise fondée, non pas sur ses bénéfices futurs, mais sur sa capacité bénéficiaire

Appréciée selon le free cash annuel qui sera un flux de trésorerie disponible. Cette valeur est purement économique, faisant abstraction des dettes et de la structure financière.

L'avantage de cette méthode est sa simplicité car les free cash flows (FCF) se trouvent directement dans le plan d'affaires prévisionnel de l'entreprise. Mais il ne faut trop s'y fier. Les FCF prévus n'ont d'autre solidité que la qualité de la rédaction du plan d'affaires.

A cette mise en garde, s'ajoutent la décision du taux d'actualisation et l'actualisation à l'infini de la valeur de sortie.

Le taux d'actualisation est une promesse de rendement financier futur. L'actualisation à l'infini de sa valeur de sortie, paraissent rigoureux en méthode, mais n'en sont pas moins sujets aux subjectivités des analystes.

Pour certains auteurs²⁷⁹, le taux d'actualisation sous la forme de CPMC (tiré du MEDAF est peu pertinent). La start-up à ses débuts, est encore plus éloignée que la PME, déjà difficile à évaluer. Le bêta sectoriel ne sera pas suffisamment précis pour prendre en compte une innovation à l'intérieur du secteur.

Cette méthode est non pas « comparative » mais « prospective ».

Par ailleurs, elle est excellente pour stabiliser un cadre de négociation et éviter qu'il quitte le terrain du rationnel. Elle force l'acheteur et le vendeur à objectiver leurs raisonnements. Cette méthode exige un bagage technique plus important que la méthode des comparables.

c3) L'approche comparative :

²⁷⁸ Déjà traité en Chapitre 1 de la thèse. p.100 à 106.

²⁷⁹ Clède S., Revue Convergence, op. cité, p.27, Août 2019.

La valorisation, résultant des DCF, est généralement complétée par les banquiers d'affaires par une comparaison avec des transactions récentes des sociétés similaires (ou proches) dans des marchés ou secteurs d'activité semblables.

Si c'est une entreprise bien établie qui rachète une startup concurrente, elle connaît le marché et a une bonne visibilité pour l'avenir.

Elle est fondée sur des indices de référence habituels : multiple de bénéfice ou EBE (proche de l'EBIT).

Pour les sociétés similaires (Peer Group), les analystes, possédant un grand nombre d'informations sur les entreprises ont une bonne connaissance des transactions récentes qui auraient eu lieu dans le secteur d'activité où se situe la société à évaluer. L'ensemble forme le groupe de pair (Peer Group) que le banquier évaluateur considère comme un échantillon représentatif des transactions dans ce secteur.

Cependant « comparaison n'est pas raison », selon le vieux dicton populaire et sélectionner des entreprises véritablement comparables est une réelle difficulté.

La valeur comptable de l'entreprise est celle de son actif net. Le prix qui est demandé, ou le cours de l'action en bourse, si l'entreprise est cotée, est rapporté à l'ANC.

Très logiquement, le rapport Prix/ANC inférieur à 1 (ce qui est assez rare dans la réalité) indiquerait que la société serait sous-évaluée, puisque ladite société vaudrait moins que sa valeur purement comptable.

Dans le cas d'un rapport supérieur à 1, l'inverse n'est pas vrai. Bien au contraire, jusqu'à un certain point, un prix (ou une cotation) supérieur à l'ANC, ne signifie nullement que la société est surévaluée. Ce fameux « un certain point » est à mieux caractériser. C'est le travail que l'approche comparative permet de faire.

Les termes que l'approche comparative sont couramment en Anglais.

Ainsi, le rapport du prix sur la valeur dans les livres comptables est : PBR (Price to Book Ratio). On calculera donc le PBR du groupe des pairs, afin d'apprécier à partir de quel montant il y aurait surévaluation dans le cas précis. Autre indicateur dans l'approche comparative :

Le Prix / Chiffre d'affaires : Price to sales Ratio. Les dettes n'étant pas prises en compte : Price to sales Ratio, debt free.

Parfois, l'endettement est retranché de la capitalisation, ce qui donne :

Capitalisation – Endettement/ CAffaires. Une société qui est endettée aura moins de valeur que celle qui ne l'est pas, ce qui est logique.

Autre rapports (ou indicateurs) :

Prix/ Cash-flow

Prix / EBE. Les amortissements ne sont pas pris en compte. C'est très proche de l'EBITDA.

Prix/ Résultat d'exploitation (EBITDA), ce dernier indicateur est privilégié, car il est le moins affecté par des éléments comptables occasionnels.

L'inconvénient de procéder ainsi, c'est que l'on occulte l'unicité de l'entreprise évaluée. En la comparant à une valeur référence, on omet d'intégrer des éléments importants, tels que la rentabilité ou son potentiel de croissance.

Il faut noter que la principale difficulté de trouver des comparables est augmentée, lorsque la start-up est caractérisée par une innovation de rupture (un produit/service ou un modèle économique).

c4) La valorisation par la rente du Goodwill :

Lorsqu'une entreprise est achetée par une autre, la valeur comptable dans les livres de la société acquise et la valeur d'acquisition ne sont pas égales. La différence, désignée Goodwill²⁸⁰, sera enregistrée dans le livre de l'acquéreur. Généralement, le Goodwill est positif, mais il peut être négatif. Le Goodwill reposerait aussi bien sur la surperformance de l'entreprise acquise que sur les synergies directes et indirectes espérées par l'acquéreur. Pour estimer la surperformance apportée par l'entreprise en startup, sont pris en considération :

- la cohérence de sa stratégie industrielle
- le domaine d'expertise reconnue (y compris par les concurrents)
- les points forts offrant un avantage comparatif durable.

Certains auteurs²⁸¹ établissent une distinction temporelle dans l'application des méthodes. Les entreprises naissantes (de 0 à 3 ans d'âge), nécessitent une approche d'évaluation particulière, à l'écart des méthodes habituelles. Au-delà, les comparables de marché commencent à être présents, les plans d'affaires (Business Plan) ont davantage de sens.

Actuellement, les financiers ont recours à la combinaison, souvent par simple moyenne, de la méthode des DCF avec celle des comparables du « groupe de pairs ».

²⁸⁰ Le Goodwill a été traité dans le Chapitre 1 de la thèse, p.121.

²⁸¹ Op cité, F. Meunier.

Le résultat ne leur sert que d'indication (dite « Valeur d'ancrage »), car ils sont bien avertis que d'autres points clés sont à prendre en considération et qui peuvent pondérer leur premier chiffrage.

Les points clés sont habituellement²⁸² :

- l'évolution de la trésorerie et du BFR
- le potentiel accessible des marchés
- la valeur anticipée de sortie

A ces notions quasi objectives, ont été ajoutées, ces dernières années, les considérations extra-financières :

- la qualité du management (proximité avec les équipes structurant le projet)
- le caractère innovant des produits
- perspectives de marché à long terme
- importance des efforts en R&D
- protection de la propriété intellectuelle, brevets...

Le plus souvent les activités de type startup sont caractérisées par une situation déficitaire les premières années et par une très forte croissance.

A la différence des entreprises matures des secteurs traditionnels, dont la valeur repose principalement sur la rentabilité des actifs existants (implantations industrielles, matériels de production...), les startups ont peu d'actifs à leur bilan, tout au plus quelques logiciels ou brevets, si bien que leur valeur provient quasi-exclusivement des opportunités de croissance²⁸³.

De ce fait, cette valeur est incertaine et volatile, d'autant plus que le potentiel des marchés visés, donc la croissance future de l'activité, sont difficiles à estimer, tout comme la marge opérationnelle susceptible d'être dégagée à moyen terme.

A court terme, la plupart des investissements passent en charges au compte de résultat (coût d'acquisition des clients, frais de recherche et développement...). En effet, la forte croissance » engendre d'importantes pertes comptables et la rentabilité est donc négative.

Par ailleurs, le risque intrinsèque qui pèse sur les flux futurs est élevé et la probabilité de faillite non négligeable. En outre, ce risque opérationnel est

²⁸² Op cité, B. Yon B., op.cité...

²⁸³ Husson B., *Analyse financière, Evaluation d'entreprise*, PUF, 2022.

difficile à appréhender, car il évolue dans le temps à mesure que certaines étapes clés du développement sont franchies et que le modèle économique se stabilise.

c5) La méthode Monte-Carlo :

Déjà évoquée ci-dessus, la méthode Monte-Carlo, apparait chez certains auteurs²⁸⁴ répondre aux besoins d'évaluation des start-ups.

La pierre angulaire de la méthode Monte-Carlo, est de ne pas se baser sur un scénario unique ; « Comme si le futur était inscrit d'avance, sans l'ombre d'un doute »²⁸⁵.

En effet, l'incertitude est devenue le cœur même de la vie économique.

D'où l'idée d'introduire dans la prévision une part d'aléatoire, ce qui rend la démarche à la fois plus riche et plus proche de la réalité.

La difficulté sur le plan pratique, de la méthode Monte-Carlo, est d'intégrer de manière rigoureuse, cette part de hasard.

Sa mise en œuvre peut se résumer par les points suivants :

1-Fixation d'un objectif (Estimation que la valeur de l'entreprise est comprise entre telle et telle borne).

2-Construire un modèle d'évaluation permettant d'identifier les variables (c'est l'étape majeure de la méthode). Si l'évaluateur souhaite recourir à la méthode des multiples ou à celle des cash-flows futurs actualisés, il doit construire son modèle.

L'intérêt de la modélisation est de mettre en exergue les variables qui vont faire l'objet d'une analyse aléatoire.

3-Définir l'amplitude :

Pour chacune des variables du modèle, l'évaluateur va définir une amplitude d'évolution et non un nombre unique (un seul taux, un seul nombre de jours de

²⁸⁴ Ternisien M., op cité.

²⁸⁵ Ternisien M., Comment évaluer une entreprise avec Monte Carlo, CCEF, Novembre 2023.

BFR, ...), contrairement à l'entreprise qui n'envisage dans son plan d'affaires (Business plan), qu'une seule et unique solution.

4- Tirer des nombres aléatoires :

Pour chaque variable, dans l'intervalle défini, l'évaluation va générer des nombres aléatoires ; Pour cela, le plus aisé est d'utiliser sur Excel l'application « ALEA.ENTRE. BORNES ».

5- Combien de nombres aléatoires :

Une question récurrente et sujette à débat ; l'essentiel est d'acquérir la certitude que la série des nombres aléatoires générée, suit une loi normale (une série d'environ 100 nombres aléatoires).

6- Relier les variables entre elles :

Le modèle défini précédemment permet de relier les variables aléatoires entre elles afin de déterminer le cash-flow disponible pour l'entreprise.

7- Calcul de trois paramètres :

Les nombres aléatoires, étant générés pour chaque variable, l'évaluateur calcule alors trois paramètres : La Moyenne(M), l'Ecart-type (S') et le coefficient de précision ($Z\alpha$). Ce dernier paramètre est différent selon l'objectif que s'assigne l'évaluateur (estimation, test de surévaluation, ou test de sous-évaluation).

8- On prend une décision : L'essentiel est de considérer la méthode Monte -Carlo comme un outil d'aide à la décision. L'évaluateur prend une décision et motive sa décision en affirmant que celle-ci a 95 chances sur 100 d'être exacte.

C Les méthodes alternatives d'évaluation des start-ups

La mesure du capital immatériel a suscité ces dernières décennies l'intérêt des chercheurs en sciences de gestion. Son inscription dans le bilan de l'entreprise reste encore problématique, notamment à cause de la non-contrôlabilité de sa composante humaine. C'est pourquoi, d'autres travaux de recherche se sont intéressés à des outils de mesure extra-comptables. Dans une logique de reconnaître la valeur économique du capital immatériel et, par-là d'ouvrir la voie à sa valorisation

C1 Les besoins d'évaluation des startups

Les besoins, en matière d'évaluation financière, de ces sociétés ont considérablement augmenté. Par ailleurs, l'intérêt porté à l'évaluation de ces sociétés par les organismes internationaux, traitant de l'évaluation d'entreprises, confirme l'importance du sujet²⁸⁶.

Il est précisé que l'évaluation des titres d'une société, dont le modèle économique n'est pas éprouvé, est un exercice particulièrement complexe. Ces sociétés sont en effet caractérisées par l'absence de données historiques et de profitabilité à court terme. Ces spécificités rendent les méthodes d'évaluation usuelles²⁸⁷, telles que les approches analogiques pour des sociétés comparables, et des transactions comparables, ou l'actualisation des flux de trésorerie, peu pertinentes, voire inopérantes. Les professionnels de l'évaluation et les investisseurs ont dès lors cherché à adapter ces méthodes de manière pragmatique et à développer de nouvelles approches.

²⁸⁶ IPEV (International Private Equity and Venture capital), cité par Revue Convergence, p. 5, Juillet-Août 2019.

²⁸⁷ Méthodes développées dans les chapitres 2 et 3 de la présente thèse.

C2 La détermination du facteur humain

L'identification des capitaux immatériels, intégrés aux start-ups, a pour objectif d'identifier les facteurs de l'avantage compétitif.

La non-reconnaissance du capital immatériel conduit indéniablement à réduire la pertinence des états financiers, c'est-à-dire leur utilité décisionnelle, pour les investisseurs.

Comment s'effectue la détermination du facteur humain ?

Il consiste en l'élaboration de questionnaires, portant sur le capital humain, à destination de personnes clés de l'entreprise, à savoir le porteur de projet et les collaborateurs. Un questionnaire est également destiné à l'appréciation de l'organisation globale.

Les principes évoqués ci-dessus sur l'immatérialité vont trouver un champ d'application idéal pour les startups.

En effet, la prise en compte de l'immatériel dans la valorisation financière des start-ups fait aujourd'hui partie intégrante de certaines prestations d'évaluation.

Sont usuellement retenus les trois piliers suivants : les fondateurs et le management, le projet et la technologie, l'écosystème et le marché.

Les principales spécificités des sociétés nouvellement créées en matière d'évaluation sont :

- Un risque d'échec commercial élevé.

- La présence fréquente d'innovations de rupture empêchant des comparaisons pertinentes avec d'autres sociétés,

- Une absence d'historique de rentabilité.

Pour S.Clèdes²⁸⁸, le terme « jeune pousse » (traduction de start-up) est ambigu. Il tient plus du langage courant et peut concerner des cas très différents. Le critère de différenciation essentiel est le stade de maturité qui impacte massivement le niveau du risque. Nous pouvons distinguer quatre étapes, chacune correspondant à un saut de valeur fondamental :

- Le projet : produit ou concept non validé, pas de chiffres d'affaires,

- Le lancement : produit ou concept finalisé, pas de chiffre d'affaires,

- Les premières ventes : rentabilité non atteinte,

²⁸⁸ Clèdes S., *Peut-on évaluer les jeunes pousses*, Revue Convergence, N°21, 2017.

-Le premier bénéfice : Cash-flow positif.

Chaque étape d'évaluation est unique et requiert une démarche sur mesure.

Certaines s'inscrivent dans des contextes spécifiques, où des facteurs endogènes et exogènes à l'activité évaluée, viennent compliquer le choix des méthodes à mettre en œuvre. L'évaluation des startups en fait partie.

Deux caractéristiques sont historiquement accolées à la startup, un caractère déficitaire durant les premières années, et une très forte croissance, d'autre part.

A la différence des entreprises matures des secteurs traditionnels, dont la valeur repose principalement sur la rentabilité des actifs existants (implantations industrielles, matériels de production...), ces entreprises ont peu d'actifs à leur bilan (tout au plus quelques logiciels ou brevets), si bien que leur valeur provient quasi exclusivement des opportunités de croissance²⁸⁹.

De ce fait, cette valeur est incertaine et volatile, d'autant plus que le potentiel des marchés visés, donc la croissance future de l'activité, sont difficiles à estimer, tout comme la marge opérationnelle susceptible d'être déglacée à moyen terme. A court terme, comme la plupart des investissements passent en charges au compte de résultat (coût d'acquisition des clients et frais de recherche et développement²⁹⁰, par exemple), la forte croissance engendre d'importantes pertes comptables et la profitabilité est très négative.

Par ailleurs, le risque opérationnel est difficile à appréhender, car il évolue dans le temps à mesure que certaines étapes clés du développement sont franchies et que le modèle économique se stabilise.

Selon certains auteurs²⁹¹, ils considèrent que la méthode DCF est la plus appropriée, en raison de la faculté, donnée à l'évaluateur, d'adapter les modalités de mise en œuvre à la spécificité du contexte. A ce propos, l'élément clé à intégrer dans la configuration du modèle est l'évolution du risque intrinsèque dans le temps : niveau élevé sur une première période (typiquement 5 à 10 ans), lié à l'absence de visibilité sur les flux futurs, puis diminution au terme de cette période avec la stabilisation du modèle économique et la fin de la phase d'hypercroissance.

Pour les « Business Angels » chevronnés, les actifs immatériels (innovation, organisation, participation) de la startup ont davantage de vertus concurrentielles que les seuls moyens de production (actifs tangibles comptabilisés). En effet, l'efficience

²⁸⁹ Husson B., *Analyse financière et Evaluation d'entreprise*, PUF, p.383, 2021.

²⁹⁰ Frais de recherche et développement (traité dans la partie précédente sur l'immatériel).

²⁹¹ Op cité, Husson B.

organisationnelle, de même que l'agilité à innover, sont identifiés comme déterminants dans la réussite d'une entreprise.

On remarque ainsi que, dans chaque secteur d'activité, des entreprises utilisant les mêmes méthodes de production mais ayant des organisations différentes peuvent dégager des performances concurrentielles très diverses.

Pour certains auteurs²⁹², rendre visibles un certain nombre d'actifs immatériels et quantifier leur efficacité est clairement un défi à relever par les évaluateurs.

Il existe déjà une littérature sur le sujet Parmi elles : le modèle « ICM » le « Skandia Navigator », le « Intellectual Capital Index » et les éléments du « Balanced Scorecard. »²⁹³

La plupart de ces méthodes se focalisent sur le capital intellectuel, qui ne constitue qu'une partie de la gamme des actifs intangibles.

Nous pouvons faire référence à J. Schumpeter²⁹⁴, avec la théorie de « destruction créatrice ». Aujourd'hui, un volume substantiel des investissements initialement réservés aux grandes entreprises devra nécessairement être transféré vers des petites entreprises créatives et des équipes porteuses de projets novateurs.

L'immatériel est la partie majeure des projets, il s'agira d'apprécier toutes ses composantes, dans la mesure où les organismes financiers et les banques se poseront inévitablement la question de l'appréciation et de l'évaluation des entreprises innovantes avant de les financer.

Quelles sont les composantes de l'immatériel ? On peut distinguer :

Le capital dirigeant : Dans l'entreprise innovante, le dirigeant est polyvalent (Rôle de développeur et de commercial, rôle de gestionnaire, rôle de leader et manager).

Le capital collaborateur : le « bon » salarié sait qu'il se rémunérera en partie sur la réussite de la société. Lui aussi supporte un risque.

Le capital organisationnel : en référence au rapport « Thésaurus-Bercy »²⁹⁵ on précise que le capital organisationnel s'appuie sur quatre fondements : la structuration de l'entreprise, la maturité des processus, la flexibilité de l'organisation et la maîtrise du mode projet.

²⁹² Robyn C.A., *Que vaut ma start-up ?*, Edipro, 2022.

²⁹³ Evinsson L., § Malone M., cités par Fernandez A., *Les tableaux de bord du manager innovant*, Eyrolles, 2022.

²⁹⁴ Schumpeter J., *Théorie de la destruction créatrice*, Payot, 2021.

²⁹⁵ *Référentiel français de mesure de la valeur extra-financière et financière du capital immatériel des entreprises*, Octobre 2011, p.73.

Par ailleurs, il est pertinent de préciser l'origine de l'avantage compétitif et partenaires de l'entreprise innovante :

L'avantage compétitif, nous le retrouvons essentiellement dans le capital innovation (capital de savoir et pôle de compétitivité) et dans le capital système d'information (sécurisation et interfaces de gestion).

Les partenaires de l'entreprise innovante apparaissent à travers le capital sourcing (ou capital fournisseurs), le capital client (marché), notamment avec le site internet, la publicité en ligne, le blog, etc... Divers indicateurs seront pris en compte (indicateurs de référencement, indicateurs de consultation, indicateurs de fréquentation et d'implication du client...).

La stratégie de l'entreprise innovante est également à prendre en considération, à travers le capital stratégie digitale et le capital marque....

C3 Les aspects non financiers des startups :

Devant les difficultés d'application des méthodes traditionnelles et devant le sentiment prédominant qu'il n'y a pas d'alternative crédible à la rationalité de la modélisation mathématique, certains auteurs²⁹⁶, face à l'inanité des méthodes classiques, élaborent des méthodes empiriques originales d'approximation de la valeur prémoney²⁹⁷ (valeur avant l'investissement).

Ce sont des approches fondées sur l'automatisation et la technique du scoring, qui attribuent un score à chaque critère pertinent (ou facteur clé) de risque ou de succès. On distingue cinq grandes familles de critères pertinents : équipe, marché, produit, plan de développement- opportunité financière, dans lesquelles on scrute à chaque fois un certain nombre de points clés.

Elles ont pour principe que, même si une approche saine de l'évaluation des jeunes entreprises passe par une analyse rigoureuse du modèle économique tel que décrit dans le business plan, la valeur dépend surtout de la capacité des fondateurs à mettre le plan d'affaires en œuvre, en tenant compte de leur

²⁹⁶ C.A.Robyn C.A., *Que vaut ma start-up ?*, Edipro, 2022.

²⁹⁷ Premoney valuation (Valeur avant l'investissement).

expérience, de leur talent à fédérer leurs équipes, de leur pragmatisme, des moyens financiers du réseau de contacts dont ils disposent...

Les méthodes alternatives vont plutôt chercher à déceler et à valoriser les aptitudes « soft skills »²⁹⁸ de l'équipe fondatrice (celle-ci étant la pierre angulaire de la réussite du projet).

Les soft skills sont généralement classés en cinq grandes familles :

- Savoir communiquer et entrer en relation,
- Savoir travailler en équipe,
- Savoir gérer son temps et se gérer soi-même,
- Savoir prendre des décisions et des initiatives,
- Savoir prendre ses responsabilités.

Ces compétences n'apparaissent pas dans le plan d'affaires et ne sont pratiquement pas (ou alors peu) sondées et encore moins évaluées.

Les méthodes alternatives, au lieu de valoriser les projections financières du plan d'affaires, valorisent empiriquement les tempéraments (notamment la motivation, la détermination...) de l'équipe fondatrice.

Aujourd'hui, la raison et le pragmatisme incitent à s'émanciper un tant soit peu des méthodes de valorisation réelles, que celles basées sur les flux de trésorerie actualisés, et à s'orienter davantage vers les méthodes capables d'apprécier les éléments immatériels, de les mesurer, de les interpréter et de les communiquer.

Il s'agit d'apprendre à construire de nouveaux repères, d'utiliser d'autres référentiels, basés sur une culture d'évaluation avec d'autres codes.

Il ne faut pas perdre de vue que les principaux avantages concurrentiels ne figureront pas au bilan de la start-up.

A la fin des années 2000, des méthodes alternatives ont vu le jour, basées sur le scoring des critères clés d'évaluation, généralement des attributs extra-financiers, ayant un effet déterminant sur le développement de la startup naissante : l'équipe fondatrice, une idée, un concept, une technologie géniale, un prototype fonctionnel...

²⁹⁸ Source : Lexique de la « Novlangue start-up- Soft skills : Capacités de socialisation ou aptitudes aux relations interpersonnelles. Ce sont les qualités humaines, les talents développés pour agir avec autrui dans la vie de tous les jours. Elles sont plus difficiles à évaluer que les aptitudes techniques, scientifiques ou administratives, appelées hard skills ou trade skills,, qui sont des compétences spécifiquement liées au job.

Ces critères sont listés et pondérés dans une matrice de notation qui attribue à chacun une fourchette de valeurs qui fait la somme des valeurs recueillies pour chaque critère noté. Ces techniques de valorisation tiendront compte, à la marge, des prévisions financières des fondateurs.

Conclusion :

Le recours à des techniques d'évaluation des entreprises traditionnelles ou start-ups, basées entre autres, sur les flux financiers fondés sur des données de marché pour appréhender la juste valeur des investissements nécessite un environnement adéquat. Ce sera l'objet du chapitre suivant.

Introduction

L'analyse des méthodes d'évaluation d'entreprise permet d'identifier la nécessité de l'existence d'un certain nombre de données.

Parce qu'elles sont considérées comme point d'appui à toute évaluation, ces données sont indispensables pour l'aboutissement d'une telle opération.

Ces données sont normalement connues et prédéterminées d'avance ; leurs sources sont l'Entreprise elle-même et son environnement.

Ainsi, l'examen approfondi des différentes méthodes d'évaluation, développé dans le premier chapitre, nous a permis de mettre en évidence les conditions ou les préalables environnementaux nécessaires à leur application.

Ce chapitre a pour objectif, à travers une analyse des méthodes d'évaluation, de recenser et de dénombrer ces conditions et d'en tirer, non seulement les hypothèses indispensables à leur utilisation en tant que démarche d'évaluation, mais aussi les conséquences qui en découlent.

L'étude de ce chapitre sera organisée autour des points suivants :

- Les conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale
- Les conditions requises pour les Méthodes d'Evaluation de la Valeur de Rendement
- Les préglables pour l'usage des nouvelles approches d'évaluation

Section 1. Conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale

La présentation des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale a permis d'observer qu'il est possible à partir, seulement, des formules, de l'Actif Net, de l'Actif Net Corrigé, de la Valeur Substantielle ou des Capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, de déterminer la Valeur patrimoniale d'une entreprise.

Pour chaque notion, les experts proposent une technique d'évaluation particulière.

Ils utilisent, dans chacune de ces techniques, un certain nombre de données complémentaires. Celles-ci ne peuvent être rassemblées que si un certain nombre de conditions sont, aussi, réunies.

En effet, l'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale est fonction de la disponibilité de ces données et de l'existence des conditions suivantes :

- un système comptable adéquat,
- Une administration spécialisée ;
- L'assistance de spécialistes : notaires, agents immobiliers, installateurs, promoteurs et publicitaires...
- Un marché structuré de l'immobilier et du matériel,
- Une institution spécialisée de marché financier,
- Une réglementation particulière, portant sur les titres de Participation,
- Une capacité bénéficiaire pour l'entreprise à évaluer,
- Une évaluation préalable des entreprises émettrices des titres de participation ;
- Un système judiciaire pour régler les litiges.

Sous-section 1 L'EXISTENCE D'INSTITUTIONS PÉRENNES

A L'existence d'un système comptable adéquat

En premier lieu, les experts exigent l'existence d'un système comptable adéquat pour le traitement de l'information dans l'entreprise.

Comme les valeurs comptables des postes de l'actif et du passif sont le support de toute évaluation, il faut pouvoir obtenir avec facilité ces valeurs.

De telles valeurs, qui doivent en termes de qualité être d'un niveau élevé, représentent des données d'une extrême importance pour l'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale.

C'est pourquoi, il est exigé un système comptable adéquat, fiable et performant pour pouvoir disposer d'une information sur l'entreprise réaliste et fiable.

Ceci est dû au fait que la valeur patrimoniale est assise sur la valeur comptable. Or cette valeur n'est que l'ensemble des valeurs comptables des différents postes de l'actif moins celles du Passif, moyennant un certain nombre de corrections.

Aussi, quel que soit la méthode choisie pour déterminer la valeur patrimoniale, la valeur comptable de l'entreprise est l'assiette de la valeur à prendre en considération.

Autrement dit, que ce soit l'actif net, l'actif net corrigé, la valeur substantielle ou les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, la Valeur Comptable se trouve être à la base de tout calcul.

Ainsi, dans le calcul de l'actif net, la valeur comptable est prise en compte directement, sans effectuer aucune modification. Alors que pour l'actif net corrigé, la Valeur comptable des postes de l'actif et du passif, sont prises en compte les corrections nécessaires.

Tandis que pour la Valeur Substantielle, l'expert a comme point de départ la Valeur comptable dans le processus de détermination des éléments entrant dans l'exploitation en valeur d'usage et de ceux entrant en hors exploitation, en valeur vénale.

Quant aux capitaux permanents, nécessaires à l'exploitation qui sont l'émanation en termes de valeur d'usage des éléments entrant dans l'exploitation, ont aussi comme support la Valeur comptable.

Par voie de conséquence, la méthode de l'actif net est une méthode purement comptable. Celle-ci se base complètement sur des valeurs comptables affichées sur le bilan de l'entreprise sans introduire de correction. Ce qui nécessite un système comptable parfaitement adapté à de telles applications et surtout une manipulation comptable conformément aux normes de qualité.

Ce qui implique que l'entreprise soumise à une évaluation doit, au préalable, tenir une comptabilité conforme aux règles imposées par les lois en vigueur et respectant les pratiques reconnues.

Vu que la comptabilité est une technique quantitative et qualitative de traitement de l'information, cela suppose l'existence, au sein de l'entreprise en question, d'un processus de saisie, d'enregistrement, de classement et de synthétisation de l'information, qui permet d'assurer :

- L'enregistrement chronologique des opérations effectuées par l'entreprise : achats, ventes, acquisitions de biens corporels et incorporels, paiement des salariés de l'entreprise, etc.....,
- Le traitement de toutes ces informations d'une façon sincère, fiable, compétente et honnête, avec la correction des agents comptables en charge de ces opérations ;
- La synthétisation des informations à la suite des différents travaux de fin d'exercice : travaux d'inventaire, établissement du bilan, du tableau des comptes de gestion et de résultats, des autres tableaux annexes ;

-
- La mise à la disposition de l'utilisateur de ces informations, ainsi que celles concernant la répartition de la valeur ajoutée entre les différents partenaires ou agents économiques : les salariés, l'entreprise et les autres entreprises, les organes financiers, l'administration fiscale ,
 - L'analyse financière : regroupement du bilan en grandes masses significatives, calcul des fonds de roulement, etc....,
 - La mesure de la rentabilité de l'entreprise (confrontation entre les moyens mis en œuvre et les résultats obtenus) et, d'une manière générale, les critères permettant d'avoir un aperçu sur les performances de gestion.

Parallèlement à cela, la comptabilité n'est nullement une technique neutre. Car elle est organisée en fonction des besoins de ses utilisateurs. Or ces utilisateurs favorisent le type de comptabilité qui répond au mieux à leurs exigences. Ce qui signifie que :

- l'entrepreneur favorise l'utilisation de la comptabilité financière, étant donné que l'un de ces objectifs principaux est la maximisation de son profit ;
- les opérateurs économiques publics, dont l'objectif est de satisfaire les besoins déterminés par leurs tutelles, favorisent un type de comptabilité dont le champ est nettement plus large.

Les objectifs de ces deux types d'utilisateurs de comptabilité peuvent être antagonistes. Pourtant, dans le cadre de sa fonction d'enregistrement, la comptabilité sert de mémoire en constituant des documents durables.

Par voie de conséquence, l'existence d'un système comptable performant, sur la base de pratiques comptables conformes aux normes universellement reconnues est l'un des préalables indispensables, sur lequel doit s'appuyer solidement l'évaluation.

B L'existence d'une administration spécialisée

Compte tenu que la détermination de l'actif net corrigé nécessite l'usage d'indices, de coefficients et de taux pour apporter les corrections nécessaires aux valeurs comptables des postes de l'actif et du passif, l'environnement de l'entreprise est à même de fournir ces éléments, indispensables à ce type de calcul.

Ce qui implique, comme un second préalable, l'existence de structures administratives spécialisées dans la détermination, le calcul et la mise à la disposition de tout utilisateur de ces éléments nécessaires à l'application de la méthode de l'actif net corrigé. En

effet, pour déterminer la valeur de l'actif net corrigé, plusieurs méthodes sont préconisées par les théoriciens. Toutes ces méthodes font appel aux notions suivantes :

- Le Plan d'occupation du sol (POS) ;
- Les coefficients d'abattement ;
- Le taux de vétusté des bâtiments et du matériel ;
- Le coefficient de l'emplacement et de la qualité du local loué ;
- L'indice de valeur résiduelle du matériel et la durée de validité du brevet.

Ces notions sont utilisées pour permettre une évaluation adéquate des terrains, des constructions et du matériel.

B1 Le plan d'occupation des sols (POS)

Les évaluateurs recommandent pour évaluer les terrains, l'existence du Plan d'Occupation des Sols. La valeur du terrain est fonction des possibilités d'utilisation données par le POS. Ce document fournit les renseignements qui devraient faire connaître l'état du terrain à évaluer.

Le POS est un document d'urbanisme qui fixe les règles de l'urbanisation pour la commune par la municipalité. Il définit, dans les zones constructibles, le coefficient d'occupation des sols. Aussi, il indique :

- Les contraintes qui frappent les terrains (constructibles, non constructibles...),
- La zone dans laquelle, il est situé : habitation, agricole ou industrielle ;
- Le type d'activité qui peut être exercée ;
- Le coefficient d'occupation du sol (COS), qui indique la surface constructible hors œuvre, par rapport à la superficie du terrain ;
- Le coefficient d'emprise au sol, qui exprime la surface hors œuvre que l'on peut implanter par rapport à la superficie du terrain ;
- Les exigences de viabilité.
-

Si le POS n'existe pas, ces renseignements sont obtenus, en principe auprès du Ministère de l'équipement, en sollicitant un certificat d'urbanisme.

A partir du POS, deux importants coefficients sont dérivés pour l'évaluation du terrain. Il s'agit du coefficient d'occupation du sol (COS) et le coefficient d'emprise au sol.

Toute entreprise doit être normalement en possession de ces informations, pour permettre aux experts d'évaluer ces terrains.

Par voie de conséquence, et afin de permettre aux experts de procéder à une évaluation conforme aux normes de calcul, l'existence d'une administration de l'urbanisme, à défaut un service technique en charge de cet aspect, capable de fournir de tels coefficients est une nécessité impérative.

B2 Les coefficients d'abattement

Dans l'évaluation des terrains, des constructions et du matériel, les experts utilisent une palette de coefficients d'abattement. Le prix du terrain, lorsque le marché de l'immobilier est bien structuré, est fixé par les agents de l'immobilier. Ce qui permet à l'expert de recourir à de tels agents pour avoir le prix du marché.

Cependant, quand il a affaire à un terrain immobilisé, c'est-à-dire implanté de bâtiments non rationnels et qui, par conséquent, ne peuvent pas correspondre forcément aux nécessités du moment, le terrain doit subir un abattement pour occupation.

Pour ce faire, les experts utilisent un abattement pour occupation sous forme d'un coefficient : le coefficient d'abattement pour occupation. Afin d'obtenir un tel abattement, le prix de marché du terrain en question est multiplié par ce coefficient.

Ainsi, en France, par exemple, le coefficient d'abattement pour occupation varie dans une fourchette de 10 à 15% pour les plus faibles et de 40 à 50% pour les plus élevés.

L'usage d'un tel coefficient est dicté par l'écart de valeur obtenu, en appliquant dans l'évaluation de tels actifs, la méthode indiciaire et la méthode par le prix de revient.

Les experts ont pu remarquer, qu'en utilisant la méthode indiciaire, la valeur des constructions obtenue est généralement plus élevée que celle reflétée par le prix du marché. Pour cette raison, ils sont tenus d'opérer un abattement sur la valeur indiciaire. Pour cela, ils affectent le résultat obtenu d'un coefficient d'in appropriation, qui leur permet de mettre en évidence toutes les nuances dans leurs évaluations.

Aussi, par l'usage de ce coefficient d'in appropriation, la valeur indiciaire de la construction devient, en principe, appropriée et conforme. Autrement dit, elle prend en considération la conjoncture économique actuelle.

En ce qui concerne l'application de la deuxième méthode d'évaluation, à savoir la méthode par le prix de revient, les experts ont été confrontés au problème que soulève

l'occupation de l'immeuble. En effet, dès qu'un immeuble est occupé, sa valeur est de facto différente de celle d'un immeuble neuf.

Pour prendre en considération une telle situation, les experts sont tenus de faire subir à la valeur de l'immeuble un abattement. Aussi, ils affectent le résultat du calcul de la valeur de cet actif d'un coefficient de dépréciation immédiate.

En outre, en matière d'évaluation du matériel, la méthode du coût de remplacement impose à la valeur actuelle à neuf de la machine considérée (ou d'une machine identique) un abattement pour progrès technique.

A cet effet, les experts utilisent un coefficient pour progrès technique, qui est fonction d'un certain nombre de facteurs, tels que : les rendements comparés, la sécurité et les économies de main-d'œuvre.

Ces différents coefficients d'abattements nécessitent l'intervention de techniciens spécialisés. Ces derniers devront faire preuve de professionnalisme et de compétence pour déterminer avec exactitude le coefficient d'abattement qui convient à chaque situation.

Pour calculer les coefficients d'abattement, il est demandé une connaissance approfondie des éléments qui permettent d'y aboutir. De ce fait, le coefficient pour occupation exige une estimation juste et précise du dommage que l'acquéreur potentiel peut subir, du fait de l'occupation du terrain. On parle plus haut du matériel et là, nous revenons au terrain.

Le coefficient « d'in appropriation » demande impérativement la connaissance parfaite et exacte de la fraction de valeur à faire baisser. Elle correspond à l'inadaptation de l'état du bâtiment aux exigences du moment. Le résultat d'une utilisation de ce coefficient doit permettre, à la valeur indiciaire de la construction, d'être plus appropriée à la valeur actuelle du marché.

En outre, le coefficient de dépréciation immédiate demande, de son côté, de déterminer la fraction de valeur à réduire du fait du dommage causé par l'occupation de l'immeuble. Une telle réduction fait que la valeur de l'immeuble redevient appropriée à l'état actuel de l'immeuble.

Le coefficient d'abattement pour progrès technique requiert une connaissance approfondie des performances des machines, afin de permettre la comparaison de leurs résultats. A cela, les fabricants des machines peuvent apporter leur contribution aux techniciens, susceptibles de donner la valeur de ce coefficient.

L'existence de tels techniciens suppose l'existence d'agents qui maîtrisent des techniques particulières. Ils sont amenés à mettre en application leurs connaissances scientifiques et à les vérifier professionnellement sur les plans pratique et économique. De ce fait, de tels techniciens, sont contraints de suivre de manière assidue le progrès des techniques et les résultats de la recherche et du développement afférents.

Pour que l'action de ces techniciens soit efficace et judicieuse, ces agents doivent évoluer au sein de structures organisées et administrées, selon des dispositions réglementaires précises, qui non seulement définissent les règles et le champ de leur intervention, mais aussi qui uniformisent les normes de leur action.

De ce fait, l'existence d'une administration spécialisée rassemblant ces types de techniciens est une condition que les experts posent, implicitement, pour pratiquer l'évaluation des terrains, des constructions et du matériel.

B3 Les taux de vétusté

Dans l'évaluation des constructions et du matériel, la notion de vétusté, le recours à des taux ou des coefficients est obligatoire. La méthode indiciaire utilise un taux de vétusté qui est multiplié par la valeur indiciaire.

Dans le cadre de l'évaluation du matériel, trois méthodes d'évaluation utilisent le taux de vétusté. Il s'agit de la méthode du coût de remplacement, de la méthode de la valeur au kilo (ou à la tonne) et de la méthode de la valeur résiduelle de l'investissement annuelle.

Pour la méthode du coût de remplacement, en plus de l'abattement pour progrès technique, celle-ci fait subir à la valeur actuelle à neuf de la machine un abattement pour vétusté.

Également, pour la méthode de la valeur (au kilo ou à la tonne) et la méthode de la valeur résiduelle de l'investissement annuel utilisent un le taux de vétusté.

Il est important de remarquer que la vétusté est une notion différente de la notion comptable d'amortissement des investissements. En effet, pour les bâtiments industriels, l'amortissement est basé sur une durée de vie de 20 à 50 ans suivant la nature des bâtiments. Cette vision permet de définir un taux d'amortissement variant dans la fourchette de 5 à 2% par an. Or, un tel taux est supérieur à la vétusté réelle du bâtiment. La réalité du terrain a prouvé que des bâtiments industriels anciens, parfois d'une centaine d'années, supportent bien le poids des années.

De ce fait, les experts estiment qu'un bâtiment accuse une vétusté répondant à une courbe assez précise. Celle-ci peut être de 1% les toutes premières années puis, si le bâtiment est entretenu normalement, elle ne dépassera pas les années suivantes entre 0,5 à 0,75% par an.

Pour le matériel, l'amortissement est aussi basé sur une durée de vie allant de 3 à 20 ans, ce qui donne un taux d'amortissement allant de 5% à 33,33%. Ce taux ne peut être le taux de vétusté. Ce dernier devra prendre compte ? non pas la durée de vie comme principal élément d'appréciation, mais plutôt l'entretien, la qualité et l'état actuel du matériel. L'amortissement est une notion comptable basée sur des données théoriques. Par contre, la vétusté est une notion plus réaliste, qui se base sur des données concrètes. C'est un résultat d'observation technique et de constatation des défauts résultants de l'ancienneté de la construction et du matériel et qui soit corrigés, soit accentués par la qualité ou les insuffisances de son entretien.

Par conséquent, déterminer un taux de vétusté nécessite l'intervention de techniciens spécialisés dans ce domaine. Ces techniciens devront faire partie d'un cadre administratif spécialisé et doivent opérer selon les normes requises.

B4 Le coefficient d'emplacement et de qualité du local à louer

Dans le cadre de l'évaluation du droit au bail, la méthode des coefficients utilise le coefficient de l'emplacement et de la qualité du local à louer.

Pour aboutir à l'évaluation du droit au bail, de telles méthodes permettent à l'expert de multiplier le montant du loyer et le nombre d'années par de tels coefficients. Or, ce genre de coefficient est fonction de l'emplacement et de la qualité du local.

La notion d'emplacement dépend de la place choisie et du type d'aménagement subi par le local. Par contre, la notion de qualité dépend de la manière d'être et de la caractéristique du local, qui lui confèrent une certaine valeur. Afin de tenir compte de ces deux notions, les experts utilisent le coefficient ci-dessus.

Cependant, la détermination d'un tel coefficient, ne peut être que l'œuvre d'un technicien. Celui-ci doit être en mesure de juger les conséquences et les avantages dont bénéficie l'acquéreur potentiel, par l'emplacement et la qualité du local. Afin que leurs interventions répondent aux normes de la compétence, un tel technicien doit évoluer dans le cadre d'une administration spécialisée ou d'une organisation spécialisée.

En France, par exemple, ce coefficient est déterminé par l'administration. Ainsi, dans les zones périphériques des grandes villes, ce coefficient est de 5 à 8. Par contre, ce coefficient est plus bas dans des centres villes.

Pour que le travail de l'expert soit rendu plus ou moins facile, et surtout plus exact, les théoriciens de l'évaluation semblent, à travers leurs approches, exiger l'existence de telles administrations, comme condition pour évaluer le droit au bail.

B5 L'indice de valeur résiduelle

Dans le cadre de l'évaluation du matériel, la méthode indiciaire de l'appréciation globale utilise, en plus de l'indice de réévaluation, l'indice de valeur résiduelle.

Ce genre d'indice est fonction de l'âge, de la vétusté, de l'obsolescence, de l'entretien systématique et préventif, du rôle du matériel, de son degré d'utilisation, de sa disposition dans les ateliers, de sa sécurité, de la consommation d'énergie, de l'intérêt des fabricants spécialisés....

Devant la difficulté et la complexité de ces paramètres, les experts ne retiennent que trois paramètres :

- l'usure (âge et entretien)
- la conjoncture économique de la branche de l'entreprise ;
- le degré d'utilité.

Pour calculer, ce genre d'indice, cela nécessite l'intervention d'un technicien qui devra traduire, à travers un chiffre, les facteurs cités plus haut. Ces éléments diffèrent en fonction de l'évolution de la technologie.

L'intervention de ces techniciens suppose également l'existence d'une administration spécialisée. Cette administration a pour rôle d'organiser et d'officialiser de telles interventions.

C L'assistance de notaires, d'agents immobiliers, d'experts, d'installateurs, de promoteurs et de publicitaires...

Dans le cadre de l'évaluation des terrains, des constructions et des agencements, aménagements et installations, de la marque, du brevet et des éléments commerciaux incorporels, les experts proposent un certain nombre de méthodes d'évaluation qui s'appuient sur l'assistance de tous ces agents.

Dans le cadre de l'évaluation des terrains et des constructions, la méthode du prix de marché, fait appel aux services de notaires, d'agents et d'experts de l'immobilier.

Ce recours à ces agents est dû au fait que leurs professions permettent de connaître de manière continue, les prix des terrains et des constructions. Aussi, un tel avantage leur donne le moyen de dégager les prix qui leur semblent être le prix normal de ce type d'actifs.

De par leurs fonctions, en effet, ces différents experts peuvent quadriller toute l'agglomération et partant, de cerner les prix des terrains à évaluer. Par voie de conséquence, leur intervention est capitale dans ce type d'opération. Ce qui rend ces évaluations tributaires, de l'assistance des notaires et des agents immobiliers.

Ainsi, les notaires, qui sont des officiers publics et ministériels, sont chargés de rédiger et de recevoir les conventions, auxquelles les particuliers doivent (ou veulent) faire donner un caractère d'authenticité, attaché aux actes de l'autorité publique, afin de leur procurer une date certaine, d'en assurer la conservation et en délivrer des copies. Par ailleurs, ils surveillent et accomplissent toutes les formalités nécessaires à la validité de leurs actes. En dehors de leur rôle officiel, ils assument celui de conseil de leurs clients.

En recevant toutes les informations nécessaires à l'établissement des actes authentiques, le notaire est en mesure de constater les prix qui se pratiquent dans le marché de l'immobilier. Ce qui lui permet de fixer des normes de valeurs des terrains et constructions.

Quant aux agents immobiliers, leurs rôles leur permettent de prendre en charge les affaires et les intérêts d'individus (ou de groupes) d'individus, pour le compte de ces clients, en matière d'immobilier.

Aussi, d'une manière générale, ces agents sont des commerçants intermédiaires, bénéficiant ou non de licence, chargés : de gérer les affaires d'autrui, d'administrer leurs biens, de faciliter et de négocier leurs contrats et de suivre les procédures y afférant. De tels agents sont généralement, dans les pays développés, regroupés dans des agences immobilières ou des syndicats professionnels. Ainsi, de par leur activité, ils sont à même de connaître les prix pratiqués pour les terrains et les constructions.

C2 Les promoteurs

Dans l'évaluation des terrains, les experts préconisent la méthode de la charge foncière. Dans cette méthode, ils procèdent à l'évaluation du terrain à partir d'un calcul de rebours²⁹⁹.

Une telle méthode permet d'estimer la valeur du terrain, en partant du prix de revient de la construction et tous les frais afférents. Le solde restant représente la valeur du terrain. Un tel prix de revient peut être calculé par un promoteur.

Ce qui suppose, le recours à un promoteur immobilier, pour de telles évaluations. Ces promoteurs sont des hommes d'affaires, qui assurent et financent la construction des immeubles et bâtiments. Ce qui leur permet de maîtriser les coûts et les frais accessoires y afférents, nécessaires pour construire un immeuble ou un bâtiment industriel ou commercial.

C3 Les installateurs

Pour l'évaluation des agencements, aménagements et installations, les experts préconisent d'opérer l'évaluation, par l'obtention de devis estimatifs, auprès de l'installateur qui les a réalisés, si ces travaux sont récents, ou de lui demander une révision, pour valorisation de la facture d'origine.

Pour cela, l'existence des installateurs est nécessaire pour permettre l'évaluation des agencements, aménagements et installations. De tels installateurs sont des commerçants, des artisans ou des professionnels, qui se spécialisent dans ce type de travaux.

Aussi, de par leur profession, ces agents spécialisés sont en mesure, par leurs expériences et leurs pratiques, de déterminer les frais de n'importe quelle installation avec précision.

C4 Les publicitaires

Pour évaluer la marque de l'entreprise, les experts demandent à des publicitaires ou des spécialistes de donner une courbe de décroissance, dans le temps, des effets de publicité. D'autre part, pour apprécier la valeur de la marque, il est nécessaire de

²⁹⁹ Ce mode de calcul est expliqué par la méthode de la charge foncière (voir le premier chapitre de cette première partie) .

déterminer l'évolution de la rentabilité de l'action publicitaire. Ces informations sont obtenues auprès des publicitaires.

Les publicitaires sont des agents qui font de la publicité. Par définition, la publicité est un ensemble d'actions visant à :

- la promotion des ventes d'une entreprise ;
- Epanouir et créer les besoins de ses produits ;
- Maintenir ou améliorer l'image de l'entreprise dans l'esprit du consommateur.

La publicité, par ailleurs, recouvre l'ensemble des techniques utilisées pour diffuser Les informations et Les messages concernant une entreprise, une marque, un produit, etc....

Ainsi, les principaux objectifs recherchés, à travers de telles actions, peuvent être les suivants :

- augmenter le taux de notoriété d'une entreprise ou de ses produits ;
- créer ou améliorer une image de marque
- attirer des nouveaux clients et augmenter le nombre de clients acquis ;
- accroître des volumes de ventes des produits et des services.

La publicité moderne se distingue de l'ancienne « réclame », non seulement par l'accroissement de ses moyens et le raffinement de ses techniques, mais aussi par le fait qu'elle a, souvent davantage de contenu informatif.

En effet, la « réclame » se bornait à réclamer, c'est-à-dire à répéter au particulier, la nécessité d'acheter, le produit, au besoin en ajoutant une explication rudimentaire et parfois mensongère. Les formes modernes de publicité attaquent, d'une manière plus rigoureuse, ou plus insidieuse, les tendances profondes du consommateur recherché.

Le publicitaire est donc ce spécialiste qui est chargé d'inclure une information, d'y ajouter de la suggestion, de faire adhérer en exaltant l'information proposée, d'utiliser des moyens similaires ou les grands médias (affiches, télévision, cinéma, radio, presse...) et de chercher à imposer à la conscience individuelle des nouvelles notions. De ce fait, il est bien placé pour pouvoir évaluer l'impact de telles actions.

C5 Les autres experts

Dans le cadre de l'évaluation des brevets, les experts distinguent trois cas d'évaluation. Dans le premier cas, la valeur du brevet est égale à la valeur actuelle des annuités

espérées. Ceci dépend du nombre d'annuités (10, 20, 30 ans), lesquelles dépendent de la durée de validité du brevet (développé au sein de premier chapitre).

De ce fait, la validité du brevet est fonction de la bonne santé de l'invention (ou de la rénovation) qui présente encore les conditions requises pour produire son effet.

La personne chargée de déterminer la durée de validité du brevet doit étudier les possibilités de vie de ce brevet et déterminer la durée possible d'exploitation. Cette étude dépend de la bonne connaissance de l'environnement technologique et économique de l'entreprise.

Aussi, l'intervention d'un expert dans ce domaine est nécessaire pour déterminer la validité du brevet. L'évaluation du brevet est conditionnée par l'assistance de ces experts qui seront en mesure d'anticiper la durée d'un tel actif.

Par ailleurs, l'évaluation d'éléments incorporels commerciaux préconise la méthode du coût de remplacement. Cette méthode part du principe que les éléments incorporels commerciaux doivent être évalués par l'ensemble des frais nécessaires à la constitution d'un réseau commercial identique.

De ce fait, une connaissance parfaite de ces frais est impérative, ce qui nécessite l'intervention d'un expert, pour pouvoir aboutir à l'évaluation de ce réseau commercial. Une telle estimation ne peut, en aucun cas, être menée par des profanes, dans la mesure où ce réseau se compose d'un ensemble d'éléments nécessaires pour mettre en place une organisation à même de permettre l'écoulement des produits et des marchandises de l'entreprise.

Dans le cadre d'une telle évaluation, la méthode du coût de remplacement utilise la notion du délai de récupération du réseau commercial. Cette notion est une donnée nécessaire. Ce délai de récupération du réseau est fonction des conditions requises pour produire son effet. Par voie de conséquence, il doit être égal à la durée de sa validité.

Les experts sont des personnes qui ont acquis, de par leur formation, mais aussi par leur expérience une grande habileté. Ils sont choisis pour leur connaissance technique par exemple, pour faire des examens, des expertises des constatations ou des appréciations. Les techniques mises en œuvre leur permettent d'estimer et d'évaluer la valeur de l'actif soumis à leur appréciation.

L'apport de tels agents pour toute évaluation constitue une condition d'une grande importance. Mais les notaires, les experts, les agents de l'immobilier, les promoteurs, les installateurs et publicitaires ne peuvent fournir leurs services que si un véritable marché existe. L'existence de ce type de marché est préalable pour que ces différents agents puissent exercer leur métier dans les meilleures conditions ;

D L'existence d'un marché structuré de l'immobilier et du matériel

L'analyse des théories portant évaluation permet de voir que les experts exigent implicitement un quatrième préalable : l'existence d'un marché structuré pour les terrains, les constructions, le matériel et le droit au bail.

Cette exigence semble être induite notamment par l'utilisation de la méthode de l'Actif Net Corrigé, pour la détermination de la valeur patrimoniale. En somme, ils ont besoin d'avoir des marchés pour : l'immobilier, le matériel d'occasion et la casse du matériel.

D1 Spécificités du marché de l'immobilier et des constructions

L'existence d'un marché structuré de l'immobilier permet de constater les prix de marché de terrains et des bâtiments industriels et commerciaux, les prix de marché des matières et fournitures entrants dans la construction d'un bâtiment et les prix de marché de location des locaux.

En effet, sur un marché approximatif, comme le marché immobilier, les conditions requises pour donner naissance à un véritable cours font défaut. Les biens demandés ou offerts sont de structures diverses et ne sont jamais totalement substituables (contrairement à certains matériels, ce qui sera développé dans le point suivant), ce qui provoque des appréciations plus ou moins subjectives et divergentes. Les acheteurs et vendeurs sont dispersés et les prix ne sont pas directement connus.

Malgré l'intervention des agents immobiliers, les intervenants (cités ci-dessus) sont plus ou moins bien informés des prix pratiqués.

Par conséquent, la valeur immobilière, expression sociale des transactions sur un marché imparfait, traduit non pas une unanimité mais seulement une prédominance plus ou moins affirmée, une tendance plus ou moins marquée vers l'unité de prix.

Si, sur un marché presque parfait, la valeur économique peut recevoir une appréciation chiffrée tout à fait précise qui est le cours, il n'en va pas de même sur un marché imparfait dont le manque de solidité doit se trouver, au contraire, traduit par la définition d'un « intervalle valeur » que l'on doit s'efforcer de proportionner à l'imperfection du marché, c'est-à-dire à la dispersion des prix autour de la dominante. Cet « intervalle valeur » est en principe la mesure d'une incertitude qui est relative et variable, mais fondamentale.

Parmi les facteurs qui créent la dimension marginale dans les transactions, nous pouvons les classer en trois catégories :

-
- L'erreur ou la faiblesse du vendeur ou de l'acquéreur, mal ou insuffisamment informé des prix dominants.
 - L'urgence soit de vendre soit d'acheter ; il s'agit là d'une cause de marginalité assez fréquente ;
 - La convenance extrême : l'intervalle valeur n'exprimant que la convenance moyenne, nous pouvons citer des cas de convenance extrêmes (Trouver l'amateur qui aura le plus d'utilité – Convenance de contiguïté : le voisin immédiat est parfois l'amateur le plus intéressé pour acheter- Les locataires ou occupants d'un immeuble sont souvent disposés à le payer plus cher que tout autre amateur- La convenance affective, qui peut procéder de rivalités familiales, d'attachement sentimental) .

Ces prix marginaux, dus à des causes fortuites ou des convenances extrêmes, ne peuvent être considérés comme représentatifs de la valeur économique, dans une catégorie particulière d'immeubles mais, par leur nombre plus ou moins important, ils influencent indirectement la détermination de « l'intervalle valeur »

On accède ainsi à une conception statistique de la valeur des immeubles ; un prix isolé n'est jamais représentatif de la valeur, car on ignore s'il n'est pas marginal.

Par conséquent la valeur ne se constate qu'avec une série de prix (ou un échantillon représentatif de prix) permettant de dégager une dominante qui est la valeur.

Nous pouvons affirmer que la valeur vénale d'un immeuble se définit, dans une conception rigoureusement objective et réaliste, comme une probabilité majeure de prix, déterminée à partir d'une série de mutations, constatées sur le marché considéré. Elle repose sur une prévision conjoncturelle, qui implique que deux hypothèses soient vérifiées :

- le bien est mis en vente dans des conditions et moyennant un délai normal, permettant une publicité suffisante et des négociations eu égard à la nature du bien et au moment de la vente,
- le prix qui en sera tiré sera conforme aux données prédominantes du marché et non aux catégories marginales.

Par conséquent, la valeur vénale est concrète et relative à un immeuble particulier. Par ailleurs, toutes les définitions de la valeur vénale font appel à deux concepts indissociables : le prix et le marché. Le fondement de la valeur vénale n'est ni la seule utilité (l'air que l'on respire n'a pas de valeur vénale), ni la seule rareté. C'est la demande solvable qui donne la valeur aux choses.

Dans une économie de marché, l'évaluation objective d'un bien résulte de la situation relative de l'offre et de la demande.

Le prix du marché s'impose aux producteurs, comme aux demandeurs. Le prix des biens reproductibles a donc tendance à se rapprocher du coût de production. Mais cette théorie n'est vérifiée que pour les biens facilement reproductibles. La détermination du prix d'un bien rare dépend moins de son coût de production que de sa rareté relative par rapport aux besoins.

Ce phénomène est particulièrement important en matière immobilière ; selon les experts, dans ce domaine, notamment pour les immeubles bâtis, il y a deux biens de nature économique totalement différente :

- un terrain, non reproductible avec toutes ses qualités propres, dont la valeur dépend presque exclusivement de la demande, donc de sa rareté relative ;
- la construction, bien reproductible dont la valeur dépend du coût de revient

C'est la raison pour laquelle, une question essentielle demeure toujours posée :

l'immeuble tire-t-il sa valeur de sa situation ou de sa construction et de ses équipements ?

La valeur de terrain à bâtir peut-être supérieure à sa valeur d'immeuble bâti. On parle alors de valeur de récupération foncière ou de reconversion (nous l'aborderons dans le chapitre suivant dans le contexte algérien).

Les prix de marché sont nécessaires pour l'évaluation des terrains et des constructions. Car de tels prix constituent la base de cette évaluation que les notaires essayent de dégager pour chaque terrain et bâtiment.

Une telle condition est justifiée aussi par les tendances des experts à faire appel aux prix de marché dans l'évaluation des constructions et du droit au bail.

Dans cette perspective, l'évaluation des constructions préconise la méthode de l'estimation par le revenu. Cette dernière capitalise la valeur locative d'un immeuble pour obtenir la valeur actuelle de l'immeuble. La valeur locative d'un immeuble est le prix du marché.

En outre, l'évaluation du droit au bail utilise la méthode des coefficients et la méthode de la valeur actuelle. Ces deux méthodes utilisent le montant du loyer du local, comme un élément de base pour l'évaluation.

Dans ce cadre d'évaluation, la méthode des coefficients utilise directement la valeur locative du loyer en le multipliant par un coefficient de l'emplacement et de la qualité du local de base pour la durée de location.

Or, des méthodes plus récentes préconisent de capitaliser l'écart du montant du loyer entre l'ancien et le neuf sur la durée restante à courir du droit au bail en vigueur. De ce fait, l'aboutissement de ces deux méthodes ne peut se faire que si la valeur locative de l'ancien et du neuf est connue sur le marché de location des immeubles.

La valeur locative d'un local est donc une donnée essentielle pour évaluer les constructions et le droit au bail. Cette donnée ne peut exister que si un véritable marché de location est mis en place.

Cette mise en place suppose que :

- des opérations de ce genre sont produites et reproduites ;
- des règles de marché existent pour comprendre son mode de fonctionnement et la manière de fixer les prix et les montants du loyer pratiqué.

D2 Spécificités du marché du matériel

D'autre part, les experts font appel au marché d'occasion et de la casse du matériel pour se fixer sur la valeur du matériel.

Ce recours est illustré par deux méthodes d'évaluation du matériel, il s'agit de :

- la méthode de l'évaluation par comparaison ;
- la méthode de la casse.

La méthode de l'évaluation par comparaison préconise de rechercher la valeur du matériel, tel qu'il est sur le marché d'occasion. La méthode de la casse préconise d'estimer la valeur du matériel, s'il est inadapté aux besoins de l'entreprise ou hors d'usage, au poids des matériaux pouvant être récupérés.

De ce fait, l'existence de ce genre de marché d'occasion et de la casse est indispensable pour la réalisation des méthodes d'évaluation du matériel. Les experts semblent donc poser ce genre de marché comme condition.

Aussi, les théoriciens de l'évaluation semblent insister sur l'existence d'un marché structuré pour que :

- les prix reflètent la réalité économique
- le mode de fonctionnement du marché soit clair ;
- les règles du jeu de ce marché soient connues par tous.

Par définition, un marché est un contrat comportant vente et achat, ou louage de biens, de services ou de capitaux. Il est composé par l'ensemble des agents impliqués dans les relations économiques entre les clients ayant certains besoins, et les entreprises ayant pour objectif de les satisfaire.

Dans un sens plus restrictif, mais très fréquent, le marché représente des prescripteurs, acheteurs et consommateurs des produits d'une entreprise.

Ainsi, le terme de marché exprime :

- l'existence de besoins potentiels ;
- la possibilité de créer ce type de produit ;
- la reconnaissance d'un groupe démographique ou socio-économique ;
- une entité géographique.

Par conséquent, ce marché doit être structuré. Une telle structuration doit permettre au marché d'avoir un mode de fonctionnement et d'association des différents éléments de l'organisation.

Le mode de fonctionnement doit être clair et transparent. La clarté dépend de la connaissance des règles du jeu du marché. En plus, la transparence doit permettre l'accès possible à l'information qui est le facteur-clé de chaque transaction.

Le mode d'association, quant à lui, doit permettre l'interaction entre les différents éléments de l'organisation du marché

Pour toutes ces raisons, le marché doit avoir une structure. Il doit avoir un ensemble de dispositions mises en œuvre pour permettre à l'organisation d'appliquer son système. Un tel système lui permettra d'atteindre un objectif précis. D'où la capacité des marchés structurés à fixer des prix.

Ils sont fixés et modifiés par l'influence de multiples facteurs. Ces facteurs sont :

- l'approche par les coûts et la rentabilité, qui consiste à évaluer le coût de revient du produit ou service et multiplier celui-ci par des taux destinés à assurer une marge bénéficiaire aux différents opérateurs ayant contribué à sa mise sur le marché ;
- la fidélité ou le degré d'attachement des clients à l'entreprise et au produit ;
- l'intégration des contraintes réglementaires de fixation de prix ;
- l'approche commerciale des différents concurrents, dont leurs propres politiques de prix s'influencent mutuellement ;
- l'approche par la demande qui intègre les notions ci-après :
 - . les coefficients d'élasticité de la demande du produit aux variations de prix,
 - . les fourchettes de prix psychologiques et les seuils d'acceptabilité,

-
- . les items de différenciation et leur classification sur des échelles de prix ,
 - . le rapport qualité prix ou les composants de la valeur reconnue du produit face à son prix.

Ce prix étant fixé, il doit théoriquement être sur un marché unique, ce qui suppose trois conditions : l'unité de lieu, l'unité de temps et l'unité de produit.

L'unité de lieu signifie que dans deux marchés, situés en deux lieux différents, deux prix différents peuvent se former à un même moment pour un même produit

Par voie de conséquence ces deux lieux ne pourraient être considérés comme faisant partie d'un seul marché que si les liaisons entre eux étaient suffisamment étroites, pour que la moindre différence de prix entraîne, aussitôt, les transferts d'offre et de demande d'un lieu à l'autre, et qu'ainsi l'égalisation du prix soit pratiquement réalisée. L'unité de lieu permet une parfaite information de chaque acheteur et vendeur sur le prix pratiqué.

La seconde condition concerne l'unité de temps, car, à deux moments du temps, les prix d'un même produit peuvent être différents. Les variations de prix prévues par les acheteurs et les vendeurs peuvent provoquer des achats et des ventes anticipés ou retardés. Ce qui provoque l'égalisation des cours, lorsque ces différents moments sont suffisamment rapprochés.

L'unité du produit est la troisième condition car, en même lieu et à un même moment, deux produits, qui ne sont pas exactement identiques, peuvent avoir des prix différents. Cette unité de produit ne doit pas simplement être objective, mais également psychologique.

Dans la réalité, il n'existe évidemment aucun marché abstrait parfait, mais des marchés concrets plus ou moins imparfaits.

Certains marchés sont organisés de façon à se rapprocher le plus possible de la perfection. D'autres marchés restent très imparfaits, en raison du défaut d'homogénéité des marchandises. Toutefois, la concentration des offres et des demandes tend à les rapprocher de la perfection.

Sous-section 2 EXISTENCE D'INSTITUTIONS FINANCIÈRES ET JUDICIAIRES

A Autres institutions spécialisées et le marché financier

Les experts requièrent également l'existence d'institutions spécialisées, jouant un rôle fondamental dans le calcul de certains autres paramètres et la présence du marché financier comme autre préalable nécessaire à l'évaluation.

En effet, la détermination de la valeur des actifs tels que les constructions, le matériel, le droit au bail, les éléments incorporels, les titres de participation, les prêts à plus d'un an, dans le cadre de l'évaluation par l'actif net corrigé, nécessitent le recours à un certain nombre d'indices des prix et de taux de capitalisation.

A1 Détermination des indices

Comme il a été montré ci-dessus, les experts font appel à des indices des prix des constructions, pour évaluer les constructions, dans le cadre de deux méthodes d'évaluation :

la méthode indiciaire de méthodes directes

la méthode d'évaluation par le coût de revient.

La méthode indiciaire utilise l'indice des prix des constructions multiplié par le coût de revient des bâtiments. Tandis que la méthode d'évaluation par le coût de revient préconise l'application, à chaque élément entrant dans la constitution du coût de revient du bâtiment, d'un coefficient de revalorisation approprié.

Ce dernier coefficient (représentant un indice des prix concerné) permet de traduire l'évolution du coût.

Par ailleurs, pour l'évaluation du matériel, trois méthodes d'évaluation utilisent les indices des prix des différents matériels, il s'agit de :

- la méthode indiciaire des méthodes directes ;
- la méthode de la valeur résiduelle de l'investissement annuel ;
- la méthode indiciaire des appréciations globales.

a) La méthode indiciaire des méthodes directes

Elle utilise un coefficient de réévaluation. Ce coefficient est multiplié par le coût de revient pour obtenir la valeur corrigée du matériel. Un tel coefficient de réévaluation représente donc l'indice des prix du matériel.

b) La méthode de la valeur résiduelle de l'investissement annuel

Elle utilise un coefficient de revalorisation. Ce coefficient est aussi un indice des prix, qui exprime l'évolution des prix du matériel.

c) La méthode indiciaire des appréciations globales

Elle utilise un autre indice de réévaluation. Ce dernier est multiplié par le prix d'acquisition pour obtenir la valeur actuelle du matériel.

L'ensemble de ces indices de prix expriment l'évolution des prix dans le temps des actifs soumis à l'évaluation. Ils permettent d'obtenir la valeur actuelle de ces biens.

Par définition, l'indice est une quantité mesurant de façon synthétique l'évolution d'une grandeur simple, ou d'un ensemble de grandeurs, dans le temps ou dans l'espace. Mesurant l'évolution d'une grandeur simple, sous forme d'un nombre unique, l'indice est le rapport de la valeur prise par cette grandeur, à une autre valeur de référence, qui est soit celle d'une époque antérieure, dite époque de base de l'indice, soit celle d'un autre lieu géographique.

Le résultat de ce calcul est en général multiplié par 100, si la valeur de la grandeur étudiée a augmenté, et inférieur à 100, si elle a diminué. On dit qu'il s'agit d'un indice à base 100 à telle époque (ou en tel lieu) .

Aussi, les indices des prix sont calculés, en prenant en compte les prix de la période en cours (p_1) et les prix d'une période de base (p_2) : Indice des prix = p_1/p_2

Ils peuvent être calculés, de manière plus précise, à partir de l'indice Laspeyres ou l'indice Paasche.. Normalement, de tels indices sont déterminés par des institutions spécialisées. En France, à titre d'exemple, ces indices sont publiés trimestriellement par l'Institut National des Statistiques et des Etudes Economiques (I.N.S.E.E) et par des cabinets spécialisés.

Compte tenu de l'importance de ces éléments, dans l'appréciation des biens soumis à évaluation, ces indices doivent être déterminés avec précision et neutralité par des institutions et des cabinets spécialisés.

A2 Le taux de capitalisation ou d'actualisation :

Les experts sont, en outre, amenés à utiliser le taux de capitalisation ou d'actualisation, pour évaluer l'actif et le passif d'une entreprise.

Les Nouvelles Normes Comptables Internationales (IFRS) ont pour conséquence une généralisation de l'utilisation de ce taux, et cela à différentes occasions. Le taux de capitalisation est utilisé dans la détermination de l'actif net corrigé.

Dans ce cadre, il est utilisé dans :

- l'évaluation des constructions ;
- l'évaluation du droit de bail ;
- l'évaluation des éléments incorporels commerciaux ;
- l'évaluation des prêts et des emprunts à plus d'un an.

a) L'évaluation des constructions

La méthode de l'estimation par le revenu utilise un taux de capitalisation pour transformer la valeur locative en capital.

b) L'évaluation du droit au bail

La méthode de la valeur actuelle utilise un taux de capitalisation pour capitaliser l'écart de loyer entre l'ancien et le neuf.

c) L'évaluation des éléments incorporels commerciaux

En l'occurrence le réseau commercial, la méthode du coût de remplacement utilise un taux de capitalisation pour déterminer la valeur actuelle du réseau commercial.

d) L'évaluation des prêts et emprunts à plus d'un an

Les experts effectuent, au passif et à l'actif, des corrections. Ainsi si les prêts sont réalisés à de faibles taux, par rapport à ceux pratiqués, il convient de les actualiser aux taux d'intérêt normaux.

Le taux de capitalisation est une donnée nécessaire pour que les experts puissent effectuer les différentes évaluations, sur les différents postes de l'actif et du passif

Par voie de conséquence, l'existence d'un marché financier et des institutions financières capables de fixer les taux d'intérêt conformément à l'évolution de la conjoncture économique est un élément de ce quatrième préalable

B L'existence d'une réglementation portant sur les titres de participation

En sixième lieu, les experts ont besoin dans le processus de l'évaluation de l'actif net corrigé, de l'existence d'une réglementation relative aux titres des participations comme condition pour évaluer le poste de l'actif dénommé « titres de participation »

Dans ce cas les experts ont tendance à se fier aux législations concernant les titres de participation. En France, par exemple, le Conseil National de la Comptabilité (CNC) fait état d'un certain nombre de dispositions concernant les titres de participation.

L'existence de ce genre de réglementation permet aux experts de se fixer sur les procédures à suivre pour évaluer les titres, particulièrement les titres de participation, et d'asseoir leur appréciation de ce type d'actif, sur les dispositions juridiques régissant un tel domaine.

La réglementation concernant les titres de participation est l'ensemble des lois et des textes qui disposent de la manière à opérer l'identification des titres de participation et à déterminer les conditions de les évaluer.

De ce fait, les experts semblent poser la condition de l'existence de ce genre de réglementation pour évaluer les titres de participation.

C L'évaluation préalable des entreprises émettrices de titres de participation

En septième lieu, les experts semblent exiger, pour évaluer les titres de participation entrant dans le cadre de l'évaluation de l'actif net corrigé que, préalablement, les entreprises émettrices des titres de participations soient évaluées.

Donc, pour évaluer les titres de participation, les experts ont tendance à procéder à une véritable évaluation des entreprises émettrices de ces titres de participation.

Dans ce sens, les experts semblent poser comme condition que cette évaluation préalable des entreprises soit opérée. Dans le cas contraire, ils remarquent qu'au moins une évaluation sur ces entreprises sera possible, c'est-à-dire que leur évaluation soit opérable. Cette condition entend l'existence d'un marché boursier, permettant d'évaluer à la fois les entreprises émettrices des titres de participation et les titres eux-mêmes.

D L'existence d'un système judiciaire pour régler les litiges

Ce genre de condition ne ressort pas de l'analyse des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale. Néanmoins, il est exigé dans l'évaluation de n'importe quelle

entreprise, que cette dernière doit être propriétaire légale de l'ensemble de son patrimoine.

A titre d'exemple, il arrive parfois qu'une entreprise partage l'exploitation d'un gisement ou une carrière avec une autre entreprise. Dans ce cas précis, il peut y avoir une confusion sur le détenteur légal de ce gisement ou de cette carrière. Dans le cas échéant, un litige entre ces deux entreprises peut se manifester.

Par ailleurs, certaines entreprises sont installées dans des terrains qui ne leur appartiennent pas légalement, c'est-à-dire qu'ils n'ont pas de titres de propriété de ces terrains, mais des titres d'affectation.

Ces deux situations posent un très sérieux problème d'évaluation. Aussi, si litige il y a, l'expert se trouve contraint de recourir à des juridictions compétentes. Ce qui signifie que les magistrats en charge de tels contentieux sont suffisamment qualifiés pour comprendre le monde de l'entreprise.

Si ces deux cas sont confirmés, les experts semblent poser comme condition l'existence d'un système judiciaire qui sera capable de trancher et d'arbitrer ces litiges. La disponibilité de telles conditions est un préalable important dans toute opération d'évaluation de la valeur patrimoniale.

Section 2. Les conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement

Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement utilisent un certain nombre de données telles que :

- le taux d'actualisation ;
- le bénéfice moyen futur (bénéfice par action) ;
- les dividendes par action ;
- la durée d'actualisation ;
- le taux de distribution des dividendes ;
- le coefficient Price Earning Ratio (PER) ;
- le taux de croissance des bénéfices futurs ;
- le taux de rendement des obligations à long terme ;
- la valeur de revente de l'entreprise, etc....

L'ensemble de ces données conditionnent l'application de ces méthodes pour déterminer la valeur de rendement de l'entreprise.

A leur tour, ces données sont conditionnées par la réunion d'un certain nombre de facteurs. Ces facteurs sont des conditions qui permettent aux méthodes d'évaluation de la valeur de rendement d'être utilisées.

Ces conditions préalables sont :

D'une part :

- l'existence d'une capacité bénéficiaire de l'entreprise à évaluer ;
- l'ouverture du capital social de l'entreprise pour l'actionariat ;
- l'existence d'une bourse des valeurs ;

D'autre part :

- l'existence d'un marché, déterminant le coût de capital et le taux d'actualisation.

Sous-section 1 LES CONDITIONS PRÉALABLES

A L'existence d'une capacité bénéficiaire de l'entreprise

En premier lieu, les experts posent, de manière implicite, la nécessité pour l'entreprise à évaluer, de dégager des bénéfices. Une telle exigence suppose que cette entreprise a une capacité bénéficiaire. Ce qui signifie la possibilité de verser des dividendes aux actionnaires.

Posséder une capacité bénéficiaire pour une entreprise signifie dégager des bénéfices. Compte tenu des évolutions de la conjoncture économique, la capacité à dégager des bénéfices demeure à elle seule insuffisante. L'entreprise, pour assurer sa pérennité dans le futur, est tenue d'avoir une capacité bénéficiaire durable. Dans ce sens, tous les experts sont unanimes pour déclarer que « seuls » les résultats « durablement » réalisables doivent être pris en compte pour l'évaluation.

Selon J.M. Palou³⁰⁰, l'estimation des bénéfices prévisionnels nécessite de corriger le résultat net, afin de déterminer les bénéfices annuels futurs, dans les conditions les plus proches possibles de la normale, au capital économique idéal pour la bonne marche de l'entreprise.

Par conséquent, un certain nombre de retraitements doivent avoir lieu pour obtenir une lecture plus économique et plus récurrente du résultat (élimination des dotations aux

³⁰⁰ J.M. Palou, op.cité.

amortissements concernant les actifs fictifs, élimination des résultats exceptionnels...).

Par ailleurs cette capacité bénéficiaire obtenue doit être en cohérence avec les moyens retenus (actif net comptable corrigé, capitaux permanents nécessaires à l'exploitation, ou valeur substantielle brute...).

Enfin, l'entreprise à évaluer, devrait avoir un système dynamique, qui lui permette d'avoir la force, la puissance et le pouvoir de réaliser des bénéfices futurs.

Autrement dit, l'entreprise doit être suffisamment outillée pour pouvoir effectuer des projections dans le temps. Elle doit avoir les instruments et les moyens humains nécessaires, pour dégager les tendances à venir, en appréciant l'évolution passée des diverses variables endogènes et exogènes, qui déterminent le bénéfice.

B. L'ouverture du capital à l'actionariat.

En deuxième lieu, les experts retiennent, comme condition préalable, la possibilité d'ouverture du capital social à l'actionariat.

Une telle exigence répond au fait que les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement utilisent les actions comme matière d'appréciation.

Pour cela, le capital d'une entreprise doit être dispersé et souscrit par plusieurs personnes physiques ou morales. Il doit être divisé en fractions égales, destinées à permettre à chaque personne d'y souscrire selon ses moyens. L'action est considérée comme une fraction du capital social. Les actions sont des valeurs mobilières à revenu variable, par opposition aux obligations qui sont des valeurs mobilières à revenu fixe. Elles sont rémunérées par les bénéfices des sociétés, sous forme de dividendes, qui peuvent varier suivant les fluctuations des bénéfices de celles-ci.

Selon Z. Bodie & R. Merton³⁰¹, les actions représentent une créance de dernier rang (ou résiduelle) sur les actifs. En d'autres termes, si une société fait faillite et que tous ses actifs sont vendus, les actionnaires sont servis en dernier, une fois que tous les créanciers ont récupéré ce que la société leur devait.

Ces actions devront être :

- émises par une société anonyme ;
- cotées en bourse ;
- être divisées ou regroupées.

³⁰¹ Z. Bodie, R. Merton, op.cité.

La division ou fractionnement conduit au remplacement d'une action par plusieurs autres, sans que le capital de la société en soit modifié.

Par ailleurs, l'action est une valeur mobilière c'est-à-dire cessible d'un détenteur à un autre. Des cessions à titre gracieux existent bien, de même que les transferts par succession. Mais ce sont les ventes, et en contrepartie les achats, qui représentent la quasi-totalité des transferts. Les marchés sur lesquels se négocient publiquement les actions sont les bourses des valeurs. Néanmoins, tous les titres ne sont pas admis à la cotation d'une bourse des valeurs. L'admission à la cotation officielle des titres d'une société donne à l'entreprise la faculté de faire publiquement appel à l'épargne. Cette possibilité exige que l'entreprise, en contrepartie, offre des garanties de sérieux et de solvabilité.

Compte tenu des enjeux, induits par cette possibilité de faire appel directement à l'épargne des agents à capacité de financement, l'introduction d'un titre à la cotation officielle est une opération nécessitant un examen attentif par les autorités boursières, en charge de l'application de la réglementation des opérations boursières.

Une telle autorité, dans différents pays, porte différentes dénominations. Ainsi en France, c'est l'AMF (l'Autorité des Marchés Financiers ex (COB) ; aux USA, c'est la SEC (Securities Exchange Commission) ; en Australie, c'est la NCSC (National Companies and Securities Commission) et en Italie c'est le CONSOB.

Au Japon, ce genre de commission n'existe pas. Cependant, l'activité boursière est réglementée par la Securities and Exchange Law (SEL) de 1958.

Il est possible, d'autre part, de procéder à des transactions sur des titres en dehors du marché boursier. Mais de telles négociations sont aussi soumises à une réglementation particulière dans la plupart des pays.

Les actions font l'objet de différentes techniques d'acquisition. Parmi ces méthodes d'achat, on peut citer une forme particulière de négociation des actions : l'offre publique d'achat (OPA). Cette technique connaît un développement important dans de nombreux pays.

L'OPA est un procédé par lequel un groupe financier tente de prendre le contrôle d'une autre société, en proposant publiquement à ses actionnaires de racheter les actions qu'ils possèdent. Lorsque le paiement se fait en espèces, il s'agit à proprement parler d'une OPA. Si le paiement se fait en titres d'une autre entreprise, cette offre devient une offre publique d'échange (OPE). Cette procédure est couramment pratiquée depuis longtemps dans les pays Anglo-Saxons. Elle a facilité le regroupement d'affaires et la

création d'unités de grandes dimensions plus compétitives (Exemples : Veolia-Suez, BSN- Gervais Danone...).

L'offre publique de vente (OPV) est l'opération, qui consiste à proposer, au marché, un grand nombre d'actions, représentant une part relativement importante d'un capital d'une entreprise. Le prix de vente au public est annoncé d'avance.

L'entreprise, ayant émis des titres, peut à un certain moment, proposer à leurs détenteurs de les échanger contre d'autres titres émis ou à émettre.

Lorsque l'échange se fait contre des titres déjà existants, l'opération est un « échange ». S'il se fait contre des titres nouveaux, c'est une « conversion ».

L'achat d'une action ne doit pas être considéré comme une spéculation à court terme. Elle doit être analysée également comme un placement d'épargne, dans le capital d'une société et une prise de participation dans cette affaire.

Les acquéreurs des actions deviennent ainsi, associés de la société, même dans le cadre d'une conception limitative des droits des actionnaires.

La possession d'une action donne un droit résiduel sur le patrimoine de l'entreprise. Il donne aussi un droit de participation à ses bénéfices. Le droit au patrimoine confère ainsi une valeur en quelque sorte statique à l'action et le droit au bénéfice confère une valeur dynamique suivant la perspective d'avenir.

Les actions peuvent être analysées. Cette opération doit se placer dans l'optique d'une prise de participation dans une affaire qui exploite un patrimoine et s'ouvre vers l'avenir, pour lequel est escomptée une progression des bénéfices.

Ceci ne veut signifier que l'actionnaire se substitue aux dirigeants de l'entreprise ou pour leur imposer ses vues sur la manière de la gérer.

L'actionnaire doit :

- se préoccuper de bien connaître l'affaire, dans laquelle ses capitaux sont placés ;
- de s'assurer qu'elle est sagement constituée et managée ;
- de s'assurer qu'elle offre un produit, ou des services, appréciés sur un marché et autant que possible, destinée à s'accroître ;
- de vérifier que le prix, auquel est comptée la participation, est justifié par la situation actuelle et les perspectives d'avenir de l'entreprise.

C'est en somme vers les entreprises présentant le plus d'avantages, que l'actionnaire dirigera son l'épargne. Du point de vue de l'entreprise, le placement de ses actions dans le public à une importance considérable. Cette importance est due à cette possibilité d'élargir le groupe de ses actionnaires, pour obtenir plus facilement les capitaux additionnels nécessaires à son expansion.

Elle découle aussi, de cette faculté que possèdent les actionnaires, désirant céder tout ou partie des titres, de pouvoir trouver sans difficulté des acquéreurs.

L'analyse des actions obéit à :

- une analyse économique en premier lieu. Cette étape est faite de différents examens portant sur l'examen de la production de l'entreprise, l'étude et les perspectives de son marché, de ses possibilités de suivre le développement du secteur auquel elle appartient ;
- une analyse financière en second lieu. Ce deuxième palier se compose de l'étude de la situation financière de l'entreprise, de celle de ses comptes, de ses résultats, de ses besoins et des modes de financement ;
- une analyse boursière en dernier lieu. Cette dernière étape vise à l'examen et la justification éventuelle du prix auquel est comptée la participation, autrement dit le cours de la bourse de l'action.

Ce n'est qu'une fois ces trois étapes franchies, qu'un jugement d'ensemble pourra être formulé sur l'opportunité d'inclure ou non, le titre dans un portefeuille.

L'analyse économique s'articule autour de trois niveaux :

- au niveau des entreprises, dont les actions sont étudiées ;
- au niveau des secteurs d'activité économique, auxquels appartiennent les entreprises ;
- au niveau de l'économie globale du pays, où est située l'entreprise étudiée. Ce niveau est poussé par l'étude de la conjoncture économique mondiale, puisque l'économie d'un pays ne peut être dissociée du contexte mondial, surtout si l'entreprise opère sur des marchés internationaux.

Les actions ont un rendement, qui est un rapport, exprimé en pourcentage, entre le montant du dividende annuel et le cours de l'action. Suivant qu'il s'agit du dividende brut ou net, on aura soit un rendement brut, soit un rendement net.

De ce fait, les actionnaires des sociétés reçoivent chaque année, sous forme de dividendes, une part des bénéfices réalisés. Les dividendes annuels sont distribués soit

en un seul versement, soit en plusieurs versements, comme le font la plupart des sociétés américaines, qui procèdent trimestriellement.

Quand une société ne distribue pas le dividende au titre d'un exercice, soit parce qu'elle n'a pas réalisé de bénéfices suffisants, soit qu'elle préfère retenir la totalité des bénéfices réalisés pour les consacrer au financement de ses investissements.

Dans le jargon des spécialistes, utilisent l'expression « l'entreprise passe le dividende ». Dans une telle situation, le rendement des actions est égal à zéro.

Pour les obligations convertibles, qu'il convient de considérer comme des actions « potentielles », le rendement se calcule comme pour les obligations ordinaires, en divisant l'intérêt versé à chaque obligation par le cours du titre.

Les taux de rendement peuvent varier considérablement d'un titre à un autre, et, pour un même titre, ils varient dans le temps. Plus le titre comporte de risques, liés à l'avenir de la société, plus les porteurs exigeant des taux de rendement élevés. Plus l'avenir de la société offre des promesses de développement, plus ils se contentent de rendements modestes dans l'immédiat.

Il est à préciser, dans ce cadre, que des opérations de capital, peuvent s'effectuer et concernent les actions. Elles apportent des modifications au montant, ou à la structure, du capital social d'une entreprise.

Les opérations les plus fréquentes, dans ce domaine, sont :

- L'augmentation du capital par émission d'actions de numéraire : dans un tel cas, le prix d'émission des nouvelles actions peut être supérieur à la valeur nominale d'un montant appelé « prime d'émission ». Le montant du capital nominal souscrit s'ajoute au capital antérieur de la société et constitue l'augmentation proprement dite du capital. Le montant résultant des primes d'émission s'inscrit dans les réserves sous la rubrique « prime d'émission d'action » ;
- L'augmentation du capital par incorporation de réserves : on distingue deux cas. Le premier est l'attribution d'actions gratuites par les réserves incorporées. Ces actions sont créées et attribuées gratuitement aux anciens actionnaires. Le deuxième cas est l'augmentation de la valeur nominale des actions, sans création d'actions nouvelles ;
- Le fractionnement des actions : la valeur d'une action s'accroît avec l'accumulation des réserves. Il arrive qu'à la longue, elle devienne très élevée.

L'entreprise peut alors trouver commode ou utile de fractionner l'action, en créant de nouvelles actions, sans pour autant augmenter le capital.

- Le regroupement d'actions : lorsque la valeur nominale de l'action est jugée trop faible par rapport aux conditions économiques présentes. Les actions sont regroupées de manière telle que plusieurs actions ne constituent plus qu'une nouvelle, sans que le capital soit accru pour autant.

En plus des actions ordinaires, l'entreprise peut émettre un certain nombre d'autres actions. Les raisons peuvent être diverses :

- Emission d'obligations convertibles : Pour accroître ces capitaux, l'entreprise peut estimer préférable, dans les conditions où se trouve le marché, d'émettre des obligations convertibles ultérieurement en action, plutôt que d'émettre immédiatement des actions de numéraire ;
- Emission de bons de souscription d'action : l'émission d'un emprunt obligataire peut être assortie de celle de bon de souscription d'actions.
- Par ailleurs, les bons de souscription d'action (BSA) sont des titres négociables donnant droit à la souscription d'action, dans des conditions d'émission précises, pendant une période d'exercice déterminée ;

En tenant compte de ces précisions, on peut constater que l'existence de l'action de l'entreprise, comme seul élément de développement financier est insuffisante. Il est impératif d'avoir un environnement adéquat, qui favorise l'utilisation de l'action comme valeur mobilière.

C L'existence d'une bourse des valeurs

En troisième lieu, les experts, de par les techniques d'évaluation de l'entreprise par la valeur de rendement, ont recours aux informations produites par le marché boursier tel que le PER (Price Earning Ratio)..

Il faut préciser qu'à partir des années 80, les marchés financiers, de façon générale ont connu de profondes réformes, notamment avec le développement du financement direct (financement « désintermédié »³⁰², par la bourse par exemple) au détriment de la fonction bancaire classique. L'existence d'un tel marché constitue en elle-même, un préalable pour l'usage des méthodes d'évaluation par la valeur de rendement.

³⁰² Financement qui ne passe pas par l'intermédiaire des banques.

La bourse est un marché public, organisé et spécialisé où sont effectuées les opérations d'achat et de vente des valeurs mobilières (actions, obligations et produits dérivés) produites par leurs émetteurs ou proposées par leurs détenteurs.

A l'origine, l'évolution économique a conduit les entreprises à être contraintes de se procurer les capitaux, dont elles ont besoin, par l'émission et le placement de valeur mobilières.

Le grand nombre des valeurs proposées aux intervenants, leur diversité, l'importance des montants négociés, l'opportunité de regrouper la négociation dans les marchés localisés, la sécurité et l'homogénéité des transactions n'ont pu être possibles que par l'existence de la bourse des valeurs mobilières.

De par son rôle la bourse fournit des informations, de premier plan, notamment à travers les cours des titres, la capitalisation boursière d'un titre et l'indice des cours de la bourse. Les cours des titres, c'est-à-dire les prix auxquels les transactions s'effectuent, se forment suivant les mécanismes de la loi de l'offre et de la demande. Le cours est constaté à chaque transaction, c'est-à-dire à chaque vente et achat. Le prix de la valeur mobilière est publié dans la cote de la bourse pour chaque jour ouvrable. Le prix retenu pour l'évaluation des portefeuilles dépend des us et coutumes en vigueur dans les pays. En France, le prix d'évaluation retenu est le cours d'ouverture. Alors que celui utilisé aux USA et au Japon est le cours de clôture.

La capitalisation boursière d'un titre (C) est le produit du cours (p) de ce titre par le nombre (N) d'unités existantes de ce titre, soit $C = N \times P$.

La capitalisation boursière d'une entreprise est la somme des capitalisations boursières de tous les titres représentant son capital, ce qui implique que cette notion de capitalisation boursière s'applique aussi à l'ensemble des titres cotés sur ce marché.

Enfin, pour avoir une vue d'ensemble de l'évaluation des cours d'un marché, il convient d'avoir recours à des indices des cours de bourse.

Cet indicateur synthétise le mouvement de toutes les valeurs inscrites à la cote, à partir d'un échantillon de titres donné.

Les indices boursiers sont nombreux. Parmi les plus célèbres, nous pouvons citer :

- L'indice CAC 40 (Cotation Assistée en Continu) :

Il est calculé sur un échantillon de 40 valeurs du premier marché à règlement différé, choisies parmi les 100 plus fortes capitalisations. Les critères de sélection des valeurs sont adoptés par le Conseil Scientifique de Paris-Bourse SA.

Principale référence de la Bourse de Paris, ses variations sont très fortement corrélées avec celles de l'ensemble du marché.

-
- L'indice Dow Jones Euro STOKX 50 : utilisé en Europe

Il est composé de 50 valeurs figurant parmi les plus actives et les plus fortement capitalisées des marchés d'actions des pays de l'Union Européenne. Il a été développé et géré par la société STOKX Ltd, créée en partenariat par Euronext Paris SA, la Deutsche Börse, la Bourse Suisse et la société Dow Jones à partir de 1998. Aux USA, le Dow Jones représente les 30 valeurs américaines les plus importantes. Nous retrouvons aussi le Standard and Poor's 500 reposant sur les 500 valeurs les plus importantes.

Pour la bourse de Londres, on dispose de nombreux indices quotidiens des cours :

- Indices du Financial Times (dont le plus important FT 100 est calculé sur les cours de 100 actions).
- Indices FT Actuaries (Financial Times et Institute of Actuaries).

Ces indices couvrent les cours des actions d'une large gamme de secteurs d'activité en Grande Bretagne, ainsi que les cours des valeurs à revenu fixe.

Au Japon deux indices sont les plus couramment utilisés pour les cours des actions :

- Le Nikkei Dow Jones (225 actions) ;
- Le Tokyo Stock Exchange Index (TSE).

En France les indices officiels sont calculés par l'Institut National de la Statistique et des Etudes Economique (INSEE) et d'autres institutions. Il existe d'autres indicateurs, tels que ceux calculés par la presse financière.

*Sous-section 2 L'EXISTENCE D'UN MARCHÉ DÉTERMINANT LE
COÛT DU CAPITAL ET LE TAUX D'ACTUALISATION*

A L'existence d'un marché déterminant le coût du capital

En plus de l'existence d'un marché boursier, les experts ont recours, de manière courante dans le processus d'évaluation, à d'autres compartiments du marché des capitaux, pour pouvoir déterminer le coût du capital et le taux d'actualisation.

En effet, le marché des capitaux se compose de plusieurs compartiments, en plus du marché boursier. Parmi les composantes de ce marché, il y a lieu de citer le marché de l'escompte, le marché de la dette publique, telle que celle des collectivités territoriales et bien d'autres marchés, selon le degré de développement du système monétaire et financier du pays considéré.

Dans le cadre de la théorie financière, le coût du capital est une donnée dérivée, à partir des informations fournies par le marché des capitaux.

Ce coût du capital est dérivé, car il est dépendant de l'état actuel du marché des capitaux. L'analyse de ce coût est basée sur :

- L'étude des préférences des investisseurs. De telles préférences dépendent des variations du taux d'intérêt sur ce marché ;
- L'étude des rendements réalisés par le passé.

Ainsi, le coût des capitaux propres est une variable qui s'impose aux dirigeants de l'entreprise et reflète les préférences des actionnaires. Cette donnée est déterminée à la fois par des facteurs propres à l'exploitation de l'entreprise et des facteurs économiques et financiers exogènes, tels que : les taux d'intérêt et le taux d'inflation.

Le coût du capital peut aussi être déterminé à partir des données boursières. Dans ce cas, les experts se heurtent, généralement, à deux difficultés : le taux de croissance et le taux de distribution, induits par la capitalisation boursière reflétée par le marché.

Cette difficulté peut trouver son explication dans la théorie financière classique. En effet, les travaux menés par les théoriciens, leur ont permis de constater que ces deux facteurs, pour diverses raisons, ont tendance sur une longue période, à générer un taux d'actualisation sous-estimé et, par voie conséquence, à mener à une sur valorisation des sociétés cotées.

L'une des explications théoriques de ce phénomène, est le fait que le taux de croissance « g »³⁰³, utilisé dans les calculs de la valeur de l'action, est bien souvent celui des prochaines années. Or, celui-ci, peut être très différent du taux de croissance moyen, requis par les modèles de valorisation.

Ce qui dénote que le principal problème, lié au taux d'actualisation dérivé du marché, est cette difficulté de passer d'un taux de croissance estimé à sa valeur actuelle. Cette méthode est généralement employée comme argument pour la décision d'investissement.

L'actualisation permet d'arbitrer sur le principe de l'investissement lui-même. Elle sert à choisir entre deux ou d'autres options d'investissement, dont le coût initial et les rendements futurs sont différents.

Pour pouvoir effectuer un choix éclairé entre deux investissements, il convient de disposer d'une méthode, qui prenne en considération le facteur temps et permet d'en ramener les valeurs successives, à moment donné, tel que le moment de la décision (T₀).

Le taux d'actualisation est une manière chiffrée d'indiquer la préférence qu'accorde un investisseur à une somme perçue immédiatement plutôt que dans le futur.

Par ailleurs les taux d'actualisation dépendent :

- de l'inflation qui peut diminuer une recette future ;
- du coût de l'argent utilisé ;
- des risques attachés à une recette future ;
- de l'abondance générale ,etc...

Le taux d'actualisation est, par définition, un prix fixé, qui est réglé conventionnellement, par la loi ou par l'usage.

Les experts, dans la plupart des formules d'évaluation, font intervenir le taux d'actualisation. Ce taux peut changer d'une formule à une autre, en raison :

- des grandeurs à actualiser qui ne sont pas les mêmes ;
- de la nature de l'argent, qui est dans la plupart des cas de l'argent courant.

Parfois, c'est l'argent constant.

³⁰³ Explication de « g »

Sa formule générale de base est :

$$\frac{1}{(1 + t)^n}$$

Cette formule est conçue pour des flux financiers, c'est-à-dire sur la base de l'argent courant. Le taux d'actualisation à utiliser est un taux qui prend en charge l'inflation. Ainsi l'argent courant devient de l'argent constant, en déduisant l'inflation, c'est-à-dire en maintenant son pouvoir d'achat.

Pour le taux d'intérêt des marchés financiers qui ne sont pas « déflatés », il convient de prévoir les dividendes futurs et la valeur résiduelle en argent courant. Ce qui implique qu'il est nécessaire de tenir compte de l'inflation future.

La même formule peut s'exprimer en utilisant des grandeurs déflatées. Aussi, il est important de connaître la méthode de passage d'un taux non déflaté à un taux déflaté

BLa détermination du taux d'actualisation

Après avoir pris en compte le phénomène « inflation », il faut déterminer le taux d'actualisation. Pour cela, les experts distinguent trois approches :

- les approches traditionnelles ;
- les approches classiques ;
- les approches modernes.

B1 Les approches traditionnelles

Il s'agit de démarches axées sur les taux du marché financier et des démarches simplifiées, faisant appel à une appréciation subjective du risque.

Les premières démarches qui sont axées sur les taux du marché financier proposent trois types de taux :

- Le taux de rendement moyen des obligations de première catégorie. Les experts remarquent que ce type de taux est insuffisant, car il néglige le risque des entreprises, bien qu'il tienne compte de l'inflation. L'inflation est prise en compte car les taux de ce marché anticipent ce phénomène ;
- Le taux de la rentabilisation du marché boursier, qui est défini comme le rendement plus la plus-value de l'ensemble de marché. Pour les experts, ce taux prend en compte le risque, ce qui représente un grand avantage. Le risque

et pris en compte, dans la mesure où la différence entre la rentabilité globale du marché et le taux de rendement des obligations permet de dégager une prime du marché des actions. Cependant, cette formule, selon les experts, ne prend en considération qu'un risque moyen. Or le risque peut varier sensiblement d'une entreprise à l'autre ;

- Le taux de rendement moyen du marché boursier. Ce taux est distinct du taux de rentabilité, car il ne prend en compte que le ratio : Dividende /cours.

Les experts remarquent que, dans la mesure où le taux de rendement d'une entreprise a une espérance de croissance, il devient variable selon cette croissance. S'il est variable, dans ce cas, le taux de rendement moyen du marché n'a pas trop de signification. Donc ce taux de rendement moyen du marché n'est pas satisfaisant puisqu'il regroupe l'ensemble des sociétés, qu'elles aient ou non des espérances des plus-values. Ce qui permet de dire que le taux de rendement d'une entreprise n'a de sens que s'il n'a pas d'espérance de croissance.

Les dernières approches font appel à la notion de risque. Mais cette appréciation est subjective. Pour lever cette contrainte, certains experts préfèrent utiliser un taux de base, qui est, généralement, le taux de rendement moyen des obligations sur le marché financier.

Ce taux de base est majoré d'une prime de risque plus ou moins importante. Cette prime varie dans un intervalle allant généralement de 25 à 125%, pour mesurer complètement non seulement le risque général, induit par la conjoncture économique, mais aussi le risque propre à l'entreprise.

Toutefois, la détermination de la prime de risque, pose un problème, dans la mesure où les méthodes traditionnelles ne précisent pas toujours, à quel type de flux elles s'appliquent.

B2 Les approches classiques

En ce qui concerne les entreprises cotées en bourse, les approches classiques déterminent le taux d'actualisation à partir du coût d'opportunité. Ce dernier est déterminé par les apporteurs de capitaux sur le marché. Il s'agit soit du coût des fonds propres, soit du coût moyen pondéré du capital.

Dans ce cadre, le coût des fonds propres, qui s'applique aux flux pour l'actionnaire, est égal aux dividendes espérés, plus le prix de revente des actions. Par contre, le coût

moyen pondéré du capital, s'applique aux flux à dette nulle, plus le prix de vente des actifs.

Le coût des fonds propres de l'acquéreur peut être calculé de deux manières :

- à partir du rapport BPA /cours de l'acquéreur ;
- à partir de la formule de Gordon-Shapiro (ddéjà traité en 1ère Partie de la Thèse) ..

A partir du rapport BPA /cours de l'acquéreur, le coût des fonds propres se calcule comme suit :

$$\text{BPA} = \frac{\text{Bénéfice Global}}{\text{Nombre d'actions}}$$

Pour calculer cette formule, plusieurs variables doivent être connues. Il s'agit du cours de l'action, du dividende par action et du coût des fonds propres.

B3 Les approches modernes

Ces approches se basent essentiellement sur :

- l'utilisation du risque systémique, appelé coefficient beta (β) pour le calcul du cout des fonds propres ;
- la prise en compte de l'endettement dans le coût des fonds propres ;
- l'utilisation du coût moyen pondéré du capital.

Par l'utilisation du risque systémique ou le coefficient bêta « β » pour le calcul du coût des fonds propres, le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF) et le modèle du marché ont pu s'attaquer de manière spécifique au problème du risque.

Traditionnellement, les gestionnaires de fortunes, pour aboutir à une bonne compensation des portefeuilles, partaient du principe qu'il était impératif de choisir de bons titres. Le MEDAF a permis de changer une telle conception dans la gestion des portefeuilles. Dans la conception de ce modèle, l'investisseur rationnel qui cherche à optimiser ses placements, est tenu de diversifier ses investissements, pour réduire au maximum le risque pour chaque niveau de rentabilité espérée.

Compte tenu du fait que les investisseurs, qui composent ce marché, vont adopter le même comportement rationnel, le marché devrait se comporter que de manière rationnelle.

Par voie de conséquence, seul le risque non diversifiable sera rémunéré. Un tel risque est défini par le coefficient beta « β ». En terme mathématique, il est exprimé de la façon suivante :

$$\beta = \frac{\text{Cov}(r_p, r_m)}{\text{Var}(r_m)}$$

Ou : B = coefficient de la société ;

R_p = rentabilité de l'action ;

R_m = rentabilité du marché.

Le coefficient beta traduit la volatilité de la rentabilité du titre par rapport au marché, qui a lui-même un bêta égal à 1.

Pour exprimer cette volatilité, il va falloir multiplier le coefficient bêta par la prime de risque du marché d'actions, par rapport au taux sans risque :

Ou : $E(R_m)$ = rentabilité espérée du marché ;

R_g = taux sans risque.

Ceci indique le supplément de rémunération que l'actionnaire demande logiquement pour rémunérer ce risque systémique ou non, diversifiable par rapport au taux sans risque.

Aussi, si $E(R_m) = 14\%$ et $R_g = 9\%$, la prime de risque du marché sera, avec un bêta de 1 sera de : $(14\% - 9\%) \cdot 1 = 5\%$,

Alors que la prime de risque demandée pour une entreprise de risque élevé avec un bêta de 2 sera de : $(14\% - 9\%) \cdot 2 = 10\%$.

Dès lors, l'investisseur sur le marché va, normalement, demander à être rémunéré pour ce risque non diversifiable. La rémunération globale que demandera l'actionnaire, toutefois, pour une action inclura en plus le taux sans risque, qui est censé rémunérer tous les titres financiers, qu'ils soient risqués ou non. Mais la question la plus délicate, qui se pose aux experts, est celle de la détermination concrète des paramètres de la formule précédente :

- le taux sans risque
- le coefficient bêta

Concernant le taux sans risque (R_f), il devrait, théoriquement, être celui des bons du Trésor à échéance courte. Car les bons de Trésor n'encourent pas le risque de défaut, et leur échéance courte permet d'échapper au risque des fluctuations.

Mais, souvent, l'usage des rendements actuariels des obligations de première catégorie (secteur public et semi-public) est préféré. Car cette catégorie de titre comporte un risque de fluctuation relativement minime, mais le terme du placement est aussi long que celui des actions.

Il est à rappeler que le taux d'intérêt nominal est le produit du taux réel et de l'anticipation de l'inflation, pour la période considérée :

$$(1+Tnt) = (1+rt) (1+it)$$

Où : T_n = le taux Nominal

r = taux Réel

i = taux d'inflation anticipée

t = période considérée

Si l'on se place dans le temps, le taux nominal par exemple, à échéance de 2 ans, sera égal à :

$$(1+T_n) = (1+r)^1 (1+i)^1 (1+r)^2 (1+i)^2$$

En ce qui concerne le coefficient bêta (ou le coefficient de volatilité de la rentabilité de l'entreprise par rapport au marché), il est obtenu en calculant la droite qui relie la rentabilité de l'action

« i » (R_{it}), à la rentabilité du marché « m » (R_{mt}), à l'aide de la formule :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \sum it$$

Où :

R_{it} = Rentabilité de l'action « i » pendant la période « t »

R_{mt} = Rentabilité du marché « m », communément mesurée à travers un indice boursier général, pendant la période « t »

β_i = Coefficient bêta de la société « i »

$\sum it$ = Mesure de la dispersion des points, autour de la droite de régression, qui traduit la part de rentabilité de l'action « i », qui n'est pas expliquée par le marché « m », à savoir son risque spécifique ou non systématique, α_i = Une constante qui désigne la rentabilité de l'action « i » quand la rentabilité du marché « m » est nulle.

Les experts font remarquer que les coefficients bêta supérieurs à 2 ou négatifs sont rares. Dans le cadre de la prise en compte de l'endettement dans le coût des fonds propres, les experts considèrent que l'endettement et le risque financier sont pris en charge, implicitement, dans le coût des fonds propres

Section 3. Préalables pour l'usage des nouvelles approches d'évaluation et de la méthode des comparables

Pour pratiquer l'évaluation d'entreprise, à partir des approches nouvelles, les experts utilisent, également un certain nombre de données.

Or, l'application des méthodes intermédiaires et des approches modernes, est fonction de la disponibilité de ces données. Ces données ne peuvent être disponibles, que si un certain nombre de conditions, ou préalables, sont réunis.

Sous-section 1 LES CONDITIONS REQUISES POUR LES MÉTHODES INTERMÉDIAIRES

Pour les Méthodes intermédiaires, la méthode du Goodwill et la Méthode des moyennes pondérées, sont conditionnées par :

- l'existence d'une capacité bénéficiaire pour l'entreprise. Autrement dit sa capacité de dégager des bénéfices et des superbénéfices ;
- l'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique ;
- la connaissance de la valeur de rendement et de la valeur de patrimoniale de l'entreprise ;
- l'existence d'une administration fiscale efficace, avec un personnel hautement qualifié ;
- l'existence d'analystes qualifiés, suffisamment outillés pour chiffrer les coefficients de pondération.

A L'existence d'une capacité bénéficiaire pour dégager des bénéfices et des superbénéfices

En premier lieu, les experts font observer que l'entreprise, sujette à une évaluation, par le biais de ces méthodes, doit présenter une capacité à dégager des bénéfices et superbénéfices.

Cette condition est justifiée par l'utilisation des superbénéfices dans le calcul de la notion de Goodwill. Un tel calcul se base sur l'actualisation des superbénéfices à venir. Il est donc impossible d'appliquer la méthode du Goodwill lorsque l'entreprise n'arrive pas à dégager ce type de bénéfices. Pour dégager un superbénéfice,

l'entreprise doit être, en premier lieu, théoriquement rentable. Cela veut dire que les bénéfices réalisés de l'entreprise sont égaux aux bénéfices minimums nécessaires, pour procurer une rémunération normale avec les capitaux engagés.

Autrement dit, l'entreprise doit réaliser un bénéfice au moins égal aux intérêts, qu'elle pourrait recevoir, si elle avait investi les capitaux engagés dans un placement à long terme risqué.

En outre, par l'application de la méthode du Goodwill, la valeur du fonds de commerce se trouve mise en avant.

Or, l'identification du fonds de commerce et son évaluation soulèvent de gros problèmes, notamment, pour une entreprise industrielle.

Afin de contourner cette difficulté, les experts ont recours à cette notion de capacité à générer des bénéfices, dans le cadre de l'exploitation. Par cette manière de lever la difficulté que pose le fonds de commerce, cette condition nécessaire de dégager des bénéfices se trouve être requise une nouvelle fois pour l'application de pareilles méthodes.

Dans un deuxième temps, les experts estiment que l'entreprise à évaluer doit être, en termes de valeur, capable de réaliser un superbénéfice. Cependant, à la différence de la première phase, cette capacité bénéficiaire de l'entreprise doit permettre à celle-ci de réaliser, non pas des bénéfices égaux à la rentabilité théorique, mais un surplus de bénéfices qui permet de dépasser ce niveau. Cette différence entre le résultat réel réalisé par l'entreprise et le niveau donné par la rentabilité théorique est le superbénéfice.

Ce bénéfice devra être supérieur au bénéfice minimum, nécessaire pour procurer une rémunération normale, comme si les capitaux engagés étaient placés à long terme sur des actifs financiers non risqués.

En somme, il s'agit d'un bénéfice qui exprime une sur-rentabilité. C'est cette sur-rentabilité qui constitue le préalable, où la condition nécessaire, pour l'application de la méthode du Goodwill.

B L'évaluation préalable de l'entreprise par la valeur de rendement et la valeur patrimoniale

Par ailleurs, sur le plan méthodologique, l'évaluation d'une entreprise ne peut être abordée par la méthode du Goodwill, ou par la méthode des moyennes pondérées, que si au préalable, sa valeur de rentabilité et sa valeur patrimoniale ont été déterminées.

Autrement dit, l'évaluation de l'entreprise, par la méthode du Goodwill (où la méthode des moyennes pondérées), ne peut se faire que si cette entreprise a auparavant été évaluée par ces deux valeurs.

Ce qui induit que l'usage des approches modernes pour l'évaluation d'une entreprise, est conditionné avec l'application des méthodes d'évaluation par la valeur patrimoniale et la valeur de rendement.

Ce qui laisse supposer que tous les préalables nécessaires à l'utilisation des méthodes classiques doivent être réunis, en plus de ceux nécessaires à ces approches intermédiaires, pour que ces méthodes puissent être appliquées.

C L'existence d'une administration fiscale

Dans l'usage de la méthode des moyennes pondérées, les experts considèrent, de manière implicite, l'existence d'une administration fiscale efficace et dotée d'un personnel qualifié comme condition impérative.

L'existence d'une telle administration s'impose car, de par ses tâches d'évaluation, une telle structure doit être en mesure de déterminer et de produire ses propres paramètres de pondération et d'élaborer ses propres règles d'évaluation.

Ceci n'est possible que si son personnel est suffisamment qualifié pour mener un tel travail et que si elle est dotée de moyens et de procédures, en quantité et en qualité, suffisantes pour qu'elle puisse fonctionner de manière efficace.

D L'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique

La méthode du goodwill utilise :

- le taux de capitalisation, pour capitaliser les super – bénéfices et pour calculer le goodwill ;
- le taux de rentabilité théorique, pour calculer les bénéfices normaux, ce qui correspond à la rentabilité normale des capitaux investis.

Pour cette raison, on pourrait considérer la disponibilité de ces taux, ou du moins la capacité de les déterminer, comme un autre préalable pour appliquer les approches intermédiaires d'évaluation.

E L'existence d'analystes hautement qualifiés

La méthode des moyennes pondérées utilise des coefficients de pondération. Selon certains experts, ces coefficients de pondération sont déterminés arbitrairement par les analystes.

La détermination de ces facteurs de calcul répond à des paramètres bien choisis. Ce qui suppose que l'analyste, devant procéder au calcul de ces coefficients, doit être suffisamment outillé, en termes de connaissances scientifiques et en termes de techniques de calcul, pour pouvoir aboutir à des résultats probants.

Sous-section 2 LES CONDITIONS REQUISES POUR LES APPROCHES MODERNES

A l'instar des méthodes intermédiaires, les approches modernes d'évaluation exigent également un certain nombre de données pour permettre leur application.

Cependant, par rapport aux approches intermédiaires, les méthodes modernes de l'évaluation ont leurs propres caractéristiques. Ces particuliers imposent leurs propres préalables.

A La théorie des options

Pour l'application de cette nouvelle approche, l'expert a recours à la notion de l'action à option. L'action à option permet à l'actionnaire de négocier sur le marché, en faisant usage d'un droit particulier, que seule une telle action procure.

Ce droit (ou cette option) lui offre le choix entre deux possibilités :

- soit acheter l'action à une date future, à un prix contractuel appelé prix d'exercice ;
- soit abandonner le contrat.

Dans cette perspective, l'acheteur de l'option d'achat sera gagnant si le cours futur dépasse la somme du cours actuel et du prix de l'option.

L'acheteur de l'option de vente sera gagnant si le cours futur baisse en dessous du cours actuel, diminué du prix de l'option. Il limitera sa perte au montant de cette dernière, si le cours monte...

Ces contrats conditionnels permettent, pour un versement sensiblement inférieur à la valeur de l'action, de profiter de son évaluation, tout en se protégeant efficacement contre des mouvements en sens inverse.

Cette option de l'action peut se manifester à partir de :

- l'option de cession ;
- l'option de l'ajournement ;
- l'option d'extension et de contraction.

La première option offre le choix entre céder et abandonner une affaire ou un projet ou l'exploiter.

Par exemple, l'option de cession donne la possibilité par exemple entre continuer l'exploitation d'une mine ou d'un gisement, ou l'abandonner en le vendant. De ce fait, le porteur de ce genre d'action peut déposer d'une option de vente.

De ces deux possibilités, une décision doit être prise :

- soit la décision d'investissement ;
- soit la décision de désinvestissement.

L'option de cession permet donc, d'aborder de façon plus moderne la décision de désinvestissement. Pour prendre une telle décision, le propriétaire de l'action de l'option de cession doit se fier sur les résultats de la première période. S'ils sont encourageants, il peut choisir de continuer l'exploitation. A l'inverse, si les résultats sont peu encourageants, il peut choisir de l'abandonner en la vendant. S'agissant de la deuxième option, le porteur de l'action à option de l'ajournement donne le droit de choisir entre l'exploitation du projet et l'ajournement de cette exploitation. Une telle option peut se justifier par le fait que le propriétaire, de ce genre d'action, prévoit une hausse des prix. Par exemple les prix de pétrole, si le projet à exploiter est un gisement pétrolier. Pour cela, il peut décider de retarder l'exploitation de ce gisement. On peut, dans ce cas, considérer le fait de détenir un droit d'exploitation, et d'ajourner cette dernière, comme une option d'achat.

Une telle opportunité induit un coût. La différence entre les revenus espérés de ce gisement et son amortissement représentent ce coût, c'est à dire le coût de cette opportunité de l'ajournement de l'exploitation. Le coût attendu de la mise en exploitation peut être, par contre, considéré comme le prix d'exercice.

L'option d'ajournement procure le droit, sans obligation, de faire l'investissement nécessaire à l'exploitation. Néanmoins, un projet qui peut être ajourné vaut plus cher que celui qui ne peut pas l'être. Parce qu'il procure une flexibilité supplémentaire.

Enfin, dans le cas de l'option d'extension (troisième option), le porteur de ce genre d'action se met dans une situation où il ne peut garder cette action, que si le projet peut être étendu. Cette opportunité n'est possible, que dans la mesure où les conditions de réalisation se révèlent plus favorables que prévu. Cette option est considérée comme option d'achat.

Les dépenses prévues, pour permettre l'extension, peuvent être considérées comme le prix d'exercice et les revenus attendus comme le sous-jacent.

D'autre part, l'option de contraction peut être considérée comme une option de vente, dans la mesure où les dépenses prévues par le projet, peuvent être considérées comme le prix d'exercice et les économies dues à la contraction comme le sous-jacent

On peut imaginer, également, des combinaisons d'achat et de vente. Ces combinaisons peuvent exister dans le cas d'une entreprise, en fonction de la demande.

Pour pouvoir évaluer ces options, un certain nombre de conditions sont requises :

- possibilité de trouver un projet incluant une option de cession, d'ajournement, d'extension et de contraction ;
- possibilité de rechercher un projet parfaitement corrélé, c'est-à-dire qui a le même risque, la même valeur, la même probabilité de se produire et la même composition du portefeuille.

B La théorie des primes et des scores

L'application de l'approche de la théorie des primes et des scores est assise sur l'existence exclusive d'un type d'action spécifique. Cette action doit comporter un prime et un score.

Le "prime" donne le droit :

- au dividende jusqu'à la « terminate date » ;
- à la valeur d'actif du trust à la terminale date, pour la partie située en dessous d'un prix, fixée au moment du contrat. Ce prix fixé au départ est appelé "terminale claim".

Cette «prime » détient les droits de vote.

Par contre, le "score" donne, à son titulaire, droit à la valeur d'actif à la "terminate date" au-delà du prix fixé.

Le score peut être considéré comme une option européenne. Dans cette option, l'acheteur ne peut exercer son droit qu'en l'échangeant, à une maturité éloignée.

A la "terminate date", les détenteurs de " primes" et de "scores échangent leurs titres contre des actions.

Les "primes" et les "scores" ne peuvent être rachetés séparément. Mais, une "prime" et un "scores" combinés peuvent être rachetés avant l'échéance.

Pour arriver à ce genre d'action, de nombreux chercheurs ont tenté d'analyser l'action, comme un titre composé de deux éléments :

- un flux de dividendes perpétuels ;
- des opportunités de croissance.

Avec une telle optique, ces chercheurs se sont efforcés, depuis quelques années, d'analyser les opportunités de croissance comme un élément optionnel.

Finalement, on régresse les rentabilités des titres considérés, par rapport à celles des facteurs, pour obtenir les coefficients de sensibilité ou les « bêta »

Ces facteurs représentent des réalités économiques fondamentales, à savoir :

- l'inflation non anticipée à long terme ;
- les changements dans le niveau espéré de la production industrielle ;
- les modifications non anticipées des primes de risque ;
- les modifications non anticipées dans la structure des taux d'intérêt.

L'ensemble de ces données sont nécessaires pour pouvoir mettre en application une telle approche. Elles constituent, par voie de conséquence, un préalable.

Sous-section 3 LES CONDITIONS REQUISES POUR LA MÉTHODE DES COMPARABLES OU MULTIPLES

Les conditions de mise en place de la méthode des comparables ou multiples différera de celle des multiples boursiers, par le choix des valeurs des entreprises comparées.

En effet, concernant les multiples boursiers, il s'agira des capitalisations boursières relevant des marchés financiers. Quant à la méthode des comparables, il s'agira des valeurs observées sur le marché des transactions.

La méthode consiste, sur la base des transactions significatives intervenues ces dernières années dans un secteur équivalent ou proche de la société cible, à extraire des multiples de transaction et à les appliquer à la société cible³⁰⁴.

³⁰⁴ Chapalain. G., op. cité

CONCLUSION

L'évaluation des entreprises, quels que soient leurs métiers et leurs statuts, est fortement dépendante des conditions requises (ou des préalables requis) pour l'usage de telles ou telles autres méthodes et techniques, de détermination de la valeur et, partant, de la fixation du prix.

Cette dépendance met en relief deux observations importantes :

- Premièrement : l'évaluation d'entreprise ne peut être menée que selon des normes précises, universellement reconnues. Autrement dit, l'opération de l'évaluation ne peut être conduite que dans un environnement, et pour des entreprises, qui produisent des informations et qui émettent des données selon des normes universellement établies. L'évaluation est un processus parfaitement normalisé ;
- deuxièmement : l'évaluation des entreprises est un ensemble de méthodes et de techniques, dont les fondements théoriques se basent sur les résultats scientifiques de courants de pensée, préoccupés par la compréhension, la formalisation et la modélisation des économies de marché développées.

Dans le cas de l'Algérie, pays choisi pour notre thèse, ces observations nous indiquent qu'il est impératif également d'analyser l'environnement de l'entreprise algérienne, pour voir jusqu'à quelle limite les méthodes et techniques de l'évaluation peuvent être appliquées, sans pour autant remettre en cause leurs fondements théoriques, d'une part et les conditions requises pour leur utilisation d'autre part. C'est ce que nous allons observer dans la deuxième partie.

Partie 2. ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT DE
L'ENTREPRISE ALGÉRIENNE POUR
L'APPLICATION DES MÉTHODES
D'ÉVALUATION

BREVE PRESENTATION DE L'ALGERIE

« Jamais, l'homme ne se baigne deux fois dans le même fleuve ».

Héraclite (544- 480 av. J.C.)

Introduction

L'Algérie fait partie du Maghreb.

Le terme Maghreb signifie « le couchant » en arabe ; Il désigne ces pays dits du soleil couchant, géographiquement l'Afrique du Nord, et s'oppose au Machrek, ou « le levant » qui correspond à l'orient arabe.

La région comprend, culturellement et politiquement, l'Algérie, le Maroc, la Tunisie, la Libye et la Mauritanie. Elle est bordée par la Méditerranée, le Sahara, l'océan Atlantique et le désert de Libye.

D'une façon générale, ce sont l'Algérie, le Maroc, et la Tunisie qui sont considérés comme le noyau géographique du Maghreb. Leur histoire est commune.

L'Algérie actuelle a connu des évolutions multiples tant aux niveaux historiques, que géographique et politique.

Il y a environ deux millions d'années, à une époque voisine, des grands foyers préhistoriques de l'Afrique se situe sur un des premiers berceaux de l'humanité³⁰⁵. Même si sa configuration demeure constante. Nous pouvons succinctement présenter les principales évolutions de l'Algérie.

A Aperçu historique :

Nous distinguerons une dizaine de grandes périodes historiques.

La Préhistoire :

Il y a 2,4 millions d'années)³⁰⁶, les premiers habitants de l'Algérie s'établissent sur le rivage méditerranéen. Cela remontant à environ 800 000 ans avant notre ère. Ils assurent leur survie, par la pêche et la chasse.

³⁰⁵ Meynier G., *L'Algérie des origines*, La Découverte, 2007.

³⁰⁶ Pierre M., *Histoire de l'Algérie, des origines à nos jours*, Vestiges d'hominidés découverts en 2021 dans l'oued Boucherit, près de Sétif, Tallandier, 2023.

L'Antiquité :

Pour la Numidie, c'est-à-dire le nord de l'Algérie actuelle, ainsi que l'intérieur tunisien et l'est Marocain, l'histoire sera marquée par les guerres opposant Carthage à Rome.

On vit émerger des royaumes berbères, dits numides, que chacune des parties en conflit chercha à se rallier (vers le III^{ème} siècle av. J.C.).

Dès cette époque, ce qui allait devenir l'Algérie était un territoire parcouru par des communautés nomades. Mais elle connut aussi des « Etats ». Ces « Etats » étaient plus ou moins organisés en confédérations de communautés agricoles, sédentaires ou semi-sédentaires. Ils se surimposaient à des tribus vivant relativement en marge des foyers de pouvoir et des royaumes qui y furent édifiés. Ce fut en particulier le cas en Numidie³⁰⁷.

La dynastie Massyle régnait sur l'est algérien et l'intérieur tunisien, alors que la dynastie Masaesyle occupait le centre et l'ouest algériens actuels, poussant jusqu'à la Moulouya aujourd'hui située au Maroc.

A1 La période phénicienne (814/146 av.J.C.)

Les Phéniciens sont un peuple sémitique. Ils habitaient le Moyen-Orient, avant de s'installer en Phénicie (correspondant au Liban actuel)³⁰⁸.

Très entreprenants, habiles négociateurs, les phéniciens vont monopoliser le commerce sur les côtes de la méditerranée. Ils implantent plusieurs comptoirs dont un des plus importants est celui de Carthage sur le littoral de l'actuelle Tunisie, et atteindre les côtes algériennes.

La présence phénico-punique est signalée par de nombreux toponymes, nous pouvons citer ainsi : Hippone (Bône-Annaba), Rusicade (Skikda), Eikoci (Icosium-Alger), Iol (Caesarea- Cherchell), Siga (Ile de Rashdûn, près de BeniSaf),...

A la gouvernance de l'est (Massyle) se trouvait Massinissa³⁰⁹ (238 – 148 av. J.-C.). Au début, allié des Carthaginois, avec lesquels il combattait dans la péninsule ibérique, il prit ensuite le parti des Romains.

On attribue au long règne de Massinissa, qui dura près d'un demi-siècle, l'expansion de l'agriculture et du commerce.

³⁰⁷ Meynier G., idem, p. 36.

³⁰⁸ Ferkous S., *L'histoire de l'Algérie, des Phéniciens à l'indépendance*, Dar El Ouloum, Alger, 2007.

³⁰⁹ En libyco-berbère, c'est-à-dire mass-nsen, leur seigneur.

A2 *La période romaine(146 av. J. – C. / 429 apr. J.- C.)*

Après la destruction de Carthage (en 146 av. J.C.), les Romains entreprennent d'étendre leur domination politique et militaire à l'ensemble du Maghreb et particulièrement à l'Algérie.

A la disparition de Massinissa, ses descendants se partagèrent le pouvoir ; en même temps les Romains animent les rivalités entre les princes pour les détourner de toutes tentatives unificatrices susceptibles de déranger leurs intérêts.

Un des descendants de Massinissa, Jugurtha, s'opposa à un partage territorial qui servait uniquement la politique colonialiste romaine, contraire à son projet d'édification d'un Etat maghrébin puissant.

Jugurtha mena une guerre contre une armée romaine (112 av. J.-C.) qu'il vainquit, en lui imposant un traité de paix. Il obtient de Rome la reconnaissance de son pouvoir sur toute la Numidie. Rome pris sa revanche, suite à une trahison de Bocchus, beau-père de Jugurtha (107 av. J.-C.).

La Numidie fut ensuite partagée en deux, la Numidie occidentale, attribuée à Bocchus, en guise de récompense pour sa trahison, et la Numidie orientale, à un frère velléitaire de Jugurtha.

La romanisation fit cependant son chemin et, en l'an 212, la citoyenneté romaine fut accordée par les Sévères, eux-mêmes d'origine africaine, à l'ensemble des sujets de l'Empire romain. Le Sénat romain comptait alors 15% de membres d'origine africaine.

A l'image de la civilisation « gallo-romaine », il se développa dans l'Algérie antique une civilisation « afro-romaine » prospère, de laquelle nous sont parvenus de nombreux édifices : théâtres, arcs de triomphe, thermes, aqueducs... La littérature ne fut pas en reste. On doit à cette période de nombreux écrivains tels Apulée de Madaure, auteur de l'Ane d'or, ou Fronton de Cirta, précepteur de l'empereur Marc-Aurèle.³¹⁰

Le christianisme s'est développé en Afrique romaine à partir du IIème siècle après J.C.

Saint-Augustin, l'auteur des « Confessions », naquit en 354 AP ; J.C. à Tagaste, actuelle Souk-Ahras à l'est de l'Algérie, d'une famille romanisée d'origine berbère. Il fut nommé évêque d'Hippone, actuelle Annaba.

Ainsi, en 2001, un colloque international s'est réuni à Alger sur l'africanité de Saint-Augustin., Théologien, philosophe, il est l'auteur de nombreuses citations, telle que « Avance sur ta route, car elle n'existe que par ta marche ».

A3 *Les Vandales (429 / 534 apr. J.-C.):*

Les Vandales sont issus des tribus germaniques, dont le pays d'origine est la région de la mer Baltique au nord de l'Europe. Ils sont arrivés au Maghreb par le détroit de Gibraltar (nom donné plus tard). Les Romains sont défaits en 431.

³¹⁰ Cherbi M., *Algérie, Deboeck, 2015.*

Les Vandales dominèrent la Numidie et tous les territoires de l'Afrique du nord occidentale. Ils n'introduisirent aucun changement dans système d'administration du Maghreb et conservent les mêmes les fonctionnaires nommés par Rome qui continuent à gérer les affaires locales.

Ariens de confession, c'est-à-dire refusant de reconnaître à Jésus une nature divine, les Vandales persécutèrent les chrétiens jusqu'à l'arrivée des troupes byzantines, qui les chassèrent d'Afrique au VIème siècle.

L'occupation par les Vandales dura un siècle. Les Byzantins leur succèdent.

A4 Les Byzantins (534 / 647 apr. J.-C.) :

Le centre de l'empire Romain bascule à cette époque vers l'orient où les Romains élisent pour capitale la ville de Constantinople (Empire romain d'Orient).

L'Empereur Constantin prend Rome en l'an 312, au moment où cette dernière décline et s'affaiblit Constantinople grandit.

Les Byzantins occupèrent seulement quelques régions, correspondant à une partie de l'Est algérien, et à quelques villes côtières de l'Ouest. Sur le plan sécuritaire, les Byzantins menèrent une politique consistant à la construction de fortifications afin de protéger les cités qu'ils possédaient.

Lorsqu'ils s'emparent de l'Algérie, les Byzantins partagent le pays en deux territoires : la Numidie qui inclut les régions orientales et la Maurétanie qui comprend surtout les ports échappant jusqu'alors à leur contrôle.

La politique byzantine se calque pratiquement sur celle de ses prédécesseurs romains : contrôle des meilleures terres, exploitation des populations, encouragement des rivalités tribales. Hormis de rares traces matérielles, le passage des Byzantins, au Maghreb, ne laisse aucune empreinte forte spirituelle ou culturelle, sur les Berbères.

A5 La conquête islamique (647/776)

Le VIIème siècle marque l'avènement de l'islam en au Moyen- Orient. Entre la moitié du VIIème siècle et les débuts du VIIIème siècle, commence un processus très rapide d'islamisation du Maghreb. Très tôt, ce processus semble toucher l'essentiel de ses habitants, avec cependant une arabisation qui ne touche que quelques villes, centres d'administration et de garnison, pour ne devenir significative qu'à partir du Xème siècle. Elle s'étendra d'abord à un certain nombre de régions.³¹¹

En 642, à la suite des conquêtes par les Romains, les Vandales et les Byzantins, la région se retrouva sous influence de l'islam et des Arabes. Cette rupture historique est

³¹¹ Sous la direction de Remaoun H., *Dictionnaire du passé de l'Algérie, de la préhistoire à 1962*, DGRSDT/CRASC, 2015.

fondamentale dans l'histoire du Maghreb et de l'Algérie.³¹² En effet, contrairement aux invasions précédentes, la nouvelle foi, acceptée dans des formes diverses par les autochtones, pénétra presque tous les segments de la société. Une grande partie des pratiques et des loyautés tribales furent ainsi remplacées par de nouvelles normes sociales et politiques.³¹³ L'émergence de l'islam constitue ainsi, pour certains historiens, l'évènement majeur de l'histoire de l'Afrique du Nord³¹⁴.

A l'époque de l'islamisation du Maghreb, toutes les conditions pour une conversion rapide et globale à l'islam étaient, sans doute, réunies dans la région. La première cause pouvant justifier cette conversion rapide, citée par les historiens³¹⁵, est l'absence de cadre et de substrat chrétien solide dans la région : cet aspect est d'ailleurs flagrant, quand on compare la situation maghrébine, à celle de l'Égypte ou de la Syrie de l'époque, qui conservèrent longtemps leurs minorités chrétiennes Coptes.

Au processus d'islamisation, se greffe une arabisation partielle dans un premier temps de la population. Le Maghreb central connaît alors plusieurs dynasties locales : Rostémides (767-909), Zirides(972-1148),Hammadites (1014-1152), Zianides (1235-1556) et des périodes d'intégration dans des groupements plus vastes : Ommeyyades (au VIIIème siècle), Fatimides (au Xème siècle), Almoravides (au Xème siècle), et Almohades (au XIIème siècle).

A6 La gouvernance turco-ottomane(1513 / 1830)

Les Etats du Maghreb furent menacés, dès le XVIème siècle, par la Reconquista espagnole, laquelle provoqua l'arrivée de réfugiés andalous qui enrichirent par leur culture, les villes d'Afrique du Nord. Après avoir repris Grenade en 1492, les Espagnols occupèrent plusieurs villes de la côte Maghrébine, en construisant des avant-postes fortifiés, Oran en 1509, Bejaïa en 1510. Alger, menaçant d'être occupée, la ville fit appel à des corsaires orientaux, les frères Barberousse pour les défendre.

La domination ottomane fut cependant assez souple malgré l'institution d'une administration ottomane régulière avec des gouverneurs ayant le titre de Dey. Le Dey avait le contrôle administratif direct de l'enclave de la Régence (le domaine du sultan) qui comprenait la ville d'Alger et ses environs. Le reste du territoire était divisé en trois provinces (Constantine à l'est, le Titteri au centre, Oran à l'ouest)³¹⁶. Chaque province était gouvernée par un Bey.

Les Hauts Plateaux et le désert échappèrent à cette tutelle ottomane.

³¹² Lazar M & Nehad.S.M.,*L'Algérie aujourd'hui*, Michalon, 2014.

³¹³ Chapin Metz.H., *Algeria a country study*, Federal Research Division, Library of Congress,1994.

³¹⁴ Ruedy J., *Modern Algeria*, Indiana University Press, 2005

³¹⁵ Tuvy P.,*Le Maghreb dans son contexte international*, Dauphin, 2015.

³¹⁶ Lazar M & Nehad.S.M., op.cité.

Le 05 Juillet 1830, la colonisation de l'Algérie par la France est lancée sur ordre de Charles X.

L'évènement du coup d'éventail n'était qu'anecdotique³¹⁷. Les causes de la présence française en Algérie sont nombreuses, aussi bien politiques, économiques et religieuses.

La conquête a connu moult hésitations, de l'occupation restreinte à la mainmise sur tout le pays. La résistance à cette occupation a duré quarante ans³¹⁸ (Emir Abdelkader, les Zâatchas, Mokrani, Cheikh Bouamama...). Le Sud Saharien ne fut pacifié qu'en 1902.

Sous la IIIème République française, c'est le régime civil et l'assimilation qui seront en principe appliqués. Ce régime se substitua au régime militaire qui prévalait depuis la conquête.

L'administration territoriale de l'Algérie marqua également la différence de traitement, entre les populations européennes et indigènes, à travers la mise en place des communes mixtes (1875)³¹⁹. Avec le Second Empire, la colonisation prit de l'ampleur en atteignant près de 500 000 hectares en 1870³²⁰. Pour étendre les réserves foncières, on a recours au cantonnement. Cela consistait à confiner des tribus dans des espaces restreints, afin de favoriser la petite colonisation, l'immigration européenne et l'édification des villages.

Le « code de l'indigénat », institué en 1881³²¹, fut imposé au parlement français, par les délégués de la minorité européenne coloniale, qui était seule bénéficiaire du statut de la citoyenneté et du droit à y être représentée. Cela permettait une politique de contrôle de la population colonisée, cantonnée au statut inférieur de « Français musulmans » avec le Sénatus -consulte de 1865.

De plus, la fin du XIXème siècle vit ainsi la colonisation libre prendre le relais de la colonisation officielle, grâce notamment, à la loi Warnier, adoptée en 1873, facilitant le fractionnement et la vente des terres indigènes. Cette loi visait explicitement la francisation de la terre, sous régime du droit musulman et la délivrance, après enquête, de titres de propriété individuelle³²².

Ces mesures contribuèrent à nourrir le ressentiment des Algériens qui conduisit, avec l'affirmation du sentiment national, au début de la guerre d'indépendance en 1954. Deux dates majeures vont être le prélude à ce déclenchement, la 1^{ère} et la 2^{ème} guerre mondiale.

³¹⁷ Dont a fait l'objet, le consul de France par le Dey d'Alger

³¹⁸ Liauzu C., *Dictionnaire de la colonisation française*, 2007.

³¹⁹ Op. cité, Lazar.M.& Nehad.S.M., *L'Algérie aujourd'hui*, Michalon, 2014.

³²⁰ Op. cité, Lazar.

³²¹ Op. cité, sous la direction de Remaoun .H., *Dictionnaire du passé de l'Algérie, de la préhistoire à 1962*, DGRSDT/CRASC, 2015.

³²² Bessaoud O., *Agriculture et paysannerie en Algérie, De la période coloniale aux politiques agricoles et rurales aujourd'hui (1962-2019)*, Revue « Confluences méditerranéenne », 2020.

En dépit de leur participation à la 1^{ère} guerre mondiale (25 000 indigènes perdirent leur vie), le code de l'indigénat était toujours en vigueur, et ils étaient « sujets français ». Il n'y eu jamais d'élections véritablement libres et égalitaires pour les autochtones.

Un début d'organisation politique se fait jour. Ainsi fut créée en 1926, l'ENA (Etoile Nord-Africaine), regroupant les ouvriers maghrébins immigrés en France. Réclamant ouvertement l'indépendance, ce parti fut dissous une première fois en 1929, puis une seconde fois par le gouvernement du Front populaire en 1937. Il devint le PPA (Parti du peuple algérien). D'autres mouvements politiques apparaissent dans les années 30 (Mouvement des jeunes algériens, Association des Oulemas,...).

Au lendemain de la seconde guerre mondiale, (nonobstant une participation des algériens à ce conflit), ont lieu les massacres du 8 Mai 1945.

Selon Mohammed Harbi³²³, « La guerre d'Algérie a commencé à Sétif ». En effet, la répression des manifestations du 8 Mai 1945, organisées pour fêter la victoire alliée, est, dans la mémoire collective algérienne, le véritable point de départ de la guerre de libération nationale.

La guerre d'Algérie³²⁴ débuta le 1^{er} novembre 1954. Elle se terminera par les Accords d'Evian du 19 Mars 1962, signés entre l'Algérie et la France ;

A8 L'indépendance de 1962 :

Les Accords d'Evian³²⁵ ont été l'aboutissement d'une confrontation de deux logiques irréductibles : une Algérie souhaitant une indépendance et une présence coloniale française³²⁶. Le référendum d'autodétermination proposé par le Général de Gaulle a eu lieu en Algérie, le 1^{er} Juillet 1962. L'indépendance fut célébrée le 5 Juillet de cette même année.

B La Gouvernance Politique depuis 1962 :

L'urgence était la mise en place de l'Etat algérien. Jusqu'en 1988, l'Algérie fut un pays à parti unique FLN (Front de Libération National), principal groupe ayant lutté contre la colonisation.

Le FLN va créer le GPRA³²⁷, installé en exil en Egypte en 1958. En 1962, c'est le GPRA qui a signé les Accords d'Evian.

B1 Le Président Ben Bella (1962-1965):

Elu 1^{er} Président de la RADP (République Démocratique et Populaire), sa mission est immense. Il s'agit d'une reconstruction totale du pays, suite à une hémorragie de

³²³ Harbi M., *La guerre d'Algérie a commencé à Sétif*, Le Monde diplomatique, Syros, Mai 2005.

³²⁴ Dénomination reconnue telle que, par une loi du 10/06/1999, à l'Assemblée Nationale Française.

³²⁵ Accords d'Evian (18 Mars 1962).

³²⁶ Bedjaoui M., *Une Révolution algérienne à hauteur d'homme*, Riveneuve, 2018.

³²⁷ GPRA : Gouvernement Provisoire de la République Algérienne.

compétences (dû au départ massif de la population européenne)³²⁸. Environ 70% de la population potentiellement active était au chômage. Entre 1963 et 1965, le PIB algérien s'était réduit de 35%³²⁹.

Les choix économiques et sociaux seront à l'opposé des solutions de la présence coloniale. La collectivisation des fermes des colons, sous forme d'autogestion fut parmi les premières mesures prises.

B2 Le Président Boumediene (1965 à 1978) :

Il succèdera à Ben Bella, suite à « un réajustement révolutionnaire », la gouvernance sera menée collectivement (par un Conseil de la Révolution) dans un premier temps. Dans le domaine économique, une politique volontariste, caractérisée par la nationalisation des hydrocarbures en 1972, par une planification et l'émergence de grandes entreprises publiques. Le privé est réduit à la portion congrue. La volonté de jeter les bases d'industries industrialisantes³³⁰, ces dernières servaient l'idée, inspirée des travaux de F. Perroux sur les pôles de croissance, que des industries lourdes pouvaient jouer un rôle de moteur dans le développement d'une économie.

L'objectif était de rattraper le retard économique du pays et aider à bâtir un système productif national. Ce modèle montra ses limites, les complexes industriels n'ont jamais tourné à plein régime et l'arrêt des investissements, après le contre-choc pétrolier de 1986, condamna le pays à dépendre d'importations massives qui déséquilibèrent son budget³³¹.

B3 Le Président Chadli Bendjedid (1979 à 1992) :

Il a inauguré son mandat par une « déboumédienisation », d'abord dans le domaine économique. En 1987, il annonce des réformes qui avaient pour objectif de développer le secteur privé, d'abord à travers l'agriculture puis avec les grandes entreprises d'Etat et les banques.

Ensuite, un processus d'ouverture politique eut lieu, par une presse libre et par un multipartisme, qui fut interrompu suite à l'émergence d'un islam politique (représenté par le FIS³³²). Des divergences sont apparues quant à sa légalisation.

³²⁸ Entretien avec l'auteur en Septembre 1992 à Alger ;

³²⁹ Ruedy.J., *Modern Algeria*, Indiana University Press, (1992),2005.

³³⁰ Destanne de Bernis G., *Les industries industrialisantes et les options algériennes*, in Tiers Monde,1971, v. 12 N°47, pp. 545-563.

³³¹ Lazar., Nehad.S.M., op cité.

³³² FIS : Front Islamique du Salut.

B4 Le Président Boudiaf (1992) :

Doyen du mouvement FLN (1954), dans l'opposition depuis l'indépendance, suite au blocage politique, il sera à la tête d'une gouvernance collective (HCE)³³³, sa disparition tragique (29 Juin 1992) ne lui a pas permis d'apporter les réformes souhaitées. S'en est suivi une période sombre dans l'espace politique et social algérien (nommée la décennie noire, de 1992 à 1999).

B5 Le Président Ali Kafi (1992- 1994) :

Il assurera la présidence sur une courte période, il s'agit d'un ancien colonel de l'ALN³³⁴, sa présence correspondra à une période d'affrontement intense entre l'Etat et les groupes islamistes. La situation économique est stagnante et les relations internationales réduites à leur plus simple expression.

Pour certains observateurs, il a évité le naufrage de l'Etat algérien³³⁵ et assuré la transition, jusqu'à la désignation, puis l'élection de Liamine Zeroual à la tête de l'Etat.

B6 Le Président Zeroual (1995- 1999) :

Sa gouvernance marquera la fin du HCE et des élections porteront Liamine Zeroual à la présidence. Une tentative de rapprochement avec les représentants modérés du FIS dissous n'a pas eu les résultats escomptés, il mènera une politique d'éradication des groupes terroristes »³³⁶.

La constitution de 1996 augmente considérablement les pouvoirs du président de la République, même si elle limite le nombre de mandats à deux.

B7 Le Président Bouteflika (1999- 2019) :

Membre de l'ALN, pendant la guerre d'Algérie, il a occupé depuis l'indépendance plusieurs postes ministériels. En 1999, il est élu Président de la République.

Il a finalisé des accords entre les différentes parties politiques (notamment une concorde civile). Cependant une modification de la Constitution (prévoyant 2 mandats), lui a permis d'accéder à 4 mandats.

En 2019, une vague de protestation (dénommée Hirak³³⁷), a refusé un 5^{ème} mandat (suite à l'état de santé déclinant du président). Des élections ont amené au pouvoir l'actuel président (Abdelmadjid Tebboune).

³³³ HCE : Haut Comité d'Etat.

³³⁴ ALN : Armée de Libération Nationale.

³³⁵ Journal Liberté du 05/01/2015.

³³⁶ Zeroual, Liamine [archive], Institut européen de recherche sur la coopération méditerranéenne et euro-arabe, juin 1999.

³³⁷ Hirak : Mouvement.

B8 Le Président Tebboune(2019-):

Elu Président en décembre 1999, pour un mandat de 5 ans, renouvelable une fois. Le début de mandat du Président Tebboune a été marqué par le mouvement Hirak³³⁸

Le *Hirak* du 22 février 2019, n'est ainsi pas tombé du ciel. Cette révolution populaire et citoyenne est aussi l'histoire avant le *Hirak* de tous les mouvements collectifs de la décennie 2010, d'une société qui n'a jamais cessé d'être en mouvement avec chaque année l'enregistrement de milliers d'émeutes locales pour l'eau, le logement, la voirie, mobilisations de chômeurs en quête d'emplois, multiplication des conflits sociaux depuis 2010, manifestations de rue contre la vie chère en 2011.

C L'Algérie : vue d'ensemble

Diverses dimensions seront évoquées (géographie, démographie, climat, régions administratives, langues, relations internationales et relations intermaghrébines).

C1 La géographie physique

Avec un territoire s'étendant sur près de 2 381 741 km², soit quatre fois la superficie de la France, l'Algérie est le dixième plus grand pays au monde, en même temps que le plus vaste de l'espace méditerranéen, ainsi que le plus important du continent africain depuis la sécession du Sud-Soudan en 2011.

Les plaines côtières sont représentées par 1 600 km de long et 80 km de large. La partie saharienne couvre plus de 80 % de la superficie de l'Algérie soit environ 2 millions de km². Ces deux ensembles sont séparés par deux Atlas (l'Atlas Tellien et l'Atlas Saharien).

L'Algérie dispose de 6 frontières avec 6 pays : 4 avec les pays Maghrébins (Libye, Mauritanie, Maroc, et Tunisie), 2 avec l'Afrique subsaharienne (Mali et Niger) et 1 avec le Sahara occidental.

1559 km avec le Maroc

1 376 km avec le Mali

982 km avec la Libye

965 km avec la Tunisie

956 km avec le Niger

463 km avec la Mauritanie

Cela souligne l'importance de la gestion des frontières, surtout dans un contexte géopolitique sensible.

³³⁸Hirak, op. cité, Le Mouvement.

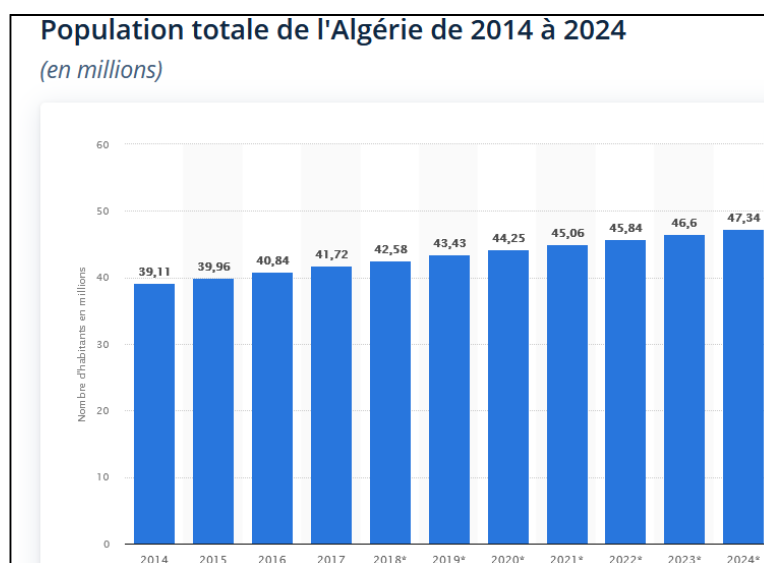
L'Algérie est un pays constitué de nombreux reliefs différents. Le nord est sillonné d'Ouest en Est par une double barrière montagneuse (Atlas Tellien et Saharien) avec des chaînes, telles que le Dahra, l'Ouarsenis, le Hodna, les chaînes de Kabylie (le Djurdjura, les Babors et les Bibans). Le sol est couvert de nombreuses forêts au centre et de vastes plaines à l'est. Le Sahara représente à lui seul, 84% du territoire.³³⁹

C2 Démographie :

L'Algérie compte, en 2021, 45 Millions d'habitants. La densité est de 18 hab /km². Ceci s'explique par le fait que 90% de la population vivent sur un peu moins de 10% du territoire, concentré le long des côtes méditerranéennes.

Par ailleurs, un fort taux d'urbanisation caractérise l'Algérie qui, de plus est en forte croissance. A elle seule, Alger, la capitale représente 7 millions d'habitants (la première ville du Maghreb).

L'Algérie fait partie des pays où l'accroissement démographique est le plus élevé au monde, avec un taux de natalité qui a atteint 3,2 en 2017 et qui dépassa les 3,5 en 2020³⁴⁰. L'Algérie est l'un des Etats du monde qui a connu la plus forte croissance³⁴¹. Cette explosion démographique est le résultat de la baisse de la mortalité et du maintien d'une natalité élevée.



Source : Statista, 2022

Peut-on encore parler de transition démographique ?

Le résultat est la jeunesse de la population algérienne, jeunesse qui est source d'importants déséquilibres démographiques et socio-économiques (56% de la population a moins de 20 ans).

³³⁹ Source, *Géographie de l'Algérie*, 2021.

³⁴⁰ Belkaïd A., *L'Algérie en 100 questions*, Tallandier, 2019.

³⁴¹ Ruiz C., *Les Etats du Maghreb*, Clartés, 2000.

L'Algérie a affiché l'indicateur de développement humain le plus élevé d'Afrique avec une valeur de 0.746 en 2019 il est passé à 0.748.

Tableau : Evolution de l'IDH en Algérie sur la base des données cohérentes

| | Espérance de vie à la naissance | Durée attendue de scolarisation | Durée moyenne de scolarisation | RNB par habitant (dollars de 2017 en PPA) | Valeur de l'IDH |
|------|---------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|---|-----------------|
| 1990 | 66.9 | 9.6 | 3.6 | 8,597 | 0.572 |
| 1995 | 68.5 | 9.8 | 4.7 | 7,567 | 0.595 |
| 2000 | 70.6 | 10.9 | 5.9 | 8,110 | 0.637 |
| 2005 | 73.1 | 12.3 | 6.9 | 9,692 | 0.685 |
| 2010 | 74.9 | 14.0 | 7.1 | 10,824 | 0.721 |
| 2015 | 76.1 | 14.2 | 7.9 | 11,151 | 0.740 |
| 2016 | 76.3 | 14.2 | 7.9 | 11,554 | 0.743 |
| 2017 | 76.5 | 14.4 | 8.0 | 11,372 | 0.745 |
| 2018 | 76.7 | 14.5 | 8.0 | 11,302 | 0.746 |
| 2019 | 76.9 | 14.6 | 8.0 | 11,174 | 0.748 |

Source : Rapport PNUD, 2020.

L'IDH pour les années récentes sont les suivants (2020 : 0,736 - 2021 : 0,745- 2022 : 0,745).

Enfin, à l'instar de la quasi-totalité des pays, la hausse du niveau des décès a impacté négativement l'espérance de vie à la naissance, qui a enregistré une baisse de 1,6 années, atteignant 76,3 années (soit le même niveau enregistré en 2009). Déclinée par sexe, elle est de 74,5 années auprès des hommes et 78,1 années auprès des femmes. La baisse de l'espérance de vie semble avoir affecté davantage les hommes que les femmes.³⁴²

C3 Climat :

Un climat méditerranéen couvre le Nord, tandis qu'un climat désertique règne sur le Sud. Durant l'été, le mois le plus chaud, est Août.

Au Sud, le climat est sec. Le Sahara est une région très ventée et aride. Les amplitudes thermiques sont considérables à cause des variations de températures et extrêmement élevées pendant le jour et très basses durant la nuit.

En Algérie, le temps est généralement ensoleillé, il avoisine 3 650 heures de soleil par année³⁴³.

C4 Régions administratives :

La loi n° 19-12 du 11 décembre 2019, relative à l'organisation territoriale, découpe le pays en 58 **wilayas**, 44 **wilayas** déléguées et 1 541 communes. Elle modifie et complète l'organisation territoriale antérieure de la loi n° 84-09 du 4 février 1984, qui

³⁴² ONS (Office National des statistiques- Janvier 2022).

³⁴³ Office National de Météorologie algérien, 2020.

fixait à 48 le nombre de **wilayas**. Cet élargissement s'explique par l'étendue du territoire.

C5 Dimension linguistique :

Dès l'indépendance, en 1962, s'est posé la problématique linguistique. Les langues Arabe et Tamazigh³⁴⁴ utilisées par les algériens étaient marginalisées lors de la colonisation.

Dans un premier temps la langue Arabe est proclamée langue nationale et officielle.

En 2016, le Tamazigh est considéré aussi comme langue officielle³⁴⁵, sachant que préalablement, en 1996, la constitution algérienne a été amendée pour intégrer le fait que l'amazighité fait partie de l'identité algérienne au même titre que l'arabité et l'islamité.

Selon certains auteurs³⁴⁶, « Les langues maternelles se mettent en place en même temps que s'élaborent les fonctions cognitives du cerveau humain et cela se perpétue de génération en génération. Voilà un processus de la vie humaine que personne au monde n'est en mesure d'effacer...sauf la mort...Il y a 3 000 ans, se parlait dans nos contrées, une langue qui s'appelle le punique. Cette même langue s'est développée et continue de se reproduire sous l'appellation contemporaine d'éd.-darija...

Il s'agit d'une langue parlée au quotidien, elle demeure vivante et s'enrichit année après année de nouveaux mots.

Le punique et le libyque (ancêtre du berbère), sont deux langues (quasi)jumelles qui conservent tous les secrets millénaires qui ont forgé notre histoire... »

Pour les mêmes auteurs³⁴⁷, leur préservation et leur protection juridique contribuera, non seulement à sauvegarder le patrimoine culturel commun, mais également à préserver un patrimoine universel.

Le débat relatif à la langue n'est pas jamais définitivement clos. Par ailleurs, l'usage du français, même s'il a reculé ces dernières décennies demeure présent, essentiellement dans le domaine scientifique, en présence de l'anglais.

C6 Dimension religieuse :

Les religions monothéistes ont imprégné, à des degrés divers, l'Algérie depuis l'antiquité.

³⁴⁴ Tamazigh= comprend le Kabyle, Chaoui, le mozabite, le targui.

³⁴⁵ Création en 1995 du HCA (Haut-Commissariat à l'Amazighité).

³⁴⁶ Elimam A., *Après Tamazigh, la Darija(Le Maghribi)*, Fanon. F., 2020.

³⁴⁷ Elimam A.,op cité.

Aujourd'hui, la population algérienne est à quasi-totalité musulmane, sunnite de rite malékite³⁴⁸. La minorité religieuse la plus importante est celle des ibadites, qui appartient au kharidjisme, le troisième schisme de l'islam.

Le soufisme, en tant que pratique spirituelle, est très présent. De nombreuses confréries sont installées dans le pays et les autorités encouragent cet islam populaire pour contrebalancer les courants radicaux.³⁴⁹

La communauté juive ne compte que quelques centaines de personnes. Il n'existe plus de synagogue en activité.

Le christianisme concerne moins de 1% de la population. Conséquences des campagnes de conversion entreprises au XIXème siècle, de nombreux chrétiens vivent en Kabylie où ils constituent une très petite minorité. L'Eglise catholique dispose de plusieurs lieux de culte dont la basilique Notre-Dame-d'Afrique sur les hauteurs d'Alger.

C7 Relations Internationales :

A l'indépendance, le gouvernement algérien a cherché des soutiens économiques et politiques à l'étranger. Parallèlement, le pays a développé une doctrine diplomatique active fondée sur le mouvement des non-alignés.

Membre observateur lors du congrès de Bandung (Indonésie) en 1955, l'Algérie a conservé depuis son indépendance le principe de neutralité qui devait la guider durant toute la guerre froide.

La Chine fut l'un des premiers pays à soutenir le soulèvement algérien. Elle fut aussi aux côtés de l'Algérie indépendante, construisant routes, écoles et stades dépêchant du personnel médical pour remplacer les praticiens d'origine européenne ayant quitté le pays à l'été 1962. Cela pourrait peut-être expliquer que la Chine a obtenu en 2020, le projet d'un des plus grands ports d'Afrique (Cherchell, à l'est d'Alger), ainsi qu'une multitude de projets attribués lors de la dernière décennie.

Avec la Russie, dès l'indépendance, une coopération stratégique et militaire a été nouée et perdure à ce jour. Une coopération existe aussi dans le domaine énergétique (Gaz et Pétrole).

Concernant les USA, une date rapproche les deux pays, le 02 Juillet 1957, devant le congrès américain, J.F. Kennedy prononce un discours retentissant, il critique la politique coloniale française et plaide avec force en faveur de l'indépendance de l'Algérie.

Les relations avec les USA concernent essentiellement le domaine des hydrocarbures.

Les relations avec la France sont d'une grande complexité, du fait, entre autres, du passé colonial.

³⁴⁸ Sunnite de rite Malékite= L'une des quatre grandes écoles juridiques de l'islam.

³⁴⁹ Belkaïd I., op. cité.

A travers une démarche pragmatique, les deux pays tentent de préserver leurs intérêts respectifs. Des centaines de petites et moyennes entreprises françaises réalisent ainsi une grosse part de leur chiffre d'affaires en Algérie (agro-alimentaire, confection, biens d'équipements, intrants pour diverses industries...).

Des instances communes ont été mises en place dont le CIHN (Comité intergouvernemental de haut niveau), et le COMEFA (Comité économique franco-algérien).

Cependant, ces relations sont faites de haut et de bas, comme nous le prouvent les récents événements diplomatiques entre les deux pays (dus parfois aux contingences de politique interne).

Enfin, vis-à-vis de l'Europe, des Accords de libre-échange ont été signés en 2001.

La question de l'énergie fait l'objet d'un suivi particulier depuis la mise en place d'un partenariat stratégique énergétique Union européenne-Algérie en septembre 2013. L'Algérie est le troisième fournisseur de gaz de l'Union européenne, derrière la Russie et la Norvège.

C8 Relations avec les pays du Maghreb

La sagesse et la rationalité économique voudraient que cette partie du monde (le Maghreb) soit une zone de prospérité. Le paradoxe est que le Maghreb est considéré par de nombreux spécialistes, comme la région présentant le plus de points communs, mais en même temps, la région qui échange le moins au monde (3% des échanges commerciaux)³⁵⁰. Il s'agit d'une situation paradoxale.

Avant la présence ottomane puis française, de nombreux royaumes se sont succédés dans cette région. Parmi eux, les Almohades, dont le fondateur Abdelmoumen Ben Ali originaire de l'Algérie actuelle, a réussi à unifier l'ensemble du Maghreb.

Cependant, à travers l'histoire, ont toujours coexisté ces trois ensembles, à savoir le Maghreb Oriental (l'actuelle Tunisie), le Maghreb central (l'actuelle Algérie), le Maghreb occidental (l'actuel Maroc).

La présence coloniale française va apporter marginalement quelques modifications territoriales, qui vont faire l'objet de contestation, dès l'indépendance de l'Algérie.

Un bref affrontement a eu lieu entre le Maroc et l'Algérie en 1963³⁵¹, litige territorial qui sera résolu dans le cadre de l'OUA³⁵², qui érigera un principe fondamental, celui de l'intangibilité des frontières datant de la décolonisation. A l'heure actuelle les frontières algéro-marocaines ont été délimitées et acceptées par les deux parties.

³⁵⁰ Rapport d'information de SUTOUR M.S., fait au nom de la Commission des affaires européennes – N° 689 (2016-2017)- 27 Juillet 2017.

³⁵¹ La guerre des sables.

³⁵² OUA = Organisation de l'Unité Africaine.

Reste cependant le conflit du Sahara Occidental (qui dure depuis 40 ans), région occupée par l'Espagne jusqu'en 1975 (au départ de ce pays, vers la fin de la gouvernance de Franco).

Le conflit demeure à ce jour, entre les autorités marocaines et le front Polisario, revendiquant une autonomie, prémisses à son indépendance.

Il constitue l'une des causes principales de l'arrêt du processus d'unification du Maghreb. C'était pourtant l'une des revendications majeures du mouvement nationaliste algérien, avec la création de l'ENA (l'Etoile Nord-Africaine), revendication qui tient aux fortes caractéristiques communes partagées par les différents Etats de la région. Cette question fut remise à l'ordre du jour lors du congrès de la Soummam³⁵³ et de Tanger³⁵⁴, respectivement en 1956 et en 1958, soit en pleine guerre d'Algérie.³⁵⁵

L'idée d'unité maghrébine réémergea à Alger en 1968 (sous la présidence de Chadli Bendjedid). C'est ainsi que fut fondée l'année suivante à Marrakech, en présence des cinq chefs d'Etat (algérien, libyen, marocain, mauritanien et tunisien), l'Union du Maghreb Arabe (UMA).

Le coût du non-Maghreb est estimé à 1 à 2 points de croissance par chacun des pays concernés.

L'UMA devrait cependant s'avérer inopérante au vu des problèmes déjà énoncés.

Conclusion :

Cette présentation sommaire de l'Algérie, nous permet de situer la profondeur historique et géographique de ce pays, de même que les atouts dont elle est porteuse.

Nous compléterons cela par les dimensions économiques en général, et de l'entreprise algérienne en particulier. En effet les choix politiques et économiques à l'indépendance, qui étaient une nécessité ; seront suivis par des réformes du système économique existant.

³⁵³ Congrès de la Soummam, a eu lieu l'organisation FLN en 7 Wilayas.

³⁵⁴ Congrès de Tanger = A regroupé le Maroc, la Tunisie (déjà indépendants) et l'Algérie.

³⁵⁵ Cherbi M., op. cité.

Chapitre 1. L'ÉCONOMIE ALGÉRIENNE : ENTRE PLANIFICATION ET OUVERTURE

Introduction

Sortant d'une longue période coloniale, la situation socio-économique, en Algérie, était fragile et instable. En 1962, le pays est devenu souverain. La population est pauvre et analphabète. Près de 80% de la population est analphabète. Dans ces conditions, le pays devait se construire et bâtir une économie nationale, en faisant face à de nombreuses contraintes (économique, sociale, technologique et financière). Il fallait développer le pays rapidement et efficacement pour faire face également aux attentes pressentes de la population.

L'augmentation de la population suppose la transformation globale des mentalités et des modes d'organisation de la production et de l'activité économique susceptible de générer une croissance forte et soutenue. Il s'agit d'un processus long et complexe basé sur une stratégie de développement clairement définie et des politiques économiques appropriées. Ce processus est communément défini comme un « *processus de développement économique qui comprend les transformations quantitatives et qualitatives qui affectent et modifient les relations économiques de production, la structure économique de la société, ainsi que les conditions et le rythme d'évolution économique* »³⁵⁶.

Cependant, les conditions politiques et socio-économiques difficiles et les attentes pressentes font que la stratégie de développement fut basée sur le socialisme et la planification. Le modèle d'organisation de l'économie a produit une économie centralisée et planifiée (section 1 : période 1962-1989). Néanmoins, ce modèle économique a vite démontré ses limites et a contraint les autorités publiques à le corriger à partir de 1989 par un certain nombre réformes (section 2). Les réformes n'auront pas les résultats escomptés et le pays s'oriente depuis 1992 vers une ouverture économique caractérisée par une transition à l'économie de marché (section 3).

³⁵⁶ Idrissi Boussouf H ., *Théories et stratégies de développement intégré*, Thèse de Doctorat, Paris VII, 1989, p. 51.

Section 1. L'économie post indépendance : 1962-1989

Avant de rappeler les principales phases de développement de l'économie algérienne, il faut reconnaître que la période coloniale, de 1830 à 1962, a singularisé cette économie pendant la période post indépendance de 1962 à 1989.

En effet, l'économie algérienne, sous la présence française, est marquée par une situation de sous-industrialisation. L'Algérie coloniale n'était pas non industrialisée. La colonisation française en Algérie ne pouvait pas se passer du secteur industriel local pour au moins deux causes principales. La première est relative aux besoins sans cesse plus importants de la métropole en matières premières, à cause de la révolution industrielle qui rendait impératif l'exploitation des matières premières.

La seconde réside dans la nature de la colonisation qui s'est vite transformée en colonisation de peuplement. La généralisation de l'installation des Européens dans les centres urbains a entraîné une forte demande de constructions. Ainsi, l'Algérie coloniale a vu naître et se développer une importante industrie liée à la construction, comme les briqueteries, cimenteries et faïenceries, ainsi que de nombreuses manufactures suscitées par une demande solvable.

Cependant, cette industrialisation était faible par rapport aux autres secteurs, tel que l'agriculture. En effet, plusieurs indices montrent que la participation de l'industrie était faible dans la production nationale, avec une faiblesse marquée des industries de transformation. La part de ces dernières dans le PIB ne représentait en 1955, que 0,14 % sur les 26 % que constituait la part de l'industrie dans le PIB. M.E. Benissad (1982)³⁵⁷ souligne que « à l'aube de l'indépendance, la composition de la production est encore dominée par l'agriculture et les services qui représentent 73% de la production globale ».

En 1962, le pays s'engage dans un modèle économique socialiste pour effacer les inégalités engendrées par la période coloniale. Les économistes algériens justifient ce choix d'orientation de l'économie par « le passage d'un type de société d'exploitation capitaliste, fondée sur le profit égoïste, la domination des possédants et la lutte des classes à un type de société socialiste fondée sur la justice sociale, l'égalité des

³⁵⁷ Benissad M.E., *Economie du développement de l'Algérie, sous-développement et socialisme*, p.16, OPU, Alger 1982.

chances et le respect de l'intérêt général »³⁵⁸. Les dirigeants politiques de cette période post indépendance croient fermement que le salut passe par le partage des richesses du pays. Le modèle approprié est, sans aucun doute, celui du socialisme populaire.

Ce modèle de gestion de l'économie algérienne qui continuera jusqu'à 1989, a été marqué par le monopole de l'Etat et sur toutes les activités économiques. Le secteur privé est considéré comme parasitaire et indésirable parce qu'il ne peut réaliser les objectifs de la stratégie mise en œuvre.

Ce système a donné l'idée, aux autorités publiques de cette époque, de créer l'entreprise publique économique « EPE ». Elle est passée par trois phases : les entreprises autogérées, les entreprises nationales et les entreprises socialistes.

Figure 3 : évolution de l'entreprise publique avant la restructuration :



Sous-section 1 LES ENTREPRISES AUTOGÉRÉES

Une entreprise autogérée est avant tout une entreprise gérée par ses travailleurs. Cette forme de gestion d'entreprise existe déjà dans le cadre des "coopératives ouvrières".

Il a été mis en place un système d'autogestion agricole et industrielle qui est une expérience imposée au lendemain de l'indépendance. Le départ des colons et des propriétaires d'usines a créé une situation imprévue. Les travailleurs de la terre et ceux de l'industrie ont pris en main les biens, déclarés par la suite comme vacants et continuent, malgré les difficultés, de faire fonctionner les usines et les fermes. Le droit d'autogestion est dominé par marqué par deux grandes masses de textes : les décrets de mars 1963 suivi des décrets de juin 1964.

Ce système fut le résultat logique d'un climat qui s'est créé en Algérie au moment de l'indépendance. La plupart des propriétaires d'usines et de petites unités de production ont abandonné massivement leurs biens et propriétés. Les travailleurs ont été priés spontanément à prendre en charge la marche des unités dans lesquelles ils travaillaient et les protégeaient contre un éventuel sabotage. Notons que le sentiment nationaliste

³⁵⁸ Benissad M.E ., Op cité, p.23.

des travailleurs a joué un rôle important dans ce mouvement qui s'est imposé dans les faits au nouveau pouvoir politique. Il a promulgué les textes historiques notamment celui du 9 Mai 1963 qui a mis sous protection de l'Etat le secteur industriel et commercial.

Sous-section 2 LES ENTREPRISES NATIONALES

L'évolution du secteur public, après les années 1962-1963, les nombreuses crises dues à l'autogestion ont engendré les raisons d'un coup d'arrêt brutal de ce genre de système de gestion de l'activité économique lors de la rupture politique de 1965³⁵⁹. Ce tournant marquera le début d'une promotion très importante de l'entreprise publique dans le secteur industriel et commercial. Le modèle algérien de développement économique dérive des nouvelles orientations doctrinales. Celui-ci est chargé de traduire la volonté de la puissance publique, d'accélérer l'industrialisation du pays et de propager le progrès sous toutes ses formes. Ces raisons sont à l'origine de la création de sociétés nationales, d'office et d'établissements publics à caractère industriel et commercial (E.P.I.C.).

Ces entreprises nationales avaient pour objet de maîtriser le secteur public, ce qui peut être entendu dans deux sens différents. Dans un sens étroit, le secteur public englobait les secteurs les moins rentables, tels que les transports, les communications, l'énergie et l'hydraulique. Dans un sens large, le secteur public couvre toute branche d'activité qui fournit une part importante du revenu national ou qui occupe une fraction importante de la population active. Le ministre des finances³⁶⁰ à cette époque, a défini le secteur public comme suit : « Il règle en quelque sorte le pouls de la nation et détermine, sur une longue période, les rythmes de la croissance et du développement économique du pays »³⁶¹.

Sous-section 3 LES ENTREPRISES SOCIALISTES

Les entreprises socialistes constituent une étape importante dans la « *socialisation* » de la société algérienne. La gestion socialiste des entreprises (G.S.E.) est promulguée le 10 novembre 1971.

La réorganisation des entreprises algériennes s'est imposée aux autorités par la mise en œuvre des grands principes du processus de socialisation et de démocratisation.

³⁵⁹ Changement de gouvernance politique (Arrivée de Houari Boumediene).

³⁶⁰ Kaid Ahmed, ancien ministre des finances (1965-1968).

³⁶¹ Redjmi N., *L'entreprise publique : socialisme et participation*, OPU, Alger, 1987.

C'est pour permettre l'association des travailleurs à la gestion de cette entreprise que certaines structures ont été créées.

Cette réorganisation vient aussi après les transformations qu'a subi l'entreprise publique, de la phase de l'entreprise autogérée à la phase de l'entreprise publique qui cherche à atteindre les objectifs assignés pour caractériser le modèle d'économie « postindépendance ».

Ce modèle ne signifie pas le repli sur soi-même et la fermeture des frontières. Le commerce est ouvert aux échanges internationaux, notamment avec des pays comme la France, l'Italie, l'Espagne. L'Algérie s'ouvre à l'échange international. En 1980, le commerce extérieur compte pour 69,4 % de son PNB³⁶². Mais, se développe une politique monopoliste, afin de contrôler les échanges extérieurs. La période de 1963 à 1969 est marquée par un processus de contrôle des importations. Ce processus s'est appuyé sur une première mesure douanière. Une taxe douanière de 15 à 20%, pour les produits de consommations et de 10% pour les produits industriels³⁶³. La période de 1970 à 1987 est également marquée par la progression du monopole étatique sur le commerce extérieur. Elle favorise les sociétés nationales en leur donnant le droit d'importation.

Les années 1970 (1973 à 1979) sont marquées par la flambée des prix du pétrole. L'Etat algérien s'engage dans une politique économique des « industries industrialisantes ».³⁶⁴ Cette dernière sera financée par les recettes issues des ventes des hydrocarbures. Le but est de rompre avec la dépendance de la rente pétrolière. Les théories du développement de cette époque servaient de doctrine aux pays en développement pour considérer l'industrialisation comme une solution pour rattraper le retard technologique, améliorer le niveau de vie de la population et baisser le chômage³⁶⁵.

En tant que pays en développement, sortant de l'ère coloniale, l'Algérie applique une stratégie d'industrialisation, par substitution des importations comme réaction légitime. « *Après le mouvement d'indépendance des anciennes colonies les nouveaux Etats ont eux aussi adopté des politiques protectionnistes d'industrialisation par substitution des importations qui, au total, ont généralement conduit ces pays à*

³⁶² Ibid. page 266

³⁶³ Direction des douanes algériennes,
http://www.douane.gov.dz/memoires_fichiers/memFR/valeurfr.pdf

³⁶⁴ *Théorisée par Perroux. et développée au contexte algérien* par G. Destanne de Bernis, Revue Tiers Monde- 1971-Volume 12- N° 47- pp 545-563.

³⁶⁵ Salvatore D., *Economie internationale*, De Boeck, 2008.

développer leurs exportations de produits primaires, faute de ne pas pouvoir fabriquer des biens manufacturés à un coût suffisamment bas »³⁶⁶. Le modèle de développement algérien était basé sur l'injection des recettes des hydrocarbures dans l'industrie lourde.

Ce modèle est mis en cause une fois que les prix du pétrole chutent au milieu des années 1980. Les exportations algériennes d'hydrocarbures qui représentaient 98% du total des exportations chutent de 15,36 à 10,86 Mds \$ entre 1980 et 1990. Les retombées sociales sont lourdes. En 1988, le taux de la population qui vit en dessous du seuil de pauvreté a atteint 8% (Benderra.O & Hidouci.G, 2004).

La stratégie économique mono-exportatrice génère un malaise social et économique à partir de la fin des années 1980. Les pouvoirs publics ne sont pas prêts pour un changement de ce système de gestion de l'économie nationale. Il n'est pas question d'une libéralisation économique. Cependant, il est opportun d'introduire des réformes pour rendre ce système plus efficace.

Pour résumer, cette période postindépendance, est passée par deux étapes. La période 1962-1978 est marquée par de grandes ambitions de développement économique et une économie fortement centralisée avec des taux d'investissements et de croissance élevés. Ensuite, la période 1978-1989 se distingue par une libéralisation limitée et contrôlée. Ce qui signifie la fin des monopoles et le début du « démantèlement » de l'économie centralisée. Cela signe la fin de la période d'industrialisation et le début de la désindustrialisation.

Section 2. Bilan de l'économie algérienne à la veille de l'ouverture économique

A l'aube des années 1989, le bilan économique de la période post indépendance 1962-1989 est inquiétant. Il présente plusieurs carences et faiblesses. Tout d'abord, ce bilan est marqué par un secteur agricole négligé et des entreprises publiques défailtantes.

Sous-section 1 UN SECTEUR AGRICOLE NÉGLIGÉ

L'industrialisation massive et ostensible s'est faite au détriment du développement de l'agriculture. Ce secteur est soumis au principe d'autogestion qui symbolise

³⁶⁶ Nezeys B ., *Economie politique*,p. 405, Economica, Paris, 1998.

l'indépendance du pays. La réforme agraire que le monde rural attendait n'a jamais été menée à son terme. Le résultat est que la production agricole est médiocre et oblige les autorités publiques à importer des produits alimentaires, alors que l'agriculture représentait le principal poste à l'exportation de l'économie coloniale. Au début des années 2000, l'Algérie est le premier importateur de blé dur au monde. L'huile et le sucre sont importés à 100 %, les produits laitiers à 60 %³⁶⁷. La politique algérienne dans ce secteur n'a pas été accompagnée d'une mise en valeur des campagnes et de la promotion des métiers agricoles.

Sous-section 2 DES ENTREPRISES PUBLIQUES DÉFAILLANTES

Les entreprises publiques algériennes ont démontré leur incapacité à développer l'économie algérienne et à soutenir le projet de développement du pays. A l'origine, ces entreprises publiques n'ont pas été créées sur des critères purement économiques et financiers. Il s'agissait de créer des usines et des ateliers de fabrication pour la production des biens qui peuvent être facilement produits localement. La notion d'entreprise a été reléguée au deuxième degré puisque ces entreprises n'avaient pas la contrainte de la rentabilité financière. La première fois que la notion de « rentabilité financière » a été citée dans les textes est dans l'année 1988 avec l'apparition des « *Cahiers de la Réforme* »³⁶⁸ qui sont de véritables guides de la libéralisation algérienne.

Suite à ce constat, le modèle économique du pays a été adapté aux nouvelles circonstances et modifié pour devenir plus approprié à la réalité de l'époque. A partir de l'année 1998, la stratégie basée sur l'industrialisation et l'exportation des hydrocarbures a été revue et corrigée par l'introduction d'un certain nombre de réformes. La première action d'une réelle volonté d'ouverture économique est signée par le gouvernement Hamrouche³⁶⁹ en 1989. Il adopte des réformes d'auto-ajustement qui envisagent la stabilisation macro-économique, la libéralisation de l'économie et la réorganisation du commerce extérieur. Il considère que les problèmes qui entravent le

³⁶⁷ Arif S.E & Zga K., *Industrie agro-alimentaire et dépendance envers les approvisionnements extérieurs : Le cas algérien- Stratégie de rupture : l'industrie oléicole*, p. 67, Publisud (Paris)-OPU(Alger),1989

³⁶⁸ Corm G., *La réforme économique algérienne : une réforme mal-aimée, Maghreb-Machrek*, n°139, janvier-mars 1993.

³⁶⁹ Hamrouche M., Premier ministre algérien de Septembre 1989 à Juin 1990.

bon fonctionnement de l'économie du pays, sont internes au système, qu'il faut identifier et remédier.

A travers « la loi relative à la libéralisation des prix n° 89612 du 05/07/1989 » et « la loi relative à la monnaie et au crédit n° 90-10 du 14/04/1990 », le gouvernement algérien veut atténuer les règles protectionnistes sur les échanges extérieurs, et terminer avec l'économie administrée. Il envisage la séparation entre les entreprises publiques et l'Etat. Ces réformes renforcent le système de concession de l'Etat pour les importations des biens de consommation. Les entreprises étrangères pouvaient avoir le droit de pénétrer le marché algérien par la création de filiales commerciales et de concessionnaires en sollicitant un agrément auprès du ministère du commerce.

Pourtant, les opérateurs privés et étrangers trouvaient ces mesures incertaines, complexes et contradictoires à la législation qui régit le commerce extérieur algérien. A cela s'ajoutent les conditions politico-économiques marquées par la fragilité institutionnelle et sécuritaire dans lesquelles se présentent ces mesures. Sans oublier la résistance des chefs d'entreprises étatiques, qui ne voulaient pas de la concurrence. Ces réformes n'ont pas eu l'impact souhaité puisque la perspective d'ouverture est restée toujours bloquée. Le pouvoir public n'était pas toujours disposé à mettre en place ce projet. Ce blocage s'est maintenu jusqu'à 1993. Durant cette année, les difficultés économiques se sont multipliées conduisant à une cessation de paiement en 1994. Il fallait rééchelonner la dette et faire appel aux institutions internationales qui vont conseiller l'ouverture de l'économie du pays.

Section 3. Les politiques d'ouverture de l'économie algérienne de 1992 à aujourd'hui

Avant d'étudier la question des politiques d'ouverture de l'économie algérienne à partir de 1992, il y a lieu de citer les caractéristiques des deux secteurs dominants cette économie : à savoir le secteur des hydrocarbures et le secteur hors hydrocarbures.

Sous-section 1 LE SECTEUR DES HYDROCARBURES

Ce secteur des hydrocarbures représentait 38% du PIB en 2004, 98% des exportations et 71% des recettes budgétaires. La production pétrolière était de 1 million de barils par jour (environ 2,5% de la production mondiale) et la production commercialisée de gaz se chiffrait à 225 millions de mètres cubes par jour (environ 3 % de la production

mondiale). En 2005, ce même secteur représentait 36.5% du PIB, 65% des recettes de l'État et 97% des recettes d'exportation. Il couvrait ainsi 24% des besoins en gaz naturel de l'Europe. Le pays a exporté 97% de sa production de gaz naturel vers l'Europe. Toutefois, ce secteur ne contribuait directement que pour 3% à la création d'emplois.

En 2006 et 2007, la part des hydrocarbures brut dans le PIB avoisinait 40 à 50%. Les recettes liées à ce secteur ont été utilisées comme des dépenses publiques couvrant les coûts des infrastructures clefs en main, non matures et mal ciblées. Ces projets étaient réévalués, parfois, à plus de 300% de leur prix initial. Ces dépenses figuraient comme des dépenses improductives. En 2007 les hydrocarbures ont représenté la part la plus importante dans l'accroissement du PIB, avec 45% du volume global. Le secteur a connu une augmentation de sa valeur ajoutée en se situant à près de 4 140 milliards de dinars, ce qui est équivalent à 57 milliards de dollars.

Jusqu'à 2008, le pays n'a pas encore exploré totalement ses ressources énergétiques. Les exportations de gaz naturel s'élevaient à 64 milliards de mètres cubes en 2008 et à 100 milliards de mètres cubes en 2015³⁷⁰. Les exportations de pétrole brut culminent en 2010 à 1,1 millions de barils par jour, contre 1,0 million de barils/jour en 2005. Les autorités algériennes avaient prévu que le niveau important de recettes budgétaires, provenant des exportations d'hydrocarbures, allait se maintenir. Ces prévisions se faisaient sur la base de l'envolée du prix du pétrole qui a accru les revenus de l'État et permis une amélioration importante des finances publiques.

Mais le secteur des hydrocarbures en Algérie dépend des fluctuations des cours du pétrole et de la valeur du dollar. Au début des années 80, le cours du pétrole était à 40 dollars le baril. Il a plongé ensuite, en dessous de 18 dollars le baril, au milieu des années 80 et dans les années 90, à l'exception de la période de 1990 et 1991. En 2000, le cours du pétrole a grimpé pour atteindre la somme de 28,4 dollars le baril. En 2001 et 2002 le prix du pétrole a connu une régression à 24.9 et 25 dollars le baril. Le prix du pétrole est passé ensuite, de 28.9 dollars en moyenne en 2003, à 38.6 dollars en 2004. Il est resté élevé, dépassant le niveau de référence de 40 dollars le baril en 2004 et ensuite de 50 dollars le baril en 2005. Au premier semestre 2005, le prix moyen a été de 49.6 dollars.

³⁷⁰ *Rapport n°36270-DZ, document de travail de la banque mondiale, Revue de dépenses publiques, p.11, février 2007*

Le prix d'exportation du baril de pétrole s'est situé, en moyenne à 65.4 dollars en 2006, pour passer ensuite à 75 dollars (en moyenne annuelle) en 2007. Le prix moyen du baril de brut a atteint 90.5 dollars en 2008. Le FMI ne prévoyait pas de chute du prix du pétrole en dessous de 80 dollars avant 2012. Ce cours a permis à l'Algérie d'accroître l'excédent de son solde extérieur courant. Cela a permis de réduire l'endettement et de maintenir des réserves à un bon niveau.

En 2014, les cours s'effondrent et tombent en dessous de la barre des 50 dollars. La cause principale en est un excès d'offre, alimenté par la production de pétrole de schiste aux États-Unis, et cela même si la consommation mondiale continue de croître. L'Arabie Saoudite envisage de défendre ses parts de marché et décide de maintenir les niveaux de production de l'OPEP. Elle entend ainsi obliger les producteurs américains de gaz de schiste à réduire leur propre production. Un bras de fer s'engage. Le cours du Brent passe sous la barre des 30 dollars le baril en janvier 2016, le plus bas niveau depuis 2003. La situation devient très difficile pour certains pays producteurs, comme le Venezuela, la Russie et l'Algérie.

À partir de février 2016, les cours ont remonté jusqu'à atteindre 50 dollars en juin 2016, grâce notamment à une décision de l'Arabie Saoudite, du Venezuela, du Qatar et de la Russie de geler la production. Mais les incertitudes demeurent à la mi-2016.

Ce mouvement de baisse a, en tout cas, fait plonger l'économie algérienne dans une crise profonde qui risque d'hypothéquer le projet de développement de l'Algérie.

« Dans le cadre du développement des capacités de la compagnie en matière d'investissement, notamment pour les activités en amont, une enveloppe financière de 50milliards \$ a été mobilisée pour la période 2024-2028, dont 36 milliards \$ destinés ³⁷¹essentiellement à l'exploration et à la production »

Sous-section 2 LE SECTEUR HORS HYDROCARBURES

Au cours de la période de 1980 à 1985, le secteur hors hydrocarbures commence à avoir une croissance avoisinante de 5,1 % par année en moyenne. Cela est dû à une stabilité politique relative, à un niveau élevé des cours du pétrole et à l'augmentation rapide des dépenses publiques. Suite à la baisse des prix des hydrocarbures, à la lenteur

³⁷¹ Interview de Mr Hachichi R, PDG de la Sonatrach, APS(Algérie Presse Service) , 23/12/2023.

et à l'inconstance des réformes et à la violence politique, cette tendance a été inversée à partir de 1986. Le PIB hors hydrocarbures a chuté en moyenne d'environ 1 % par année entre 1986 et 1994.

Ce secteur représente 98% des emplois. Mais, il ne produit qu'une part négligeable des exportations. La croissance du PIB réel, hors hydrocarbures a, ensuite, augmenté depuis 2001, affichant un taux annuel de croissance d'environ 5,5% en moyenne au cours de la période 2002 - 2005³⁷². Cependant, cette performance est restée modeste, par rapport à celle affichée par la plupart des autres pays producteurs de pétrole de la région du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (MENA).

La croissance économique hors hydrocarbures a connu une progression légère, en 2007, s'établissant à 6,5% contre 5,5% en 2006. L'attractivité de l'économie algérienne hors hydrocarbures est limitée : l'essentiel des investissements directs étrangers se situe dans les secteurs du pétrole et du gaz. La dépendance de l'économie par rapport aux hydrocarbures (50% du PIB et 60% des recettes budgétaires) induit une faiblesse du tissu productif interne (l'industrie hors hydrocarbures ne représente que 5,8% du PIB) et, d'autre part, la volatilité et l'instabilité de la croissance.

L'économie algérienne était paralysée par la dette, des négociations sont entamées par le gouvernement algérien avec les prêteurs pour accorder des délais de paiement. Le premier rééchelonnement avec le Club de Paris a été conclu, fin mai 1994, suite à un accord "stand-by" d'une année avec le Fonds Monétaire International. 4,4 milliards de dollars de dette sont restructurés, sur une période de 16 ans, dont 4 ans de grâce. Le paiement du service de la dette, au titre des montants rééchelonnés, ne reprendra qu'en mai 1998.

L'Algérie se présentera une seconde fois devant le Club de Paris, un an après la première fois, précisément en juillet 1995 et, pour la première fois devant celui de Londres, pour un accord de rééchelonnement de sa dette. Ce dernier ne sera finalisé qu'en juin 1996. Les montants consolidés, au titre des deux accords sont respectivement de 7 et 3,2 milliards de dollars. C'est donc un total de 14 milliards de dollars qui a fait l'objet de rééchelonnement (Benabdellah Y., 1999).

L'obtention des prêts tout comme le rééchelonnement de la dette algérienne, étaient conditionnés par un engagement de l'Algérie dans un programme de stabilisation et d'ajustement structurel, dont les principales mesures étaient les suivantes :

³⁷² Rapport du FMI n°07/61 février 2007, p.3.

-
- a) Ajustement du taux de change par l'entremise d'une dévaluation de 40 %, dès le début des programmes, en vue de soutenir le processus de libéralisation du commerce extérieur.
 - b) Levée progressive des interdictions qui entravaient les transactions courantes
 - c) Réduction du déficit du Trésor public.
 - d) Rationalisation des modalités d'accès au « filet » social.
 - e) Poursuite du processus de libération des prix, entamé depuis 1989, par la réduction des subventions explicites et implicites (énergie et produits alimentaires). ,
 - f) Réduction du rythme de l'expansion monétaire.
 - g) Ajustement des taux d'intérêt, appliqués au refinancement des banques, des taux de réescompte, d'intervention et sur les découverts *bancaires*.

Ce PAS (Programme d'Ajustement Structurel) est « un programme qui regroupe un ensemble de mesures de politique économique visant à restaurer les équilibres macroéconomiques d'un pays afin de lui permette de retrouver une croissance soutenable et régulière dans le temps »³⁷³. Il s'agit d'une politique appliquée par les institutions internationales, le FMI et la Banque Mondiale, exigée pour les PVD en cessation de paiement de leurs dettes comme l'Algérie, le Mexique, le Chili, etc... Ce plan d'ajustement recommande, pour l'économie du pays endetté, de remettre de l'ordre dans les déficits publics et commerciaux. Il préconise de diminuer les dépenses publiques pour maîtriser le déficit budgétaire, et de diminuer les importations et augmenter des exportations pour maîtriser le déficit commercial.

Le lancement du plan d'ajustement structurel en Algérie est fait en 1994, bien après ses deux voisins, le Maroc en 1983 et la Tunisie en 1986. Il a été fait sous deux axes : le premier consiste à équilibrer le déficit budgétaire et le second à libéraliser le marché. Pour répondre au premier, le PAS projetait de faire passer le déficit budgétaire de 5,9% du PIB en 1993, à 0,3 % en 1994, et le déficit global du Trésor de 8,7 % à 3,3%. L'objectif est de rééquilibrer le budget à travers :

- d'une part, l'amélioration des ressources qui se fait par l'élargissement de la taxe sur la valeur ajoutée, l'augmentation du rendement fiscal, la lutte contre

³⁷³ Henner H.F., *Ajustement structurel et compétitivité des économies africaines*, CERDI, Document E.96.34, 1996.

l'évasion fiscale et le développement des emprunts sur le marché financier, afin d'éviter les financements inflationnistes.

- et de l'autre part, la baisse des dépenses par la réduction de l'indexation totale de la hausse des prix, seule manière d'arrêter de nourrir la spirale prix-salaire et par la suppression des subventions des prix des produits de première nécessité.

Le deuxième axe préconisé par les institutions internationales, pour atteindre l'équilibre budgétaire, est de réduire les importations et d'accroître les exportations³⁷⁴.

Le PAS a pour but la libéralisation de l'économie algérienne, ainsi que la recherche de l'expansion de son marché, la maximisation de sa production et l'amélioration de la croissance, par le biais de l'ouverture économique.

Le commerce extérieur algérien, avec un taux d'ouverture de l'ordre de 52,71% en 1991, de 49,18% en 1992 et de 44,92% en 1993, respectivement, avant l'application du PAS en 1994, était plus ouvert que celui du Mexique (35,5% l'année de la signature des accords de l'ALENA), et même plus ouvert que l'économie française qui enregistre pour les mêmes années 44,43%, 43% et 41,17% en 1993³⁷⁵.

Profitant de cette mesure, l'économie algérienne compte sur l'existence d'un outil de production industriel important pour diversifier les exportations. Cependant, les diagnostics révèlent que le secteur industriel souffre de faibles performances, d'ordre structurel et conjoncturel. Il s'agit d'installations industrielles vulnérables et de manque de fiabilité du mode de gestion. Pour y remédier, une politique de mise à niveau était nécessaire. Elle a été effectivement lancée.

Les entreprises publiques économiques (EPE) doivent adapter leurs productions, selon la demande du marché, en termes de qualité et de coût et réorganiser la production d'une façon qui permette l'utilisation maximale du potentiel productif.

Les résultats du PAS semblent satisfaisants. La croissance des exportations était positive, les deux années qui suivent l'application du PAS. Il a été affiché une croissance de 15,19% pour la première année et 31,34% pour la deuxième année. La troisième année affiche une stabilité de 18,3%³⁷⁶. En 1998, coïncidant avec la dernière année de l'application de ce plan, on enregistre une régression de -26,73% qui peut être justifiée par les effets de la crise asiatique car ces pays sont l'une des premières

³⁷⁴ Rapport : OCDE, *Les échanges et l'ajustement structurel*. Rapport N° 83114, 2005.P.5.

³⁷⁵ Source : université de Sherbrooke site internet : <http://perspective.usherbrooke.ca>

³⁷⁶ CNES, *Rapport de conjoncture du 2ème semestre 1998 sur l'économie algérienne*.

destinations des hydrocarbures, le volume des exportations reste supérieur à celui enregistré pendant la période de la crise.

Au niveau des grands équilibres macroéconomiques, le PAS a réussi à atteindre les objectifs assignés. L'équilibre budgétaire a été rétabli, « *1% en 1996 contre 8,7% en 1993 sur le fond de désendettement du trésor public (+75 milliards DA en 1996 contre -28,2 milliards DA en 1995)* »³⁷⁷.

Mais, le PAS n'a pas eu l'effet escompté quant à la diversification des exportations car elles dépendent toujours des recettes des hydrocarbures. Le PAS n'a pas apporté le changement attendu par rapport à la réorganisation du mode de production et de commercialisation industrielle. Le secteur industriel semble toujours handicapé. La tentative de redynamisation et de réorganisation, pour une meilleure utilisation de l'outil productif existant, a échoué. Certaines analyses soulignent que le manque de dynamisme de l'économie pénalise les exportations des entreprises publiques.

En ce qui concerne les importations, le plan établi par le PAS a été suivi à la lettre. Ces dernières restent stables, tout au long de cette période. Pour les produits alimentaires, elles régressent même, entre 1995 et 1997. La situation reste paradoxale pour une économie qui s'ouvre sur le marché international et assouplit ses barrières douanières. Le taux maximal des droits de douane, applicable aux importations reste élevé même s'il a fait l'objet de deux réductions. Il passe de 60% en 1994 à 50% en 1996 et à 45% en 1997.

La croissance rapide des importations des produits alimentaires des années 1980 et le début des années 1990 a été maîtrisée. La régression, entre 1995 et 1997 est de l'ordre de -5,24% en 1995, -5,82% en 1996 et -2,19% en 1997. Elle est due à l'augmentation de la production agricole locale suite à des conditions climatiques favorables. On constate une augmentation de 4,44% dans la dernière année (1998), mais le volume d'importation reste inférieur à celui enregistré en 1994 qui est l'année de l'adoption du PAS.

L'Algérie a appliqué un plan d'ajustement structurel de première génération, dans le but de stabilisation macro-économique. Bien que ce programme ait rendu possible le rétablissement des équilibres macroéconomiques, mais au fond il n'a pas redynamisé l'économie algérienne pour assurer le décollage attendu. La libéralisation de

³⁷⁷ Dahmani. A., *L'Algérie à l'épreuve, Économie politique des réformes 1980-1997*, L'Harmattan, p.186, Paris, 1999.

l'économie n'a bénéficié qu'aux importateurs qui vont développer des réseaux d'importation des produits à bas prix, par rapport aux prix des produits des entreprises locales. La diversification des exportations reste loin d'être atteinte, l'économie algérienne demeurant dominée par le secteur des hydrocarbures³⁷⁸.

L'Algérie a commencé la privatisation, voire la liquidation des entreprises non rentables. Cette politique a été mis-en-œuvre en 1995, pour une période de 36 mois, qui correspond à l'année de la fin du processus d'ajustement structurel. La privatisation prendra différentes formes : partenariat, vente directe et en diverses restructurations. Ces mesures furent prises dans le but de réorganisation de la production, pour la mobilisation des recettes de l'État, dans les secteurs productifs qui ont un potentiel pour résister à la concurrence, et abandonner les secteurs en déclin pour des investisseurs privés.

Après le PAS, l'environnement économique a complètement changé. L'Etat s'engage dans des processus de réformes, à travers le plan de la relance économique, et les deux plans de soutien à ce dernier. Il s'agit du « *Plan de Soutien à la Relance Economique* » (2001-2004) et du « *Plan de Soutien Complémentaire à la Relance Economique* » de 2005. Ensuite, il a été question de l'installation de l'Agence Nationale de développement de l'investissement « ANDI » et l'Agence nationale de soutien à l'emploi de jeunes « ANSEJ ». Les entreprises publiques deviennent des entreprises publiques économiques « EPE » autonomes et autogérées, dont les plus importantes d'entre elles sont privatisées (SIDER, Complexe de production de l'acier d'El Hadjar...etc.). Ces mesures ont été prises pour la création d'une dynamique interne de l'économie, selon des normes libérales. L'Etat n'est plus un acteur économique, mais il joue un rôle de régulateur du marché.

Au-delà de l'expérience forcée du PAS, les autorités publiques, à travers la politique de relance économique, ont montré leur sincérité par les efforts qu'elle ont déployé pour l'ouverture de l'économie.

Cette ouverture est le résultat des efforts, ainsi que des sacrifices, que l'Algérie a fait : baisse des subventions et de la protection des entreprises publiques, privatisation des entreprises, libéralisation les échanges, encouragement du secteur privé...etc.

Un premier constat est que ces mesures ont renforcé la dépendance algérienne de la rente pétrolière (98% des exportations sont des hydrocarbures), et ont fait d'elle un

³⁷⁸ Benissad H., *Le plan d'ajustement structurel*. p.107-108, Confluence 1997.

marché pour écouler les biens de l'extérieur. Rajoutant à cela la dégradation du contexte social.

A partir de mi-2014, la chute du cours des hydrocarbures a mis en exergue les vulnérabilités de ce modèle économique. Le prix moyen du baril de *Sahara Blend* (pétrole algérien) a chuté de 113 USD mi-2014 à 31 USD début 2016, avant de remonter à 54 USD en moyenne en 2017, 71 USD en 2018 et 65 USD en 2019, avant de chuter de nouveau durant la crise sanitaire à 42 USD sur l'année 2020. Par conséquent, les comptes publics et extérieurs ont connu une nette dégradation : le déficit budgétaire a atteint jusqu'à 15% du PIB en 2015 (13% en 2020), alors que le déficit courant est resté compris entre 16% et 22% du PIB entre 2015 et 2019. La croissance économique a également été impactée, passant de 3,7% en 2015 à 0,7% en 2019. Les derniers chiffres relatifs à l'emploi (mai 2019) font état d'un taux de chômage de 11%, avec un chômage des jeunes particulièrement important (27%).

La pandémie de Covid-19 est venue détériorer les perspectives économiques de l'Algérie pour 2020. Le FMI estime que la mise en place d'un confinement partiel et la baisse du cours des hydrocarbures (baril de *Sahara Blend* inférieur à 20 USD en mars-avril 2020) ont entraîné une contraction de l'économie de 4,9% en 2020. La production de pétrole a reculé de 10% entre 2019 et 2020 alors que la croissance hors-hydrocarbures – restée positive depuis 2014 – a enregistré un repli de 5%.

En 2021, l'économie algérienne a connu un rebond, avec une croissance réelle de 4%, portée par la reprise du cours des hydrocarbures (le baril de *Sahara Blend* a progressé de 69% entre 2020 et 2021 (- 71 USD/b en 2021). La production de pétrole algérien a augmenté de 12 % sur un an (+ 11 000 b/j entre 2020 et 2021). Celle du gaz a suivi la même tendance, avec une augmentation de la production de 24% soit +19 Mds m3. Avec une production et des exportations en hausse :+3% (pétrole) et 35% (gaz), la situation interne et externe de l'Algérie s'est améliorée en un an. Les déficits budgétaire et courant ont atteint 3,8% et 2,8% du PIB. La dette publique s'établirait à 63% du PIB et les réserves de changes à 45 Mds USD fin 2021 (soit 10 mois d'importations).

En matière de projections économiques, le FMI prévoit une projection de croissance à 2,4 % en 2022, à l'instar de la Banque africaine de développement (BAfD) à 3,7%, alors que la Banque mondiale conserve son hypothèse de croissance à 3,5%.

Encadré : Principaux indicateurs macro-économiques en Algérie

en fin 2021

- Population (1^{er} janvier 2020) : 44 millions (ONS)
- PIB courant, Mds USD (2021) : 165
- PIB par habitant, USD PPA (2020) : 11 022
- Croissance du PIB (2021) : 4%
- Taux de chômage (mai 2019) : 11,4%
- Inflation (moyenne 2021) : 7,2%
- Solde budgétaire public (2021) : -3,8% du PIB
- Dette publique (2021) : 63% du PIB
- Dette extérieure (2021) : 2% du PIB
- Taux de change USD/DZD (fin de période 2021) : 135,1
- Taux de change EUR/DZD (fin de période 2021) : 159,8
- Solde de la balance courante (2021) : -2,8% du PIB
- Réserves de changes (fin 2021) : 45 Mds USD

Section 4. Les principales étapes des réformes économiques et le rôle des institutions internationales

L'Algérie a mis en place plusieurs réformes économiques au fil des ans pour tenter de stimuler la croissance économique et diversifier son économie. Les réformes économiques les plus significatives de ces dernières années se présentent comme suit :

- Libéralisation des échanges commerciaux :

En 2002, l'Algérie a signé un accord de libre-échange avec l'Union européenne, révisé et élargi en 2017 qui vise à stimuler les échanges commerciaux entre les deux parties. Le gouvernement algérien a également supprimé plusieurs barrières tarifaires et non tarifaires pour favoriser les importations et les exportations³⁷⁹.

- Investissement dans l'infrastructure :

L'Algérie a investi massivement dans les infrastructures ces dernières années, notamment dans les secteurs des transports et de l'énergie. Cette initiative vise à améliorer la connectivité interne du pays et à faciliter l'exportation de produits algériens vers d'autres pays.

- Diversification économique :

³⁷⁹ Direction générale de douanes et Ministère des finances, « Manuel sur les règles de l'origine des marchandises dans le cadre de l'Accord d'Association Algérie-UE.

L'Algérie est traditionnellement un pays à forte dépendance des hydrocarbures. Le gouvernement a lancé des réformes pour diversifier l'économie, notamment en soutenant les industries manufacturières, agricoles et de services³⁸⁰.

- Réforme fiscale :

En 2020, l'Algérie a adopté une réforme fiscale importante qui vise à moderniser le système fiscal et à améliorer l'efficacité de la collecte d'impôts.

- Réforme du secteur bancaire :

Le gouvernement algérien a également lancé des réformes pour moderniser le secteur bancaire et financier. Ces réformes visent à encourager les investissements étrangers et à faciliter le financement des entreprises locales³⁸¹.

Ces réformes économiques sont des étapes importantes pour stimuler la croissance économique et diversifier l'économie algérienne. Il reste encore des défis importants à relever, notamment en matière de gouvernance, de corruption et de diversification économique.

Sous-section 1 LIBÉRALISATION DES ÉCHANGES

COMMERCIAUX :

L'Algérie a conçu la libéralisation des échanges commerciaux comme étant une politique économique qui vise à faciliter les échanges de biens et de services entre les pays en réduisant les barrières commerciales, telles que les droits de douane, les quotas d'importation et les réglementations techniques. D'ailleurs, cette politique est souvent mise en œuvre dans le cadre d'accords de libre-échange entre pays ou blocs économiques.

³⁸⁰ Examen de la politique de l'investissement Algérie, Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED), NATIONS UNIES.

³⁸¹ Talahite F., (2000), « La réforme bancaire et financière en Algérie », Revue Cahiers du CREAD, N°52, 2ème trimestre 2000, pages 93-122.

Cet accord prévoit la suppression progressive des droits de douane pour les produits échangés entre les deux parties et facilite l'accès aux marchés respectifs³⁸².

La libéralisation des échanges commerciaux a des avantages potentiels pour l'Algérie, notamment l'augmentation des exportations et des investissements étrangers, la réduction des coûts d'importation, la stimulation de la concurrence et la diversification de l'économie. Toutefois, cette politique peut également entraîner des coûts pour certains secteurs de l'économie, tels que l'agriculture ou l'industrie manufacturière, qui peuvent être confrontés à une concurrence accrue de l'étranger.

Il est donc important pour le gouvernement algérien de mettre en place des mesures de protection pour les secteurs vulnérables, ainsi que de développer des stratégies pour maximiser les avantages de la libéralisation des échanges commerciaux.

Sous-section 2 INVESTISSEMENT DANS L'INFRASTRUCTURE

L'Algérie a lancé un programme d'investissement dans les infrastructures pour améliorer la connectivité interne du pays et faciliter l'exportation des produits algériens vers d'autres pays. Le programme d'investissement comprend la construction de nouvelles routes, la modernisation des ports et des aéroports, l'expansion des réseaux électriques et des télécommunications, ainsi que la construction de nouvelles villes et de nouvelles zones industrielles.

Ces investissements dans les infrastructures sont importants pour l'Algérie car ils doivent avoir des effets positifs sur l'économie, tels que la création d'emplois, l'amélioration de la productivité et de l'efficacité, l'augmentation de la compétitivité du pays, ainsi que l'attraction d'investissements étrangers. De plus, des infrastructures de qualité peut améliorer les conditions de vie des citoyens et renforcent la cohésion sociale.

Cependant, il est important que ces investissements soient réalisés de manière efficace et transparente, avec une bonne planification, une gestion des ressources et une évaluation régulière des résultats. De plus, il est essentiel que ces investissements soient accompagnés de politiques économiques cohérentes pour garantir que les

³⁸² Bellatreche Y., (2017), « Dix ans après la mise en œuvre de l'accord d'association entre l'Algérie et l'Union européenne : quel impact sur le commerce extérieur en Algérie ? », Revue Nouvelle Economie, N°:17, Vol. 02-2017, pp.5- 29.

avantages de l'infrastructure se traduisent par une croissance économique durable et une amélioration du bien-être de la population.

Sous-section 3 DIVERSIFICATION ÉCONOMIQUE

L'Algérie a aussi tenté de diversifier son économie avec une politique économique visant à réduire la dépendance vis-à-vis des industries hydrocarbures et à développer un ensemble d'industries variées, afin de favoriser la croissance économique et la résilience, face aux chocs externes.

Le pays est fortement dépendant des exportations de pétrole et de gaz naturel, qui représentent environ 95% des exportations et 60% des recettes budgétaires. Cette forte dépendance rend l'économie algérienne vulnérable aux fluctuations des prix du pétrole et à d'autres chocs externes³⁸³.

Ainsi, le gouvernement algérien a lancé des programmes de diversification économique pour réduire la dépendance à l'industrie pétrolière et gazière. Le pays veut développer d'autres secteurs économiques, tels que l'agriculture, l'industrie manufacturière, les services, le tourisme, les énergies renouvelables et les industries liées aux technologies de l'information et de la communication(NTIC).

La diversification économique a pour objectif de créer des emplois, de stimuler la croissance économique et d'augmenter les recettes fiscales du pays. Cependant, la mise en œuvre de cette politique est difficile, car elle nécessite souvent des investissements considérables en capital et en main-d'œuvre, ainsi que des réformes structurelles pour améliorer l'environnement des affaires et favoriser l'innovation.

Il est donc important que le gouvernement algérien adopte une approche holistique pour la diversification économique, en tenant compte des priorités nationales et régionales et en impliquant tous les acteurs clés, y compris le secteur privé, la société civile et les partenaires internationaux.

³⁸³ Banque Mondiale (2021), « Rapport de suivi de la situation économique de l'Algérie », Décembre 2021.

Sous-section 4 RÉFORME FISCALE

L'Algérie a initié une réforme fiscale visant à réorganiser son système fiscal d'un pays afin d'améliorer son efficacité, sa transparence et sa progressivité, tout en garantissant la viabilité financière et la soutenabilité budgétaire.

Ainsi, le pays a engagé des réformes fiscales importantes au cours des dernières années. L'objectif est de diversifier les sources de revenus fiscaux et de moderniser le système fiscal, qui est considéré comme complexe et peu incitatif, pour les investisseurs.

Parmi les réformes fiscales récentes, on peut citer la mise en place d'une taxe sur la valeur ajoutée (TVA) en 2018, qui a remplacé plusieurs autres taxes de vente. Cette mesure vise à simplifier le système fiscal et à augmenter les recettes fiscales³⁸⁴.

Le gouvernement algérien a également réduit les subventions sur les produits énergétiques, comme l'essence et le diesel, ce qui a permis d'économiser des ressources budgétaires importantes.

En outre, des mesures ont été prises pour renforcer la lutte contre l'évasion fiscale et la fraude fiscale, notamment en améliorant la collecte de données fiscales et en introduisant des sanctions plus sévères pour les contrevenants.

Ces réformes fiscales visent à améliorer la soutenabilité budgétaire et à encourager la diversification économique du pays en augmentant les recettes fiscales provenant de secteurs autres que le pétrole et le gaz. Il est important que ces réformes soient mises en œuvre de manière juste et équitable, en évitant d'impacter négativement les agents les plus vulnérables de la société. De plus, il est essentiel que ces réformes soient accompagnées de politiques économiques complémentaires pour encourager l'investissement et la croissance .

Sous-section 5 RÉFORME DU SECTEUR BANCAIRE :

³⁸⁴ Mahtout S., (2019), « Le système fiscal algérien : Analyse et évaluation des performances du dispositif du contrôle fiscal », Journal of Economic Integration, Vol: 07- Issue: 04 , pp.131-144, (December 2019).

L'Algérie s'est orientée vers une réforme du secteur bancaire visant à renforcer et à moderniser le système pour améliorer l'accès au financement, la stabilité financière et à la transparence.

Le secteur bancaire a connu une série de réformes au cours des dernières années. L'objectif de ces réformes est de moderniser le système bancaire, de renforcer sa capacité à financer l'économie et de stimuler la croissance économique³⁸⁵.

Parmi les mesures les plus importantes, on peut citer la libéralisation du marché bancaire, qui a permis l'entrée de banques étrangères et la création de nouvelles banques privées en Algérie. Cela a stimulé la concurrence et a amélioré l'offre de services bancaires dans le pays.

Le gouvernement algérien a également proposé de renforcer la supervision et la réglementation du secteur bancaire pour améliorer la stabilité financière. Des mesures ont été prises pour renforcer la transparence, lutter contre le blanchiment d'argent et renforcer la gouvernance des banques.

En outre, des réformes ont été engagées pour améliorer l'accès au financement pour les petites et moyennes entreprises, qui sont souvent confrontées à des obstacles pour obtenir des prêts bancaires.

Ces réformes visent à moderniser et renforcer le secteur bancaire algérien pour qu'il puisse mieux soutenir le développement économique. Toutefois, il est important de veiller à ce que ces réformes soient mises en œuvre de manière cohérente et transparente, afin de garantir la confiance des investisseurs et la stabilité financière.

Sous-section 6 LE RÔLE DES ORGANISATIONS

INTERNATIONALES DANS LE DÉVELOPPEMENT DE CES

RÉFORMES :

Les organisations internationales jouent souvent un rôle important, dans le développement des réformes économiques et politiques, dans les pays en développement comme l'Algérie. Ces organisations ont des experts et des ressources

³⁸⁵ Aboura A, & Chahidi M., *Le système bancaire algérien : Evolution historique, libéralisation du secteur et défis de modernisation*, Journal of Economics and Management, Volume 1, Numéro 2, Pages 1-18.

pour aider les gouvernements à élaborer des politiques efficaces et à mettre en œuvre des réformes indispensables.

L'une des organisations internationales les plus actives en Algérie est le Fonds monétaire international (FMI), qui a travaillé avec le gouvernement algérien pour élaborer des politiques économiques et fiscales efficaces. Le FMI a fourni des conseils sur les réformes économiques, notamment pour la diversification économique, la réforme fiscale et la réforme du secteur bancaire.

La Banque mondiale est également active en Algérie, fournissant une assistance technique et financière pour la mise en œuvre de réformes économiques et financières. La Banque mondiale a travaillé sur des projets d'infrastructure, de développement rural et d'amélioration de la gestion des finances publiques en Algérie.

L'Union européenne (UE) est également un important partenaire pour le développement de l'Algérie, fournissant une assistance technique et financière pour soutenir les réformes économiques et sociales du pays. L'UE a travaillé sur des programmes pour renforcer la gouvernance, la société civile et les droits de l'homme en Algérie.

En outre, d'autres Organisations internationales, telles que l'Organisation des Nations unies (ONU) et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), sont également impliquées dans le développement et la mise en œuvre de réformes en Algérie.

En fin de compte, la collaboration entre les gouvernements nationaux et les organisations internationales peut être bénéfique pour le développement de réformes économiques efficaces et durables, dans les pays en développement, comme l'Algérie. Cependant, il est important que les réformes soient conçues pour répondre aux besoins et aux priorités nationales, et qu'elles soient mises en œuvre de manière inclusive et participative, pour garantir leur efficacité et leur acceptation à long terme.

A L'impact du FMI :

Le Fonds Monétaire International (FMI) joue un rôle important dans le développement économique et la mise en œuvre de réformes dans les pays en développement. Le FMI

fournit généralement une assistance financière et technique aux pays membres, en échange de l'engagement du gouvernement à mettre en œuvre des réformes économiques et fiscales visant à améliorer la stabilité financière et à stimuler la croissance économique.

En Algérie, le FMI a fourni son assistance pour soutenir les efforts de réforme économique et fiscale du gouvernement. Il a travaillé avec les autorités algériennes pour élaborer des politiques et des programmes visant à renforcer la gouvernance, à améliorer la gestion des finances publiques et à diversifier l'économie.

Cependant, le rôle du FMI en Algérie a également été critiqué par certains groupes de la société civile et certains économistes. Certains ont critiqué les conditions attachées aux prêts du FMI, affirmant que ces conditions peuvent être trop rigoureuses et qu'elles peuvent avoir des effets négatifs sur les populations les plus vulnérables.

De plus, certains ont exprimé des préoccupations quant à l'impact des politiques du FMI sur la souveraineté économique et politique de l'Algérie. Certains ont soutenu que les politiques économiques recommandées par le FMI pourraient nuire aux industries nationales et aux travailleurs algériens.

Il est important de reconnaître que le FMI peut jouer un rôle important dans le développement économique et la mise en œuvre de réformes en Algérie et dans d'autres pays en développement. Toutefois, il est également important que les conditions et les politiques recommandées par le FMI soient adaptées aux besoins et aux priorités nationales et qu'elles soient mises en œuvre de manière transparente et inclusive, en consultation avec les parties prenantes concernées.

Le rôle du FMI en Algérie a également été critiqué par certains groupes de la société civile et certains économistes. Effectivement, le rôle du Fonds monétaire international (FMI) en Algérie a été critiqué par certains groupes de la société civile et certains économistes. Les critiques ont porté sur plusieurs aspects du travail du FMI en Algérie, notamment les conditions attachées à l'octroi de prêts et les politiques économiques recommandées.

Certaines critiques ont souligné que les conditions attachées aux prêts du FMI ont souvent été trop strictes et ont eu des conséquences négatives pour les populations les plus vulnérables en Algérie. Par exemple, certaines politiques recommandées par le

FMI ont conduit à des coupes dans les dépenses sociales, à des réductions des subventions aux produits de première nécessité, ce qui a eu des effets négatifs sur les ménages à faible revenu.

D'autres critiques ont soutenu que les politiques économiques recommandées par le FMI ont eu des effets négatifs sur l'industrie nationale et les travailleurs algériens. Par exemple, certains experts ont noté que la politique de libéralisation des échanges commerciaux préconisée par le FMI, a eu un impact négatif sur les entreprises algériennes non compétitives, qui ont été confrontées à une concurrence accrue de la part d'entreprises étrangères et qui ont dû licencier du personnel.

Enfin, certains critiques ont également soulevé des préoccupations quant à l'impact des politiques économiques du FMI sur la souveraineté économique et politique de l'Algérie. Ils ont affirmé que les politiques économiques du FMI ont souvent été orientées vers la promotion de l'ouverture économique et de l'intégration mondiale, ce qui pourrait compromettre la capacité de l'Algérie à maintenir une économie nationale forte et à poursuivre ses propres priorités de développement.

En fin de compte, le rôle du FMI a été source de débats et de critiques. Bien que le FMI ait joué un rôle dans le développement économique de l'Algérie, il est important que les politiques et les conditions attachées à l'octroi de prêts soient adaptées aux besoins et aux priorités nationales.

B L'impact de la Banque Mondiale

Le rôle de la Banque mondiale a également eu un impact sur le développement économique et social du pays. La Banque mondiale a fourni des prêts et une assistance technique pour soutenir divers projets et programmes de réforme. Les domaines d'intervention de la Banque mondiale en Algérie ont inclus la réforme fiscale, l'amélioration de la gouvernance, la diversification économique et la réduction de la pauvreté.

Les programmes de la Banque mondiale ont eu des résultats mitigés. D'une part, certains programmes ont contribué à l'amélioration des conditions de vie des populations vulnérables, tels que les programmes de réduction de la pauvreté,

l'amélioration de l'accès à l'eau potable, et à l'assainissement et la réforme du secteur de la santé.

D'autre part, certains programmes ont également été critiqués pour leur impact négatif sur l'économie algérienne et la souveraineté nationale. Par exemple, la politique de privatisation recommandée par la Banque mondiale a été critiquée pour avoir conduit à la vente d'entreprises publiques à des investisseurs étrangers, ce qui a eu un impact sur la capacité de l'Algérie à contrôler ses ressources et à poursuivre ses propres priorités de développement.

En outre, la Banque mondiale a également été critiquée pour avoir soutenu des politiques économiques qui ont conduit à la libéralisation des échanges commerciaux en Algérie, ce qui a eu un impact négatif sur les entreprises locales et les travailleurs. En somme, le rôle de la Banque mondiale en Algérie a eu des effets mitigés sur le développement économique et social du pays. Bien que la Banque mondiale ait contribué à certains projets importants pour l'amélioration des conditions de vie des populations vulnérables, certaines de ses politiques économiques ont eu un impact négatif sur l'économie et la souveraineté nationale. Il est important, là aussi, que les politiques et les programmes de la Banque mondiale soient adaptés aux besoins et aux priorités nationales et qu'ils soient mis en œuvre de manière transparente et inclusive, avec les parties concernées.

La Banque mondiale a également été critiquée pour avoir soutenu des politiques économiques qui ont conduit à la libéralisation des échanges commerciaux en Algérie, ce qui a eu un impact négatif sur les entreprises locales et les travailleurs.

Effectivement, la Banque mondiale a encouragé la libéralisation des échanges commerciaux en Algérie, notamment par le biais de prêts conditionnels, visant à encourager les réformes économiques³⁸⁶. Cependant, cette politique a été critiquée par certains groupes de la société civile et certains économistes, qui estiment qu'elle a eu un impact négatif sur les entreprises locales et les travailleurs.

La libéralisation des échanges commerciaux a souvent conduit à une augmentation de la concurrence étrangère, ce qui peut être préjudiciable aux entreprises locales, qui ne sont pas en mesure de rivaliser avec des entreprises étrangères mieux établies et plus

³⁸⁶ Mission de la Banque Mondiale en coordination avec l'Ordre des experts comptables français pour la mise en place du SCF (Système Comptable et Financier), entré en application en 2010.

puissantes. Cela peut également entraîner une perte d'emplois pour les travailleurs locaux, qui sont remplacés par des travailleurs étrangers, ou des machines importées. Cependant, il convient également de noter que la libéralisation des échanges peut avoir des avantages économiques, tels que l'augmentation de la productivité et de l'efficacité, la baisse des prix pour les consommateurs, et l'ouverture de nouveaux débouchés pour les entreprises locales³⁸⁷.

En fin de compte, il est important de mettre en place des politiques économiques et commerciales cohérentes qui prennent en compte les réalités du pays et les besoins de la population, tout en cherchant à maximiser les avantages économiques de la libéralisation des échanges.

C. L'impact de l'Union Européenne :

L'Union Européenne (UE) a également joué un rôle important dans le développement économique de l'Algérie. Depuis les années 1990, l'UE a soutenu l'Algérie dans la mise en place de politiques économiques visant à stimuler la croissance économique et à réduire la pauvreté³⁸⁸.

L'UE a fourni une assistance financière importante à l'Algérie, notamment par le biais de prêts et de subventions destinés à soutenir les réformes économiques et à financer des projets d'infrastructure. L'UE est également le principal partenaire commercial de l'Algérie, représentant environ 50% de ses échanges commerciaux.

L'UE a également encouragé l'Algérie à diversifier son économie et à promouvoir l'investissement dans des secteurs tels que les énergies renouvelables, les TIC (technologie de l'information et de la communication), le tourisme et l'agriculture. Cela a permis de réduire la dépendance de l'Algérie aux exportations de pétrole et de gaz, et d'encourager la croissance économique dans des secteurs non pétroliers.

Cependant, l'impact du rôle de l'UE en Algérie a également été critiqué par certains groupes de la société civile et certains économistes. Certains ont souligné que l'UE a encouragé la libéralisation des échanges commerciaux, ce qui a eu un impact négatif sur les entreprises locales et les travailleurs, comme nous l'avons mentionné précédemment.

³⁸⁷ Rapport de la banque mondiale 2022.

³⁸⁸ Benabdallah Y., *L'Algérie dans la perspective de l'accord d'association avec l'Union européenne*, Revue du CREAD n° 75, second semestre 2006.

D Les critiques soulevées sur le rôle de l'UE :

Effectivement, l'impact du rôle de l'UE en Algérie a été critiqué par certains groupes de la société civile et certains économistes. Ces critiques ont porté sur plusieurs aspects, tels que la politique commerciale, l'assistance financière et l'ingérence politique.

En ce qui concerne la politique commerciale, certains ont critiqué l'UE pour avoir encouragé la libéralisation des échanges commerciaux avec l'Algérie, ce qui a eu un impact négatif sur les entreprises locales et les travailleurs, comme nous l'avons mentionné précédemment³⁸⁹. Certains ont également reproché à l'UE d'avoir négocié des accords commerciaux avec l'Algérie sans prendre en compte les intérêts des pays africains voisins.

En ce qui concerne l'assistance financière, certains ont critiqué l'UE pour avoir accordé une aide financière importante à l'Algérie sans conditionner cette aide à des réformes politiques.

Enfin, certains ont accusé l'UE de s'ingérer dans les affaires politiques de l'Algérie en soutenant certains partis ou mouvements politiques, ce qui aurait affaibli la crédibilité de l'UE en tant que médiateur impartial.

L'Algérie, qui n'a jamais pu placer ses produits, notamment agricoles, en raison des clauses protectionnistes de l'Accord d'association sur les marchés européens.

Par ailleurs, le démantèlement tarifaire lui fait perdre 16 milliards de dollars. Elle est schématisée par Abdelatif Rebah³⁹⁰, économiste, ancien cadre supérieur au ministère de l'Énergie. Pour lui, « aucun de nos “partenaires énergétiques” majeurs, en l'occurrence l'Espagne, l'Italie et la France, liés à notre pays par des relations d'interdépendance dans un secteur d'importance vitale, l'énergie, ne réalise ne serait-ce que 0,1% de ses IDE en Algérie. Si ces dix dernières années, le volume des importations algériennes de l'Union européenne sont astronomiques, en revanche, durant la même période, les investissements de cette région en Algérie n'ont

³⁸⁹ Delpéch R. & Paugam J.M., *La politique commerciale de l'Union européenne. Le fédéralisme clandestin*, *Politique étrangère*, 2005/4 (Hiver), pp. 743-754.

³⁹⁰ Journal El Watan du 10 Mars 2017.

représenté que moins de 4% de ce montant, et encore, essentiellement dans les hydrocarbures.

L'Algérie a demandé à de nombreuses reprises de renégocier le texte, estimant que l'accord lui est largement défavorable. En effet, l'économie algérienne est peu compétitive et n'est pas parvenue à exporter ses produits, hors hydrocarbures, perdant de ce fait d'importantes recettes.

E Le soutien de l'UE à la promotion des PME en Algérie

L'Union européenne (UE) a soutenu la promotion des petites et moyennes entreprises (PME) en Algérie à travers plusieurs programmes et initiatives.

L'un des principaux programmes de l'UE en faveur des PME en Algérie est le Programme d'Appui à la Compétitivité des Entreprises et au Développement économique local (PACED). Ce programme, mis en place en 2016, vise à renforcer la compétitivité des PME algériennes en améliorant leur accès au financement, en renforçant leurs capacités et en encourageant l'innovation et la diversification économique.

L'UE a également soutenu la création de centres d'affaires, dans plusieurs régions d'Algérie. Ils offrent des services de conseil et de formation aux PME. En outre, l'UE a soutenu la création de « clusters » industriels pour renforcer la collaboration entre les entreprises et favoriser l'innovation.

Enfin, l'UE a également travaillé, en étroite collaboration avec les autorités algériennes, pour améliorer le climat des affaires en Algérie et encourager l'investissement étranger. Cela a inclu des initiatives visant à améliorer la gouvernance économique et à renforcer la transparence et l'efficacité du secteur public.

Dans l'ensemble, le soutien de l'UE à la promotion des PME en Algérie fut une contribution importante au développement économique et social du pays, en favorisant la création d'emplois, l'innovation et la diversification économique.

Ce programme important vise à aider les PME algériennes à améliorer leur compétitivité et à accéder à des financements pour développer leurs activités. Il offre des services de conseil et de formation pour les PME, ainsi que des subventions, pour les aider à investir dans de nouveaux équipements, à moderniser leurs technologies et à développer de nouveaux produits et services.

Le Programme d'appui à la compétitivité des entreprises et au développement économique local est mis en œuvre en étroite collaboration avec les autorités algériennes, notamment le ministère de l'Industrie et des Mines et le ministère du Commerce. Le programme est coordonné par le Bureau de coopération de l'Union européenne en Algérie. Il est mis en œuvre par des organisations spécialisées en développement économique, en partenariat avec des acteurs locaux en Algérie.

Ce programme est considéré important pour soutenir la croissance économique et l'emploi en Algérie, en particulier pour les PME, qui sont souvent confrontées à des défis en matière de financement et de compétitivité. Le programme a également contribué à renforcer les relations entre l'Algérie et l'UE dans le domaine de la coopération économique.

Dans l'ensemble, l'aide de l'UE a tenté de développer et d'instaurer une véritable économie de marché en Algérie, en soutenant les réformes économiques et en renforçant les capacités des agents économiques (entreprises, banques, PME...).

CONCLUSION

Cet aperçu sur l'économie algérienne montre bien que l'économie est en perpétuelle transition. Tantôt elle s'oriente vers plus de centralisation et de contrôle de l'Etat, tantôt elle se dirige vers l'économie de marché. Cela dépend de la conjoncture favorable (ou défavorable) générée par le marché international.

Quand l'Etat se rassure, par l'entrée massive des recettes pétrolières avec la bénédiction d'une conjoncture favorable, l'économie algérienne se renferme sur elle-

même et utilise la manne pétrolière pour réussir ses orientations politiques. Par contre, s'il y a un retournement de conjoncture, entraînant une baisse des recettes pétrolières. L'Etat oriente son économie pour diversifier ses exportations.

L'exemple de cette démonstration s'est vérifié à partir de l'année 1999. L'arrivée du nouveau Président de la République, à cette époque, et la mise en place d'un nouveau gouvernement ont coïncidés avec une conjoncture moins favorable. L'orientation était de relancer l'économie mais avec une présence accrue de l'Etat. Dans le discours, l'orientation économique et politique a été d'entamer des réformes, en vue de libéraliser l'économie et construire une économie plus diversifiée, basée sur les initiatives du secteur privé, national et international. Suite à ces orientations, des politiques de privatisation des entreprises publiques ont été menées. Des textes législatifs ont vu le jour pour encourager le secteur privé local et étranger à investir. Des réformes liées aux pratiques de l'administration ont émergé pour simplifier et alléger les procédures.

A partir de 2008, cette orientation a été abandonnée en faveur d'une présence de l'État refondée avec un secteur public renaissant. La privatisation a été arrêtée, le secteur privé n'a pas occupé le terrain et l'administration publique est renforcée. Ce revirement a pour prétexte une conjoncture plus favorable qui permet à l'Etat de récolter des entrées financières de la vente du pétrole et du gaz. Récemment, la chute des prix du pétrole a fait réagir l'Etat, en priant les agents économiques publics et privés de développer une économie créatrice de richesses pour faire face à une économie rentière obsolète.

Cette situation de transition économique durable marque négativement l'environnement économique et social, notamment l'environnement des entreprises. Dans le chapitre suivant, cet environnement sera détaillé et analysé pour démontrer que l'application des méthodes d'évaluation est difficile et peut être mise en cause en raison de la rationalité dans laquelle sont conçues ces méthodes d'évaluation.

Section 5. La problématique des investissements directs étrangers (IDE) en Algérie

Notre recherche sur l'évaluation des entreprises algériennes est impactée par la présence des investissements étrangers. L'Algérie ne vivant pas en vase clos, doit

rassurer ses partenaires, avec une démarche rationnelle et transparente de la gestion et de la valeur des entreprises.

L'objectif de cette section est de présenter les IDE, le contexte algérien et les facteurs de blocage.

L'Algérie a eu recours aux IDE dans des conditions particulières. On ne peut comprendre les difficultés de ce recours, si l'on omet de le contextualiser avec l'historique du système économique, mis en place en 1962, à l'indépendance du pays.

Sous-section 1 LE CONTEXTE HISTORIQUE DU RECOURS AUX IDE

A l'image de beaucoup de pays en développement, l'Algérie a longtemps considéré l'IDE comme un des facteurs de dépendance vis-à-vis des pays industrialisés capitalistes.

Les choix politiques et économiques de cette période justifiaient cette orientation, l'économie étant totalement contrôlée par l'Etat.

Mais la crise qu'a connue l'Algérie, durant les années 80 avait mis en évidence les faiblesses et la rigidité du modèle d'industrialisation adopté. Cela a conduit les pouvoirs publics à admettre la nécessité de mise en place de nouvelles réformes structurelles et globales de l'économie. L'Etat a levé les restrictions sur l'investissement et abandonné son monopole de contrôle de la sphère économique, ouvrant le champ aux acteurs économiques privés, y compris étrangers, et la mise en place d'une politique économique visant l'intégration de l'IDE dans son processus de développement.

Après 1989, un constat s'imposait : l'échec des entreprises publiques économiques (EPE). Dans ce contexte, le cahier des réformes va, pour la première fois, intégrer le concept de rentabilité dans les priorités de l'EPE³⁹¹.

Cette date correspondait aussi à une relative ouverture du « champ » politique et de la presse privée.

La deuxième date à retenir est 1992. Devant une situation financière préoccupante, l'Etat algérien va négocier avec le FMI un rééchelonnement de la dette³⁹², conditionné à de multiples changements, dont celui de l'ouverture de l'économie algérienne, que cela soit au niveau du commerce extérieur ou du tissu productif.

³⁹¹ Les réformes initiées sous le gouvernement Hamrouche.M. en 1989-91.

³⁹² Montant de la dette à rééchelonner : 20 Milliard \$.

A Définition des IDE

L'investissement direct étranger (IDE)³⁹³ peut être défini comme étant un « investissement qu'une entité résidente d'une économie d'un pays effectue, dans le but d'acquérir un intérêt durable, dans une entreprise résidente d'une autre économie, généralement appelé pays d'accueil ». Par intérêt durable, on entend qu'il existe une relation si possible à long terme entre l'investisseur étranger, qui exerce une influence significative sur la gestion de l'entreprise, et dans le pays d'implantation.

Les investissements directs comprennent, non seulement la transaction initiale qui établit la relation entre l'investisseur et l'entreprise, mais aussi toutes les transactions ultérieures entre eux et les entreprises apparentées, qu'elles soient ou non constituées en sociétés et dotées d'une personnalité morale distincte.

L'IDE représente l'ensemble des ressources (apports au capital social, dotations, prêts, mise à disposition de trésorerie, crédits commerciaux ou bénéfiques réinvestis) qu'un investisseur direct laisse à la disposition d'entreprises avec lesquelles il est en relation d'investissement.

Il y a une présomption de relation d'investissement direct lorsque l'investisseur direct détient, directement ou indirectement, au moins 10% du capital.

La stratégie étant que les pouvoirs publics et les firmes nationales développent des politiques pour générer plus d'avantages comparatifs, en envisageant toutes les possibilités de s'approprier et développer les nouvelles technologies et le « know how ».

B Rôle des Institutions dans l'accompagnement des IDE

Les Institutions sont apparues, dans la littérature des années 90³⁹⁴, comme une variable économique significative, largement négligée par le passé. Les autorités étant tournées vers le contrôle direct de l'activité économique.

Leur rôle a été souligné surtout pour expliquer les différentiels de croissance entre pays. Il a été élargi à l'impact sur le commerce et plus généralement sur l'ouverture économique et l'IDE.

La mauvaise qualité institutionnelle qui transparait dans le domaine économique, est souvent liée à des institutions politiques qui ne sont pas très efficaces, dans un contexte international d'interdépendance. En d'autres termes, un système dans lequel les organes représentatifs de la société se montrent incapables d'adopter et de diffuser les informations qui permettent aux mécanismes du marché de fonctionner plus efficacement.

³⁹³ Bouabdellah. D.E., *Attractivité territoriale et IDE, cas de l'industrie agro-alimentaire de l'Oranie*, Thèse, 2018.

³⁹⁴ Coase R. Prix Nobel 1991, « *The nature of the firms* ».

Trois dimensions sont ainsi mises en exergue³⁹⁵ :

- 1- L'économie des droits de propriété (règles formelles, droit de propriété, constitution, protection...).
- 2- L'économie des coûts de transaction et de gouvernance (résolution des conflits, gains résultant des formes de coordination...).
- 3- L'économie des contrats (analyse des incitations dans l'organisation des transactions...).

David North³⁹⁶ définit les institutions d'une société comme « l'ensemble des règles du jeu ». Une Institution est une règle, collectivement acceptée dans un espace social donné. Les Institutions qui intéressent politiques et économistes doivent avoir des finalités productives. Elles nécessitent d'être opérationnelles.

C Justifications des IDE

Les auteurs et les experts³⁹⁷ proposent plusieurs éléments pour justifier les flux d'IDE dans un pays :

- Industriels (coûts de transport, coûts d'implantation, avantages technologiques, agglomérations d'activités, qualité des infrastructures...).
- Commerciaux (taille du marché, proximité de la demande, barrières à l'échange, concurrence, importance de la demande, pouvoir d'achat élevé...).
- Institutionnels (politique fiscale ou commerciale avantageuse, dispositions légales en matière de rapatriement des capitaux, risque de nationalisation, risques juridiques...).
- Monétaires et financiers (mouvements de capitaux, risque-pays, appartenance à une zone d'intégration stabilité monétaire...).
- Politiques (stabilité).
- Sociaux (main-d'œuvre qualifiée, droit du travail, grèves, conflits sociaux).

Une fois prise la décision de s'implanter pour l'investisseur étranger, se pose ensuite le choix du pays.

La localisation dépend à la fois des objectifs de la firme et des caractéristiques du pays hôte, offrant le plus d'opportunités et de garanties pour leurs investissements.

Ainsi, dans le but d'attirer davantage d'investisseurs étrangers, les pays en développement ont mis en place un ensemble de politiques économiques incitatives, par exemple en abordant les aspects micro et macro-économiques, les politiques de

³⁹⁵ L'institutionnalisme est un courant de pensée économique qui a émergé aux États-Unis au début du XX^e siècle, sous l'impulsion principalement des écrits de Thorstein Veblen, John Rogers Commons et Wesley Clair Mitchell.

³⁹⁶ North D. Prix Nobel en 1993., *Railroads and American Economic Growth* .

³⁹⁷ Alaya et al, *A quelles conditions les IDE stimulent-ils la croissance*, De Boeck, 2009.

change, les politiques d'exonération fiscale, la création de zones franches, la signature d'accords de partenariat, la mise en place de politiques du climat des affaires (Doing Business), le désengagement de l'Etat dans certains secteurs d'activité...). Les moyens sont très variés.

Comme précisé plus haut, la bonne qualité des institutions devient un facteur explicatif des différences entre pays, en matière de taux de croissance et de niveau de PIB et d'autres facteurs comparatifs (pouvoir d'achat, inégalités ...).

Ainsi, de meilleures institutions s'avèrent un moyen efficace d'attractivité, les respects des droits de propriété, l'ouverture vers l'extérieur, la protection des droits, la liberté économique et politique, la sécurité, la transparence, l'absence de corruption, l'efficacité de la justice... sont autant d'éléments reflétant un environnement institutionnel plus ou moins favorable pour l'investisseur étranger.

D Quels sont les indicateurs pour les IDE ?

Nous pouvons distinguer deux types d'indicateurs, les indicateurs de performance « ex-post » et les indicateurs de perception « ex-ante », liés à l'attractivité des IDE

Les indicateurs de performance, liés à l'attractivité des IDE, permettent de mesurer l'attractivité :

- Les indicateurs de performance « ex-post » :

Ils se concentrent sur l'attractivité ex-post, tenant compte des performances du territoire, comme la balance des paiements, les réserves de change, les flux des IDE entrants et sortants, le nombre d'emplois créés, et les agrégats macro-économiques du pays en général.

Les données permettent la construction d'indicateurs synthétiques pour mesurer l'attractivité ex-post. Ces indicateurs peuvent nous renseigner sur les différentes formes d'implantation.

- Les indicateurs de perception « ex-ante » :

Ils se concentrent sur l'attractivité ex-ante, ceci au moyen d'enquêtes, d'études, de sondages d'opinion, auprès des sociétés déjà établies dans le pays d'accueil, ou auprès d'organismes internationaux (FMI-OCDE-Banque mondiale-CNUCED...) qui connaissent la situation des différents pays à travers le monde.

Cette évaluation vise à déterminer les critères de localisation privilégiés par les entreprises pour chaque territoire économique.

De façon plus normative, il existe des indicateurs propres à l'Institution « Banque mondiale ».

*E Les indicateurs du « Doing Business » de la Banque
Mondiale*

Pour la réussite des IDE, il faut un climat institutionnel prospère et favorable pour l'attraction des investissements étrangers.

Le terme fréquemment usité est celui de « Climat des affaires » repris par la Banque Mondiale à l'aide du « Doing Business ».

Il existe plusieurs définitions du climat des affaires. Nous pouvons expliquer le climat des affaires comme étant « l'ensemble des lois qui déterminent l'environnement institutionnel du business, tout en facilitant la bonne perception pour faire des affaires par l'investisseur »³⁹⁸.

Un pays peut avoir un climat des affaires favorable, grâce à une politique favorable à l'entreprise, notamment la réduction des impôts (politique fiscale) et la législation relative aux droits de travail (politique sociale).

La Banque Mondiale a défini le climat de l'investissement (ou des affaires) comme étant « l'ensemble des facteurs propres à la localisation de l'entreprise et qui influent les opportunités de marché ou la volonté des entreprises d'investir à des fins productives, de développer leurs activités et de créer des emplois »³⁹⁹.

Ce projet, conduit par la Banque mondiale, mesure la réglementation des affaires et son application effective dans 190 pays⁴⁰⁰, ainsi que dans certaines villes au niveau infranational et régional.

Ce projet a été lancé en 2002. Le premier rapport est publié en 2003, avec cinq indicateurs, et concernait 133 pays, Il analyse et mesure la réglementation appliquée aux PME au niveau de chaque pays, tout au long de leur cycle de vie, depuis le lancement jusqu'au déclin. Cette analyse se base sur la collecte de données quantitatives détaillées afin de comparer les cadres réglementaires applicables aux entreprises du monde entier au fil du tem

³⁹⁸ Alouache § Aït Taleb., cités par Lam'hammdi, *Climat des affaires et flux d'IDE en Algérie : Evolution et causalité*, Revue Mâaref, Université USMBA, Fès, 2020..

³⁹⁹ Banque mondiale, 2018.

⁴⁰⁰ Banque mondiale, 2020.

Ayant pour objectif d'évaluer le climat des affaires, dix indicateurs ont été mis en place⁴⁰¹. Ils sont présentés dans le tableau suivant :

| Indicateur | Description |
|---|--|
| Création d'entreprise | Concerne l'ensemble des procédures exigées par les autorités publiques, notamment le coût et le délai qu'un entrepreneur consacre pour créer une entreprise. |
| Obtention des permis de construire | Cet indicateur mesure les procédures, les coûts et le temps nécessaire pour la construction d'un entrepôt commercial, ainsi que la qualité de la réglementation en matière de construction, les régimes de responsabilité et d'assurance pour les vices cachés, l'efficacité du contrôle de qualité, les mécanismes de sécurité et les exigences de certification professionnelle. |
| Raccordement à l'électricité | Il est relatif à l'ensemble des procédures qu'une entreprise doit effectuer afin d'obtenir un raccordement électrique permanent. |
| Transfert de propriété | Ce sont les procédures, les délais et les coûts nécessaires à une entreprise (SARL) afin d'acquérir la propriété d'une autre entreprise (SARL) et transférer le titre de propriété à son nom. |
| Obtention de prêts | Cet indicateur évalue la protection juridique des prêteurs et des emprunteurs, dans le cadre des transactions sécurisées, ainsi que le report des informations sur le crédit. |
| Protection des Investisseurs minoritaires | En cas de conflits d'intérêts, cet indicateur mesure le niveau de protection des investisseurs minoritaires, ainsi que les droits des actionnaires dans la gouvernance d'entreprise. |
| Paiement des impôts et taxes | Cet indicateur comprend l'ensemble des impôts et taxes qu'une entreprise de taille moyenne doit payer, ou qui lui sont retenus chaque année (impôt sur le revenu, sur les bénéfices...), ainsi que l'ensemble des démarches administratives nécessaires pour leur paiement et le respect des procédures de post-déclaration d'impôts. |
| Commerce transfrontalier | Il recense les coûts et les délais relatifs au processus d'exportation et d'importation des marchandises. |
| Exécution des contrats | Dans le cas d'un litige commercial, il mesure le coût et le temps nécessaire pour la résolution de ce dernier. Cet indicateur évalue la qualité et l'efficacité du système judiciaire. |
| Règlement de l'insolvabilité | Il étudie le coût, les délais et le résultat des procédures d'insolvabilité pour les entreprises nationales ainsi que la force du cadre juridique applicable aux procédures de liquidation et de redressement judiciaire. |

⁴⁰¹ Banque mondiale, 2020.

F Impacts attendus des IDE par les pays d'accueil

Les conséquences en matière économique, technologique et sociale sont nombreuses. Elles peuvent se résumer de la manière suivante :

| | |
|--|---|
| Croissance économique | Les IDE provoquent des effets d'entraînement dans les relations industrielles, des effets sur la croissance par les gains de productivité des firmes locales. |
| Investissement | L'implantation des FM ⁴⁰² peut stimuler l'investissement public (infrastructures) et privé (relations de sous-traitance, concurrence...). |
| Transfert de technologie | La proximité avec les FMN doit favoriser la diffusion des externalités technologiques. |
| Commerce extérieur | Effet sur les exportations (augmentation), effet sur les importations (diminution). Amélioration des termes de l'échange. Insertion dans les réseaux internationaux de commercialisation. |
| Emplois et salaires | Création d'emplois directs et indirects, augmentation des salaires. |
| Formation : compétence et savoir-faire | La proximité avec les FMN doit favoriser l'apprentissage et l'accès à de nouvelles connaissances. |
| Potentiel de recherche | L'investissement dans les activités de R et D ⁴⁰³ améliore les performances technologiques. |

⁴⁰² FMN (Firmes multinationales).

⁴⁰³ Recherche et développement.

Sous-section 2 ETAT DES LIEUX DES IDE EN ALGÉRIE

Les conséquences des IDE peuvent s'analyser globalement, par secteurs et par pays.

A Evolution générale

Les flux d'IDE entrants en Algérie sont marginaux et décevants si on les compare aux IDE réalisés dans les autres pays Maghrébins et l'Égypte et ce, en dépit du potentiel que recèle l'Algérie en termes d'abondance en ressources naturelles (pétrole, gaz, mines...) à faibles coûts, sa situation géographique et démographique.

Comme le montre le tableau suivant ⁴⁰⁴, après avoir enregistré des flux négatifs en 2015 (- 587Millions \$), l'Algérie a attiré 1,637 milliards \$ d'IDE en 2016, en partie grâce à l'amélioration des politiques d'investissement et un redressement de la production pétrolière, selon la CNUCED⁴⁰⁵.

La même source indique que les flux d'IDE à destination de l'Algérie ont progressé de 22% en 2018, à 1,466 milliards \$ contre 1,232 en 2017, soutenus par l'investissement dans le secteur pétro-gazier et l'automobile⁴⁰⁶. Puis une légère baisse en 2019 des IDE, pour s'établir à 1,381 milliards \$ et enfin une baisse plus conséquente en 2021, atteignant 870 Millions \$ contre 1,14 Milliards \$ en 2020, année marquée par la propagation de la pandémie de la COVID 19. En 2022, cette baisse est continue.

En termes de stocks d'IDE, selon le rapport 2016 de la CNUCED sur l'investissement dans le monde, le stock d'IDE en Algérie a progressé à 26,2 mds \$ à fin 2015, contre 19,5 mds \$ à fin 2010. En 2014, le stock d'IDE en Algérie s'élevait à 26,8 mds \$. Il représente 13% du PIB (contre 31% en Égypte, 48% au Maroc et 65% en Tunisie). La part de l'Algérie dans le total Afrique du Nord s'élève à 12,4% en 2014 contre 11,9% en 2013. Aucune donnée disponible sur la composition sectorielle du stock d'IDE algérien, mais il est probable qu'il soit dominé par les investissements dans le secteur des hydrocarbures.

Tableau N° 2 : Montant des IDE entrants pour la période 2012-2022 ((en Milliards \$). Maghreb et Égypte

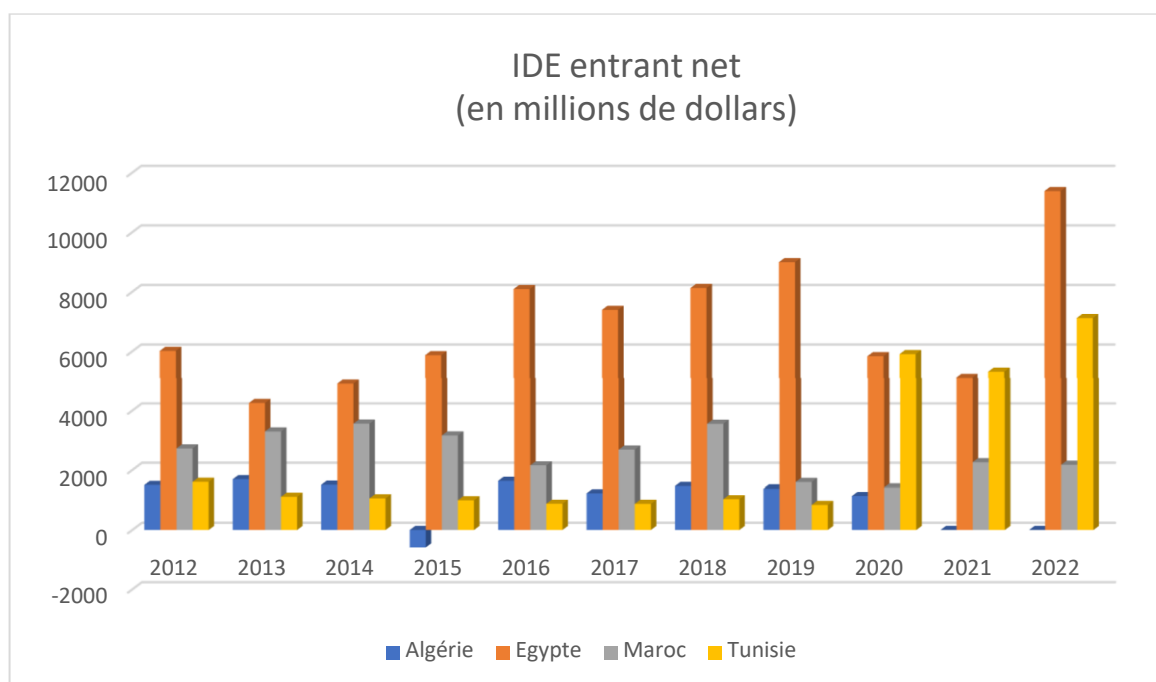
| Pays | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Algérie | 1,499 | 1,693 | 1,507 | -587 | 1,637 | 1,232 | 1,466 | 1,381 | 1,143 | 0,8691 | 0,7519 |
| Égypte | 6,031 | 4,256 | 4,612 | 5,885 | 8,106 | 7,408 | 8,141 | 9,010 | 5,851 | 5,122 | 11,399 |
| Maroc | 2,728 | 3,298 | 3,561 | 3,162 | 2,157 | 2,686 | 3,558 | 1,599 | 1,418 | 2,264 | 2,177 |
| Tunisie | 1,603 | 1,117 | 1,063 | 1,002 | 0,884 | 0,880 | 1035 | 0,844 | 5,921 | 5,330 | 7,133 |

Source : FMI-2023.

⁴⁰⁴ Tableau N° 2 : Montant des IDE entrants pour la période 2012-2022 (en Milliards de \$). Maghreb et Égypte.

⁴⁰⁵ CNUCED : Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le développement.2017.

⁴⁰⁶ Voir Tableau 1.



Source : Graphique élaboré par nos soins.

Incontestablement, l'Algérie a une attractivité bien moindre que les pays voisins.

Dans cette dernière décennie, les IDE en Algérie sont sur le déclin. Les flux nets d'IDE entrant, restant en deçà des attentes⁴⁰⁷.

L'Algérie ne figure pas dans le Top 10 continental (Afrique) des IDE étrangers. L'Algérie se classe à la 12^{ème} place.⁴⁰⁸

Elle a attiré un niveau convenable des flux d'IDE entre 2006 et 2011. Cependant, ces dernières années, il y a eu un net déclin de l'IDE (notamment en provenance de l'Europe) et un intérêt grandissant des investisseurs du Golfe.

Concernant l'état des lieux des IDE dans cette région (Maghreb-Egypte) pour la période 2002-2019, le pays le plus attractif est l'Egypte. En 2019, il a enregistré une entrée des flux de 9,01 milliards \$, malgré une baisse en 2017 (de 9% par rapport à 2016).

Le Maroc a conservé durant toute la période étudiée (2012-2019), sa position comme deuxième pays le plus attractif des IDE ... L'Algérie était classée 157^{ème} sur 190 pays

⁴⁰⁷ Cette baisse d'IDE, pendant cette période, en Algérie, s'explique par la décision dans la LF 2014 de réaménager l'obligation de réinvestissement de la part des bénéficiaires correspondant aux exonérations fiscales, ainsi les groupes étrangers ont pu faire remonter leur bénéfice au sein de leur maison-mère. La chute drastique des cours des hydrocarbures dont l'inflexion a débuté dès 2013, pour réellement se concrétiser au cours du second semestre 2014 (- 19%) entre le 1^{er} et 2^{ème} semestre 2014) a aussi pu jouer dans les décisions d'investissement des acteurs du secteur (Trésor français, 2016).

⁴⁰⁸ Les 11 premiers sont les suivants : Côte d'Ivoire, Kenya, Ghana, Sénégal, Rwanda, Ethiopie, Nigéria, Maroc, RDC, Afrique du Sud, Maurice.

dans le rapport « Doing Business » publié par la Banque Mondiale, à la même place qu'en 2019. Qu'est-ce qui rend alors les IDE réticents et cette situation décevante ?

Nous allons nous efforcer de le démontrer.

Pour comprendre cette évolution, nous nous sommes rapprochés des études effectuées par la Banque mondiale qui à travers une série d'indicateurs, vont nous fournir des informations utiles pour comprendre les insuffisances de l'environnement économique en Algérie en comparaison avec les autres pays du Maghreb et l'Egypte.

B IDE par secteurs :

Globalement, la tendance générale relative à une analyse sectorielle, tout autant en Algérie que dans le continent africain, se traduit par un certain nombre de déséquilibres dans les secteurs ciblés.

En tête de liste, on retrouve l'industrie extractive. Cependant, la croissance et l'émergence d'une classe moyenne a favorisé la croissance des investissements dans les services et les industries de consommation.

En Algérie, les investissements se concentrent essentiellement dans l'industrie (énergie) en enregistrant sur la période (2010-2014) plus de 50% des montants de flux et, dans une moindre mesure, le secteur hors-hydrocarbures. Notamment la sidérurgie (El Hadjar avec Arcelor Mittal), la pétrochimie (avec Orascom et la pharmacie(Sanofi Avantis).

Vient ensuite, le secteur des services avec 19,73% des flux (2002-2008), surpassé en 2012 par le secteur bâtiment/immobilier (15%)

C IDE par pays :

Prenons quelques exemples significatifs de pays investisseurs en Algérie.

La France :

Plusieurs facteurs favorisent les investisseurs français en Algérie. Parmi ces facteurs, l'atout linguistique donne un accès immédiat au marché algérien. La longue présence coloniale de la France en Algérie est-elle aujourd'hui un facteur favorable ou défavorable ?

Plusieurs secteurs sont concernés : Pharmacie (Sanofi Avantis...), Banques (Société Générale ,BNP, Natexis),Agro-alimentaire(Danone,...).

La Chine étend sa présence à un rythme accéléré dans l'économie algérienne, en tant qu'important partenaire commercial et de plus en plus, en tant qu'investisseur. Cette évolution est très nette dans les secteurs de l'énergie, du développement des infrastructures et du commerce de détail notamment. Les entreprises chinoises en Algérie, réalisent des projets dans les domaines de la construction et des infrastructures

de base (autoroutes est-ouest, hôpitaux, stades dans les principales villes : Alger, Oran, Constantine, Annaba, Tizi-Ouzou ...).

Les pays arabes :

L'Algérie représente désormais une des principales destinations des pays arabes en termes d'investissement. Une très grande partie des IDE provient des pays arabes, avec en tête l'Egypte, suivie des Emirats Arabes Unis et du Koweït (téléphonie, tabacs, infrastructures touristiques,).

La Turquie :

La Turquie est un des plus importants investisseurs étrangers en Algérie. Pas moins de 110 entreprises, de différents secteurs sont présentes. On citera, entre autres, la Holding Hayat Kimya (Textile) et Toskali (Sidérurgie).

En 2016, la Turquie a lourdement investi en Algérie et pris la place historique de la France en tant que premier investisseur.

D Comparaisons avec les pays du Maghreb et l'Egypte

Les indicateurs du Doing Business nous permettent d'établir le lien entre le climat d'affaires en Algérie et l'attractivité des IDE.

Dans quelle mesure cette faible attractivité, due à la faible performance de l'Algérie en termes de flux des IDE, peut-elle être attribuée au manque d'intérêt par rapport aux autres pays ?

Relevons, dans un premier temps, les facteurs positifs d'attractivité en Algérie :

- Les richesses naturelles et la disponibilité des matières premières (pétrole, gaz, minerais...).
- La situation géographique et la proximité des marchés potentiels.
- Le développement des infrastructures de base : à titre d'exemple, le réseau routier le plus important du Maghreb (118 000km de route dont 2 450 km d'autoroute) ; un réseau ferroviaire couvrant une bonne partie du pays (4 000km) ; enfin une infrastructure ferroviaire de 35 aéroports dont 13 internationaux (Alger, Oran, Sétif, Constantine,).
- La taille du marché est importante : Le tableau 2 nous fournit des informations sur l'évolution de la population au Maghreb et en Egypte.

Tableau 3 : Evolution de la population (en millions d'habitants) -2023

| Pays | Population totale en 2023 (Prévisions) | Projection en 2030 | Projection de la population en 2050 |
|---------|--|--------------------|-------------------------------------|
| Algérie | 46,50 | 52 | 60 |
| Egypte | 109 | 125 | 160 |
| Maroc | 38,50 | 40 | 45 |
| Tunisie | 12,50 | 13 | 14 |

Source : ONU-2023⁴⁰⁹

L'Algérie a une forte démographie, avec une importante proportion de jeunes (30% de 19 à 25 ans).

Cependant, cet atout ne peut à lui seul constituer un facteur d'attractivité primordial. Une étude de la Banque mondiale nous montre que le climat des affaires va rencontrer des obstacles dans l'investissement en Algérie.

Les acteurs de l'investissement se plaignent du climat difficile des affaires en Algérie, comme le développe une étude de A. Bouyacoub⁴¹⁰.

Les études des institutions internationales, notamment celle de la Banque Mondiale, sous l'appellation Doing Business confirment ce consta

Tableau 4 : Climat des affaires au Maghreb et en Egypte (Classement sur 190 pays)

| Indicateurs | Algérie | Egypte | Maroc | Tunisie |
|--|---------|--------|-------|---------|
| 1/ Indice de facilité de faire des affaires | 157 | 114 | 53 | 78 |
| 2/Création d'entreprises | 152 | 90 | 43 | 19 |
| 3/Procédure d'octroi de permis de construire | 121 | 74 | 16 | 32 |
| 4/Procédure pour branchement de l'électricité | 102 | 77 | 34 | 63 |
| 5/Obtention de prêts | 181 | 67 | 119 | 104 |
| 6/ Protection des investissements minoritaires | 179 | 57 | 37 | 61 |
| 7/ Paiement de taxes | 158 | 156 | 24 | 108 |
| 8/Commerce frontalier | 172 | 171 | 58 | 90 |
| 9/ Exécution des contrats | 113 | 166 | 60 | 88 |
| 10/ Règlement de l'insolvabilité | 81 | 104 | 73 | 69 |
| 11/ Procédure d'enregistrement de propriété | 165 | / | 81 | 94 |

⁴¹⁰ Bouyacoub.A., *Quel développement économique depuis 50 ans*, Revue Confluences Méditerranée N° 81, 2012.

Reprenons l'ensemble de ces indicateurs pour développer l'analyse :

1- L'indicateur « Facilité de faire des affaires » (Doing Business) :

Cet indicateur étudie et analyse la facilité (ou la complexité) des procédures, associées à la réalisation des affaires dans le pays cible. Ceci peut constituer un obstacle à la croissance et à la productivité. Il détermine l'attractivité de l'environnement des affaires. Il vise également à fournir une base pour comparer les mesures officielles imposées par l'Etat pour faire des affaires avec succès. L'application des lois, protection des droits, mise en place d'un environnement législatif et juridique approprié, influence sur l'efficacité des réformes appliquées pour renforcer le rôle du secteur privé, attirer les investissements, créer de nouvelles possibilités d'emploi pour lutter contre le chômage...

L'Algérie a encore perdu 9 places entre 2012 et 2020. Des efforts considérables doivent être réalisés pour rattraper ses voisins.

2- L'indicateur « Création d'entreprise »,

L'Algérie est classée à la 152^{ème} place. Nous pouvons à l'aide de la même source statistique⁴¹¹, élaborer le tableau explicatif suivant :

Tableau 5 : Indicateur de création d'entreprises (comparatif avec les pays du Maghreb et l'Egypte)

| Pays | Création d'entreprises | Score pour la création d'entreprises | Nombre de procédures | Délai en jours |
|---------|------------------------|--------------------------------------|----------------------|----------------|
| Algérie | 152 | 78 | 12 | 18 |
| Egypte | 90 | 88 | 5 | 12 |
| Maroc | 43 | 93 | 4 | 9 |
| Tunisie | 19 | 95 | 3 | 9 |

Source : Réalisé par nos soins, à partir des rapports « Doing Business » (2020).

Il s'agit pour l'Algérie essentiellement de lourdeurs administratives. Ces contraintes se traduisent par des règles formelles et l'excès des démarches et procédures pour l'obtention des permis et autorisations de création d'entreprises (obtention des licences et des permis nécessaires...).

C'est le pays où il est le plus difficile de créer une entreprise avec 12 procédures et un délai de 18 jours, dépassant de loin les pays voisins.

Le classement relatif à la création d'entreprises n'est pas bon. Par ailleurs il n'a pas connu d'évolution marquante entre 2012 et 2020 (1 place d'écart, passant de 153 à 152), même en apportant quelques améliorations comme la suppression du capital minimum requis pour la constitution d'une société).

⁴¹¹Banque Mondiale, Doing Business, 2020.

3- L'indicateur « Obtention des permis de construire » :

Les résultats sont meilleurs. L'Algérie a gagné 25 places par rapport à 2018, grâce à des réformes soulignées par la Banque Mondiale, notamment la suppression de l'obligation légale de fournir une copie certifiée conforme d'un titre de propriété, lors d'une demande de permis de construire, et la réduction de son délai d'obtention.

4- L'indicateur « Raccordement à l'électricité » :

Ici aussi l'Algérie a gagné 62 places, passant de la 164^{ème} à la 102^{ème} position. Ces dernières années, elle a mené plusieurs réformes, notamment l'amélioration de la transparence dans le secteur de l'électricité. Ceci en publiant les tarifs de l'électricité dans les sites web de la Compagnie d'électricité (SONELGAZ) et du régulateur de l'énergie, en plus de la facilitation du processus d'obtention d'une connexion électrique par la rationalisation des démarches administratives internes, ce qui a fait gagner du temps.

5- L'indicateur « Obtention de prêts » :

A l'exception de l'Egypte, qui a amélioré sa position, les pays du Maghreb sont en mauvaise posture. L'Algérie a perdu 31 places entre 2012 et 2020, elle doit fournir des efforts considérables dans le domaine juridique et financier.

Il existe une longue tradition de relations de prêt entre les banques publiques et les entreprises publiques, qui ont pérennisé une culture de crédit en faveur du moindre risque.

L'indice de fiabilité des garanties mesure la protection juridique des emprunteurs et des prêteurs (par exemple, dans quelle mesure les lois sur le nantissement, les hypothèques facilitent les prêts).

L'indice sur l'étendue de l'information sur le crédit évalue les règles et pratiques qui affectent l'accessibilité de l'information sur le crédit.

Récemment, le CARE⁴¹², estime que « plus l'information économique et financière sera disponible, plus les entreprises et autres nationaux et étrangers seront incités à transiger entre eux au sein de notre économie »⁴¹³.

⁴¹² CARE : Cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise, Think Tank Algérie.

⁴¹³ Zhor Hadjam, Article, Comptes sociaux des entreprises : le CARE juge indispensable l'accès à l'information, Journal, El Watan, 27/05/23.

Tableau 6 : Obtention de prêts en comparaison avec les pays voisins

| Pays | Obtention de prêt (classement) | Indice de fiabilité des garanties (0 – 12) | Indice relatif à l'étendue de l'information sur le crédit (0 – 8) |
|---------|--------------------------------|--|---|
| Algérie | 181 | 2 | 0 |
| Egypte | 67 | 5 | 8 |
| Maroc | 119 | 2 | 7 |
| Tunisie | 104 | 3 | 7 |

Source : élaboré à partir des données du Doing Business.

6- L'indicateur « Protection des investisseurs minoritaires » :

L'Algérie a enregistré un recul entre 2012 et 2020 (de la 79^{ème} place à la 179^{ème}). Contrairement à l'Egypte qui a réalisé les réformes nécessaires. Notamment ; le renforcement des droits des actionnaires et de leur rôle dans la prise de décisions stratégiques, l'amélioration de la transparence des entreprises et enfin l'exigence de l'approbation des actionnaires, lorsque les sociétés cotées en bourse émettent de nouvelles actions.

7- L'indicateur « Paiement des impôts et taxes » :

L'Algérie a connu une légère amélioration (de la 164^{ème} place à la 158^{ème}). Cependant elle demeure en dernière position avec ses voisins qui ont enregistré là aussi diverses réformes (allègement du fardeau administratif, mise en place de la plateforme électronique de dépôt et de paiement de l'IS, l'IR, et la TVA), ce qui a facilité la tâche pour les entreprises.

8- L'indicateur « Commerce transfrontalier » :

Cet indicateur reflète l'intégration des pays dans le commerce international et dans les chaînes de valeur mondiales.

L'Algérie occupe la 172^{ème} place (net recul par rapport à 2012) et cela malgré la facilitation des importations grâce à l'introduction des inspections conjointes entre les Agences de contrôle.

Il reste très éloigné aussi à cause des coûts et des délais relatifs aux processus d'exportation et d'importation des marchandises

9- L'indicateur « Exécution des contrats » :

Il mesure la durée et le coût de résolution d'un litige commercial lorsqu'un tribunal local de première instance est compétent. En outre, il mesure la qualité du processus judiciaire en évaluant, par exemple, si chaque pays a

adopté une série de bonnes pratiques favorisant la qualité et l'efficacité du système judiciaire en matière commerciale.

Après une chute en 2016 (176^{ème} mondial), il a progressé, pour atteindre en 2020 la 113^{ème} place, ce qui est positif.

10- L'indicateur « Règlement de l'insolvabilité » :

Cet indicateur a été introduit pour la première fois en 2012.

A l'exception de l'Egypte, qui a progressé entre 2012 et 2020, de la 137^{ème} place à la 104^{ème}, les autres pays du Maghreb ont régressé, notamment l'Algérie (de la 59^{ème} place à la 81^{ème}), avec un délai moyen de traitement des procédures d'insolvabilité de 2,5 ans (1,5 an en Tunisie).

11- L'indicateur « Transfert de propriété » :

L'Algérie a connu une très légère amélioration au niveau de son classement, entre 2012 et 2020 (de la 167^{ème} place à la 165^{ème} place). Ainsi, le nombre de procédures à effectuer pour un transfert de propriété d'une entreprise à une autre est de 10 en Algérie (4 pour la Tunisie). Le délai est aussi long, il est de 55 jours en Algérie (20 au Maroc, 39 en Tunisie)⁴¹⁴.

En Algérie, le foncier constitue un facteur contraignant pour les investisseurs. En effet, la demande est supérieure à l'offre et la qualité des terrains mis à disposition ainsi que leur gestion reste à améliorer.

E Perspectives des IDE :

Les partenariats entre le privé et le public restent peu nombreux et souvent cantonnés au financement privé de projets d'infrastructures nationaux. Le poids de l'économie privée peine à augmenter face aux entreprises publiques, voire diminue : visant parfois à sauver des emplois menacés, des nationalisations ciblées ont permis à l'Etat de reprendre pied dans des entreprises stratégiques (télécoms, sidérurgie, agro-alimentaire) qui avaient été totalement privatisées entre 2014 et 2019.

Divers secteurs ouvrent des perspectives pour les IDE, ou en partenariat avec des investisseurs nationaux :

⁴¹⁴ Doing Business 2019

Les hydrocarbures : représentent près d'un tiers du PIB, plus du tiers des recettes fiscales et 91% des exportations algériennes.

Six nouveaux gisements ont été découverts en 2023 et la demande internationale demeure (en dépit des COP successives, la dernière en date de Décembre 2023, la COP 28 à Dubaï visant à réduire les énergies fossiles).

Cependant, en 2022, les activités de ce secteur (production, raffinage, liquéfaction) ont connu des phases de contraction et les exportations ont baissé de presque 10% par rapport à 20215 GAZ/ 6,6% pour le GNL⁴¹⁵, - 3,6% via gazoduc⁴¹⁶ ; l'augmentation des cours a évité la baisse des revenus. Cette situation crée du côté algérien un besoin d'investissements (appels d'offres à venir), des capacités financières à terme, et pour les entreprises étrangères, des opportunités d'investissement.

Les revenus dégagés par la manne gazière sont aussi en partie investis dans des projets d'infrastructures publiques (transports, ports, etc...). Parfois prévus de longue date et susceptibles d'intéresser des entreprises étrangères, malgré les mesures de préférences nationales.

Le secteur agricole, qui représente 14,7% du PIB en 2022, est en nette croissance, avec un doublement de la production par habitant en 2 ans et en 2022 une hausse annuelle en valeur de 38%. Dans ce domaine, les autorités continuent à soutenir la croissance, moins dans un but d'exportation que d'autosuffisance. Les besoins concernent notamment les produits de base : céréales, lait... Pour les investisseurs, certaines opportunités se trouvent du côté de la production agricole et dans sa transformation.

Par ailleurs la gestion du territoire et les défis environnementaux (gestion des déchets la réduction des pertes à la production et de la pollution) ouvrent des perspectives sérieuses d'investissement, à travers le savoir-faire des entreprises étrangères et de leurs équipements, qui peuvent trouver des clients algériens, publics et le cas échéant privés, dans la mesure où des capacités internes à l'Algérie ne sont pas toujours disponibles.

La transition énergétique figure dans l'agenda des priorités à venir. L'Algérie dispose d'un important potentiel et d'une excellente situation géographique pour produire et exporter de l'énergie produite directement ou indirectement (hydrogène par exemple) à partir du soleil. L'existence sur place de ressources à bon marché (gaz ; électricité subventionnée) et le cadre réglementaire ne favorisent pas pour l'heure d'investissements massifs dans des projets nationaux ou internationaux importants. Il convient pour les acteurs internationaux d'être attentifs à l'évolution d'un contexte en partie imprévisible, mais avec des opportunités.

⁴¹⁵ GNL : Gaz Naturel Liquéfié.

⁴¹⁶ Rapport économique 2023, Algérie, Ambassade de Suisse en Algérie.

La transition numérique présente un potentiel d'importance surtout nationale, à la différence de l'énergie, mais le domaine est marqué de la part des autorités d'un volontarisme fort et d'un plan d'action ambitieux. Des entreprises étrangères pourraient se mettre sur les rangs.

Le secteur bancaire et financier algérien pourrait bénéficier de la numérisation, en plus d'autres mesures d'assainissement ou de régularisation de l'informel. Ce secteur bancaire reste dominé par 6 banques publiques, tandis que le secteur privé, national ou étranger, ne contrôle que moins de 15% des crédits et des dépôts.

A l'occasion de la célébration de la journée mondiale de l'épargne (31 Octobre 2023), l'Association Professionnelle des Banques et Etablissements Financiers en Algérie (ABEF) a organisé le lancement du projet de la « Laville modèle pour le paiement électronique ». Il est attendu de ce projet de doter l'ensemble des commerçants en dispositifs d'acceptation et les citoyens en cartes de paiement, visant à effectuer la majorité des transactions commerciales de manière électronique.

L'objectif étant d'accroître la transparence des transactions.

Par ailleurs, courant 2023, a été marquée par l'ouverture du capital de deux importantes banques publiques : le CPA (Crédit Populaire d'Algérie) et la BDL (Banque de développement local). La seule certitude est que la bourse d'Alger sera partie prenante. Dans quelle mesure les IDE peuvent jouer un rôle actif ? sachant qu'il existe déjà des banques étrangères en Algérie (Société Générale, Natixis, BNP, HSBC...).

Les informations communiquées indiquent une ouverture du capital au premier trimestre de l'année 2024⁴¹⁷. A ce stade, plusieurs questions se posent : S'agit-il d'une cession de capital par le propriétaire qu'est le Trésor Public ? ou bien s'agit-il d'une augmentation de capital afin d'accroître le capital social et donc les fonds propres afin de permettre aux banques d'accroître leurs capacités d'intervention sur le marché ?

S'agit-il d'une ouverture du capital à destination du public avec la cotation des actions à la bourse d'Alger ? Ou bien s'agit-il d'une ouverture de capital à destination de partenaires techniques stratégiques pour notamment accroître la gouvernance, acquérir de nouveaux pans de savoir-faire, en d'autres termes d'arrimer les banques à la modernité internationale de 2024.

L'un des domaines les plus prometteurs pour l'Algérie et ses partenaires étrangers est celui des start-ups et des petites entreprises innovantes.

Des mesures fiscales ont été prises en 2023, en plus de fonds de soutien (Algerian Startup Fund de 411 millions \$ lancé en Août 2022) et de programmes de formation et d'échanges (« incubateurs ») pour des jeunes

⁴¹⁷ Interview de Farid Bourenani, Expert financier, au journal l'Expression du 27/11/2023.

entrepreneurs algériens avec parfois aussi une ouverture régionale, africaine ou arabe.

En décembre 2022 et 2023 ont été organisées à Alger des conférences africaines des start-ups, avec la participation et le soutien d'agences internationales (PNUD, OIT)⁴¹⁸, d'autres gouvernements africains et d'entreprises privées. Pour l'ensemble des acteurs économiques, de tels développements créent d'ores et déjà des opportunités de niche et ouvrent des perspectives à moyen terme ;

Enfin, l'Algérie possède un considérable potentiel pour le tourisme, jusqu'ici inexploité à la différence des pays voisins. L'Algérie cherche à se transformer en destination de voyage internationale, avec des investissements et changements structurels que cela supposerait.

Selon une récente mission d'une délégation du FMI⁴¹⁹, la croissance économique devrait atteindre 4,2% en 2023, grâce à une croissance robuste dans les secteurs des hydrocarbures, de l'industrie, de la construction et des services.

Elle devrait se poursuivre en 2024. Les perspectives économiques pourraient s'améliorer grâce à la poursuite des réformes visant à diversifier l'économie (et réduire sa dépendance aux hydrocarbures).

La même mission du FMI a salué les Progrès continus enregistrés en matière de réforme des finances publiques, tels que l'introduction du budget programme et la mise en place de contrats de performance pour les gestionnaires, qui devraient améliorer la transparence et la redevabilité en matière d'exécution budgétaire.

Elle a noté la mise en place de plusieurs initiatives pour améliorer le climat des affaires, diversifier l'économie et promouvoir les investissements privés. La nouvelle loi relative à l'investissement⁴²⁰ vise à soutenir l'initiative privée et sera mise en œuvre par une nouvelle agence de promotion de l'investissement⁴²¹ (y compris à travers un guichet unique et des plateformes électroniques dédiées aux investisseurs). Par ailleurs, les banques algériennes ont commencé récemment à établir des filiales à l'étranger pour accompagner les entreprises exportatrices.

L'ensemble de ces opportunités pour les IDE ne se concrétiseraient que si certains facteurs de blocage seraient levés.

L'idéal serait de faire coïncider les objectifs économiques nationaux avec les intérêts des divers investisseurs étrangers

⁴¹⁸ 2e édition de la Conférence africaine des start-ups, qui se tient du 5 au 7 décembre 2023 au Centre international de conférences Abdelatif-Rahal à Alger.

⁴¹⁹ Mission du 03 au 04 Décembre 2023, à Alger d'une délégation du FMI au titre de l'article IV avec l'Algérie, dirigée par M. Chris Geiregat.

⁴²⁰ Loi n°22-18 du 08 Septembre 2022.

⁴²¹ AAPI (Agence Algérienne de Promotion de l'Investissement) créée en Septembre 2022.

Sous-section 3 FACTEURS DE BLOCAGE DES IDE

Pourquoi les capitaux étrangers, en particulier, ne viennent-ils pas en Algérie ?

Le sujet tracasse nombre d'analystes de la transition économique en Algérie.

Abdellatif Benachenhou⁴²², qui évoquait déjà dans les années 2000, la stagnation sinon le recul des flux d'IDE ces dernières années, pour des raisons qui restent à élucider étant donné l'attractivité de l'économie ».

« Mais la balle est dans notre camp » tiennent à souligner ces mêmes analystes.

Est-ce véritablement le cas ? Les motivations des investisseurs étrangers sont-elles réellement fonction de la qualité de l'attirail ?

Dans le même ordre d'idées, certains auteurs⁴²³, considèrent (pour les années 2000), que les IDE n'ont pas produit de résultats suffisants ; des secteurs restant ignorés, des régions délaissées, une intégration locale faible et des réinvestissements des profits peu significatifs

La décennie 2000/2010 aura été décevante pour ceux qui avaient investi bien des espoirs dans le recours aux IDE, notamment celui de la « diversification de l'économie » ; Leur montant cumulé hors hydrocarbures, n'a pas atteint 2 milliards \$ en 10 ans.

Il serait pertinent, aujourd'hui, suite à notre descriptif des enquêtes du « Doing Business » de la Banque mondiale, de fournir quelques éléments explicatifs des dysfonctionnements au sein de l'économie algérienne.

Suite à notre descriptif des enquêtes du « Doing Business » de la Banque Mondiale, nous pouvons fournir quelques éléments explicatifs des dysfonctionnements au sein de l'économie algérienne.

A Importance de l'économie informelle

Le secteur informel peut être décrit comme étant l'ensemble des activités créatrices de biens et services qui échappent aux regards et contrôles de l'Etat.

L'économie informelle ne doit pas être confondue avec l'économie souterraine appelée aussi « économie cachée ou toxique »⁴²⁴.

⁴²² Ancien ministre de l'économie et des finances algérien (de 1999 à 2010).

⁴²³ Rebah A., *Le développement national contrarié*, Edition INAS, 2011.

⁴²⁴ Bensaadi D., Membre du Club d'Alger du Centre Algérien de Diplomatie Economique.2022

Par nature, l'économie informelle est difficile à mesurer car les opérateurs impliqués dans ces activités s'appliquent à ne pas être identifiés. Cependant, pour les décideurs, la maîtrise de la production non officielle de biens et services est essentielle pour articuler des politiques macroéconomiques et structurelles appropriées.

La dimension de l'informel est mondiale, elle n'est pas propre à l'Algérie. Elle varie suivant les pays.

Dans le cas de l'Algérie, l'économie est fragmentée en trois segments (l'officiel, l'informel, l'illégal). Ces deux derniers sont le produit de nombreux dysfonctionnements structurels. En conséquence, seules des politiques publiques cohérentes à moyen et long terme seraient en mesure de réduire d'abord les voies d'accès à l'informalité puis de favoriser l'intégration du segment informel dans l'économie officielle.

L'économie officielle est évaluée à 144 milliards\$ fin 2020. Elle demeure fortement dominée par le cash. Le poids de la monnaie en circulation par rapport à la masse monétaire est de 46%.

L'étude du FMI⁴²⁵ fournit les données suivantes :

- Le secteur informel représente 36 milliards \$, en moyenne. Son poids a été estimé à 31% du PIB au cours de la période 1990-2015. En données annuelles. Ce poids passe de 34,9% du PIB en 1991 à 23,98 du PIB en 2015. Pour 2020, il est estimé à environ 25% du PIB. Les secteurs d'activité informelle incluent l'agriculture, le secteur manufacturier, la construction, les transports et les services.
- L'économie illégale, liée à la contrebande, est estimée à 11 milliards \$. Elle est facilitée par de vastes frontières (6511 km), dont 3 762 km en zone désertique. L'Algérie représente souvent un pays de transit pour ces activités illégales : émigration clandestine, produits pharmaceutiques contrefaits, trafics de cigarettes, pièces de rechange automobiles, électronique, drogues ...).

Selon cette étude du FMI, l'économie informelle et illégale en Algérie s'explique par une multiplicité de facteurs, dont la faiblesse des institutions de l'Etat, les dysfonctionnements macroéconomiques et structurels qui ouvrent des points d'entrée : chômage, obsolescence du système bancaire, rigidités bureaucratiques qui étouffent l'initiative économique, cadre des affaires paralysant etc....

Le coût de l'informalité et de l'illégalité économique se mesure par un sous-enregistrement de la croissance (36 milliards \$), un manque à gagner en termes de

⁴²⁵ FMI, Rapport 2021.

recettes fiscales (2,5 milliards \$) et l'exclusion sociale pour 10% de la population du pays⁴²⁶.

La transition vers l'économie officielle peut reposer sur les quatre axes suivants :

A1 Mesures macro-économiques :

par un assainissement de l'écosystème et réduire les dysfonctionnements qui favorisent l'informel et l'illégal. Ces réformes peuvent se formuler selon le triptyque suivant :

- Dynamiser l'économie et réformer les finances publiques pour qu'elles soient plus justes et plus efficaces.
- Améliorer le canal de transmission de la politique monétaire et réduire au maximum le recours au cash comme intermédiaire transactionnel.
- Réformer, de fond en comble, le fonctionnement du marché des changes pour atténuer l'écart entre le taux officiel et le taux parallèle et unifier à terme ces deux marchés.

En 2023, le Conseil Monétaire et bancaire de la Banque d'Algérie a adopté un projet de règlement, relatif aux conditions d'autorisation, de constitution, d'agrément et d'exercice des bureaux de change⁴²⁷. L'adoption d'une approche plus libérale dans la gestion de la devise se traduit par une plus grande transparence, une plus grande concurrence et des services plus compétitifs. La nouvelle réglementation devrait contribuer à réduire le marché informel du change à moyen terme.

Déjà en 2022, des mesures bancaires visant à intégrer dans le circuit légal l'importante micro-économie non déclarée ; des projets de rattrapage d'un retard et d'exploitation dans la numérisation, y compris la création prévue d'une monnaie digitale, visant à diminuer l'importance de l'économie non-déclarée et de la corruption, en plus de rendre l'administration et l'économie plus efficaces et compétitives au plan international.

L'Algérie a gagné 8 rangs dans le classement de l'ONU sur les « e-gouvernements » ; elles sont en 2022, 122^{ème} sur 193, ce qui reste modeste⁴²⁸.

Une disposition fiscale salutaire a été mise en place à travers la loi de finances 2024⁴²⁹, à savoir, la suppression de la TAP (Taxe sur l'activité professionnelle), elle relève de l'inclusion fiscale. Cette suppression sera un saut qualitatif qui marquera le système fiscal algérien, car la TAP est une charge fiscale qui pèse sur les activités économiques et accentue la pression fiscale. La tendance mondiale aujourd'hui est d'éviter des impositions sur le

⁴²⁶ Source FMI, 2021.

⁴²⁷ Projet de Règlement au Conseil Monétaire et Bancaire, le 21/09/23.

⁴²⁸ Rapport économique 2023, Algérie, Ambassade de Suisse en Algérie.

⁴²⁹ Interview de Mohamed Himarane, Expert en Fiscalité, Journal El Watan du 08/11/2023.

chiffre d'affaires. Les seules impôts admis et préconisés à frapper le chiffre d'affaires sont les taxes neutres, telles que la TVA.

Il est crucial de mettre en place des mécanismes de marché adaptés, des règles de marché claires, des mécanismes de règlement plus efficaces, adaptés aux besoins des banques, ainsi qu'une surveillance régulière des pratiques des agents économiques.

En mettant en œuvre ces réformes, de manière progressive et coordonnée, l'Algérie veut créer un marché des changes interbancaire dynamique, favorisant une meilleure gestion des risques de change, les investissements étrangers, la stabilité financière et le commerce international.

La réussite de cette transition dépendra non seulement de la mise en place des conditions évoquées, mais également de la communication efficace de ces changements aux citoyens, la garantie de l'accessibilité aux services de change légaux et la mise en œuvre efficace des réformes par les autorités.

A2 Mesures structurelles et sectorielles :

Pour consolider le processus d'intégration du secteur informel, quelques mesures prioritaires sont urgentes :

- Renforcer la gouvernance du système bancaire,
- Réformer la politique de l'habitat,
- Contrôler le secteur automobile, notamment en matière de moyens de paiement,
- Améliorer l'accès et la qualité de l'éducation
- Concevoir un système fiscal qui supprimerait les avantages pour les particuliers et les entreprises à rester dans le secteur informel,
- Améliorer l'inclusion financière, en favorisant un accès élargi aux services financiers formels,
- Accroître les incitations et réduire le coût de la formalisation : simplification de la réglementation du travail, concurrence élargie en matière d'entrée de petites entreprises dans certains secteurs, réduction des exigences bureaucratiques, plateformes numériques pour aider les petites et moyennes entreprises à se développer dans le secteur formel, etc...

A3 Lutte contre la contrebande :

Elle passe par une meilleure coopération avec les pays voisins. L'unification du Maghreb est restée lettre morte, du fait de considérations géopolitiques. Il faut chiffrer le coût du non-Maghreb et ses conséquences qui est estimé, selon les experts, entre 2 et 3 points de PIB pour chacun des pays concernés (Algérie, Tunisie, Maroc).

Cette situation empêche de réaliser des politiques concertées, comme c'est le cas de l'Union Européenne, tant au niveau économique, que social ou politique.

Par ailleurs la politique relative aux subventions publiques favorise cette contrebande dans la mesure où un commerce florissant s'effectue aux frontières, au détriment des finances publiques.

A4 Politique des subventions :

Une réforme concernant les subventions a été maintes fois reportée, compte tenu des nombreuses difficultés à vaincre, pour la voir aboutir.

Une disposition⁴³⁰ prévoit une révision des subventions. Insistant sur le caractère « complexe et sensible » concernant cette question.

La suppression des subventions généralisées est justifiée par le fait qu'« elles profitent essentiellement aux couches des populations aisées ». Le coût annuel du système de subventions avoisine les 40 milliards \$ (soit 25% du PIB), ce qui est considérable.

L'Algérie a eu recours à l'aide technique de la Banque mondiale pour définir les meilleurs mécanismes à adopter dans cette réforme. Cette réforme engagée est étroitement liée au processus de numérisation. Autrement dit, les données et leur centralisation pour un meilleur ciblage des catégories de bénéficiaires, avec l'appui de l'Etat.

L'objectif à terme est de passer d'un système de subventions généralisé à un système plus ciblé.

Une politique qui semblait difficile, dès le début, en l'absence de données claires et d'un fichier national recensant les catégories démunies et le seuil de pauvreté.

⁴³⁰ Loi de finance rectificative du 24 Octobre 2023.

B Difficultés d'accès au foncier industriel

Les difficultés liées au foncier industriel sont l'une des causes principales du recul de nombreux projets et des intentions d'investissement (surtout des pays étrangers). Cet état de fait a différentes causes⁴³¹ :

- Le manque de transparence dans le traitement des dossiers présente un obstacle sérieux pour la promotion des investissements.
- Les procédures d'accès au foncier sont lourdes et très longues (le temps moyen d'acquisition se situe entre un et cinq ans suivant les cas).
- Un mode de gestion de type administratif.
- Un retard mis par les administrations et les organismes en charge de l'aménagement des zones industrielles en termes de viabilisation et de rétrocession des actes notariés.
- Une absence d'une gestion rationnelle se traduisant par un taux d'occupation faible et un changement de destination des espaces.

La situation est plus critique pour les petites entreprises avec des immobilisations financières importantes pour l'acquisition des terrains industriels. Elles sont souvent faites au détriment de l'acquisition des équipements, nécessaires à l'exercice de leurs activités d'exploitation et d'investissement. En d'autres termes, l'accès au foncier industriel est difficile, en termes de disponibilités, de démarches administratives, de prix et de modalités de paiement, de régulation des flux physiques et financiers.

- A l'inaccessibilité des terrains, il faudrait rajouter l'ambiguïté du statut juridique des assiettes foncières dans la mesure où la plupart des investisseurs installés ne possèdent pas d'actes légaux et authentiques de propriété.

Malgré les efforts des autorités publiques, avec la création du guichet unique (CALPI)⁴³², la problématique de la multiplication des intervenants n'a pas été réglée. Son rôle s'est avéré essentiellement administratif, entre les diverses institutions (CALPI- ANDI⁴³³- Administration des domaines- Assemblées Populaires Communales⁴³⁴-Agences Foncières et autres organismes...).

⁴³¹ Plan de relance économique, 2020-2024, Volume 1 et 2, Premier-ministre.gov.dz

⁴³² CALPI = Comité d'Assistance à la Localisation et à la Promotion des Investissements.

⁴³³ ANDI = Agence Nationale de Développement de l'Investissement.

⁴³⁴ APC= Assemblée Populaire Communale.

C Contraintes d'information

Le manque d'informations fiables constitue une sérieuse lacune dans la prise de décisions des investisseurs.

La réalité de l'économie algérienne est caractérisée par un manque de disponibilité d'une information et actualisée, à caractère économique, financier et commercial. Une absence de banques de données statistiques et d'un système d'information national, un manque de données et d'études de marché, des difficultés d'accès aux sources d'informations spécialisées tant sur la concurrence que sur les pratiques des divers opérateurs économiques.

D Difficultés d'obtention de crédits à l'investissement

Le marché financier est un élément central dans les relations d'affaires car il met en relation les demandeurs et les offreurs de financement. Cependant, ce secteur souffre encore de nombreuses insuffisances, ce qui empêche les investisseurs étrangers et même locaux, d'exploiter au mieux les opportunités du marché.

Pour permettre un bon fonctionnement du marché financier, les pouvoirs publics doivent :

-Garantir les droits des emprunteurs et des créanciers afin que les investisseurs potentiels puissent faire face à la frilosité des institutions financières pour accorder des crédits. Il faudrait que les droits de chaque partie soient clairement définis et solidement protégés par des textes de lois.

-Faciliter la circulation de l'information : l'asymétrie du marché de l'information entraîne des coûts supplémentaires pour tout prêteur qui souhaiterait se renseigner lui-même sur ses clients. La création d'Agences d'évaluation du crédit serait un atout pour le pays candidat à l'accueil des investissements étrangers. Ces dernières devraient établir des rapports sur la santé financière des différents opérateurs présents sur le marché et leur capacité de remboursement. Cela pourrait contribuer à réduire les défauts de paiement.

CONCLUSION :

Nous constatons que l'effet des investissements directs étrangers (IDE) sur l'économie algérienne est presque insignifiant et peu perceptible. Ceci peut être dû à l'existence de nombreux obstacles qui sont liés, le plus souvent : au cadre général de dysfonctionnement de l'économie, au climat des affaires en matière d'accès au foncier, au financement, à l'informel, la bureaucratie..., au cadre institutionnel et la gouvernance publique centrale et locale ainsi qu'aux objectifs et stratégies de croissance internationale de l'investisseur étranger, sachant que celui-ci est à la recherche des meilleures opportunités et a souvent le choix entre plusieurs pays en concurrence.

Le poids croissant des hydrocarbures dans l'économie (98% des exportations, et 30% du PIB), constitue un facteur qui peut être « répulsif » pour les IDE productifs à forte valeur ajoutée et créateurs de richesses.

Les politiques élaborées, pour attirer les IDE en Algérie, se sont révélées souvent inefficaces vu la modestie des flux d'IDE reçus.

Nous constatons aussi la faible contribution des IDE reçus, aux marchés des facteurs et aux marchés des produits, en termes de transfert de technologie et de savoir-faire, de productivité, d'augmentation des exportations et, de ce fait, un effet marginal sur la croissance.

Pour l'attractivité des IDE, comme nous l'avons souligné, certains préalables doivent être requis, ce n'est pas encore le cas.

L'ensemble des analyses, sur la faiblesse des IDE en Algérie, s'accordent à le dire. L'administration bureaucratique pèse lourdement sur le fonctionnement des entreprises et sur l'investissement, qu'il soit national ou international.

Tous les programmes, les discours prometteurs, les propositions d'experts et d'organismes internationaux, recommandent une réforme profonde de l'appareil administratif, notamment de sa composante en rapport avec l'économie. L'amélioration du climat des affaires et l'encouragement de l'entreprise sont pourtant érigés au niveau constitutionnel. L'Etat s'y est adossé pour veiller à l'amélioration du cadre juridique et réglementaire de l'activité économique. Il doit travailler à la levée des entraves et pesanteurs bureaucratiques qui paralysent la dynamique de l'investissement national et des investissements étrangers.

La dimension de la culture économique en général et de la culture d'entreprise en particulier est un élément essentiel. Rappelons la citation, toujours d'actualité de John Maynard Keynes « Il est plus difficile de se débarrasser des idées anciennes que d'adopter des idées nouvelles ».

L'administration, imprégnée d'une culture et sans doute de réflexes désuets, peine à intégrer cette gouvernance. Elle reste marquée par des velléités de changement suivies de reculs.

Aux timides avancées réalisées par le comité algérien « doing business », succède une nouvelle rigueur de l'administration en charge de la promotion de l'investissement. Plus que la stricte application des lois et règlements, dont elle a la charge, une

adaptation aux nouvelles caractéristiques de la mondialisation (concurrence exacerbée, vitesse de circulation de l'information, nouvelles technologies...) doit être de mise.

Les relations avec l'administration peuvent passer du stade de l'accompagnement et de l'assistance, à une relation d'autorité où l'investisseur aura un pouvoir négociation limité. Jouissant des prérogatives exorbitantes du droit commun accordées pour accomplir sa mission, l'administration est mise dans une relation déséquilibrée, avec les agents économiques, quelle que soit la bonne volonté de certains ...

La sécurité juridique de l'investissement peut être profondément affectée si, dans son action, l'administration n'est pas astreinte au respect strictement contrôlé d'un ensemble d'exigences notamment celles liées au droit à l'information, au droit à un délai raisonnable, dans la prise de décision administrative, au traitement des demandes dans les meilleurs délais, au respect des droits de la défense, au droit de s'exprimer et à un traitement normal des dossiers afin que les investisseurs retrouvent la confiance dont ils ont besoin. Ils pourront ainsi prendre les bonnes décisions dans leur intérêt et dans celui du pays.

Section 6. Place et rôle des PME dans l'économie algérienne

Aujourd'hui, dans la plupart des pays, les PME constituent la forme dominante de l'entreprise et représentent entre 90 % et 95 % des acteurs présents sur le marché, ainsi que l'essentiel de la production manufacturière et une part encore plus grande du secteur des services. Les PME constituent la pierre angulaire du développement et la locomotive de l'économie au niveau mondial.

Les PME représentent 63 % de l'emploi, 42 % de la valeur ajoutée, 14 % des exportations et 34 % des investissements dans les pays de l'OCDE⁴³⁵.

Premières créatrices d'emploi, elles contribuent à la croissance de façon inversement proportionnelle à leur taille. En effet, si l'emploi est resté stable dans les grandes entreprises ces dernières années, les effectifs des PME ont crû de plus de 35 %. Cependant, la dynamique de création d'emploi se concentre sur les 5 % des PME à plus forte croissance.

Dans les pays en développement, les PME concentrent également la plupart des emplois et des activités. Génératrices de revenus, elles peuvent être considérées comme un facteur de réduction de la pauvreté par la création de richesses.

Par exemple au Canada⁴³⁶, le secteur des PME constitue l'instrument de la croissance de l'économie canadienne. Il contribue pour plus de la moitié au PIB, emploie six canadiens sur dix et accapare 80 % des nouveaux emplois, créés ces vingt dernières années.

En France⁴³⁷ les PME représentent plus de la moitié de la valeur ajoutée produite et 65 % des personnes employées dans toutes les entreprises. Elles expliquent, en outre, l'essentiel de la croissance de l'emploi depuis 15 ans puisqu'elles ont créé près de 1,8 million d'emplois. Il s'est créé en 2022 plus d'un million d'entreprises.

En Chine⁴³⁸, plus de 3,6 millions de PME chinoises contribuent à environ 56 % de PNB, 75% de valeur ajoutée industrielle, 62,3 % des exportations, 75 % de l'emploi hors agriculture, 65 % des brevets, 75 % des innovations techniques et 80 % des nouveaux produits.

Par ailleurs, sur le volet des exportations, si la part des PME dans les exportations mondiales de produits manufacturés représente en moyenne entre 25 % et 35 %, il n'en demeure pas moins que les PME sont une source de recettes en devises pour certains pays.

Sous-section 1 SITUATION DES PME EN ALGÉRIE

⁴³⁵ *Le poids économique des PME en France*, Institut Sage, 2012. www.institut-sage.com.

⁴³⁶ Canadian Federation of Independent Business (CFIB) : Report on trade, OCDE, Juin 2004, p.13

⁴³⁷ Betbèze J.P & Saint-Étienne C., *Une stratégie PME pour la France*, La Documentation française. Paris, 2006.

⁴³⁸ Pairault T., § Wang W., *A propos du financement des PME chinoises*, Techniques financières et développement, 2005, no 79

Concernant l'Algérie, l'entreprise et en particulier, les PME, sont le moteur de la croissance et des emplois. La relance de la production industrielle, le soutien aux PME, la création d'emplois et de services sont au centre des préoccupations des autorités. Durant l'année 2021, le nombre de PME s'élève est passé de 1 286 365 en 2021 à 1 359 803 en 2022, soit un accroissement d'environ 6%⁴³⁹.

Les entreprises privées constituent la composante majeure de la population des PME. Elles sont opérationnelles sur le terrain et emploient officiellement effectif total de 3 134 968 en personnes en 2021. La dynamique et le mouvement, propre à cette catégorie d'entreprises, qui représentent 98% du tissu économique en Algérie se sont traduits par une création annuelle de 55 296 PME privées.

Par ailleurs, on observe la part minime des PME publiques. Elles même connu une diminution de leur nombre en 2022 passant à 223 PME, soit une réduction de 4 PME par rapport à l'année précédente. En matière de densité, l'Algérie, avec un taux de 28 PME pour 1000 habitants à la fin de l'année 2021, reste très loin des standards internationaux, où les taux sont généralement beaucoup plus élevés (45 PME pour 1000 habitants), selon l'OCDE.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des PME en Algérie pendant la période (2004-2022). Nous constatons que l'Algérie a franchi la barre symbolique d'un million de PME en 2016. Cette évolution est constatée aussi dans le secteur privé qui représente la majorité des PME en Algérie.

Tableau 7 : Evolution des PME/ PMI en Algérie (2004-2022)

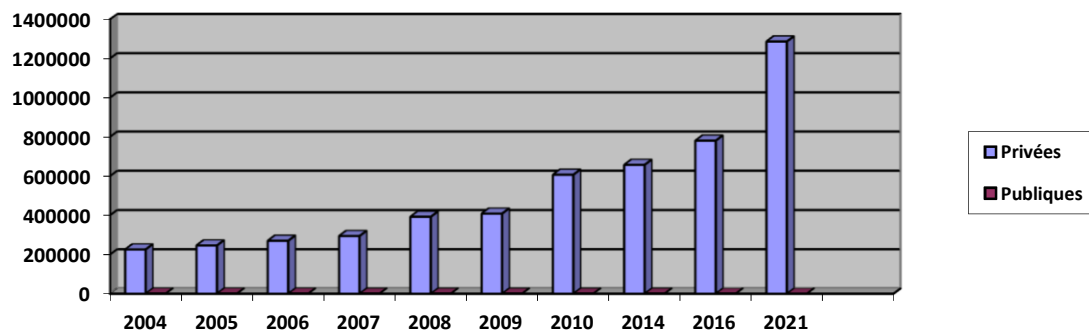
| | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2014 | 2016 | 2021 | 2022 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| Privé | 225449 | 245842 | 269806 | 293946 | 392013 | 408155 | 606737 | 656949 | 780339 | 1286140 | 1359803 |
| Public | 778 | 874 | 739 | 666 | 626 | 598 | 560 | 542 | 438 | 225 | |

Source : Ministère de l'Industrie, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information, Bulletin d'information statistiques de la PME, n°40, Mars 2022

⁴³⁹ CGCI-PME (Caisse de Garantie des Crédits d'Investissements- PME), Juin 2023.

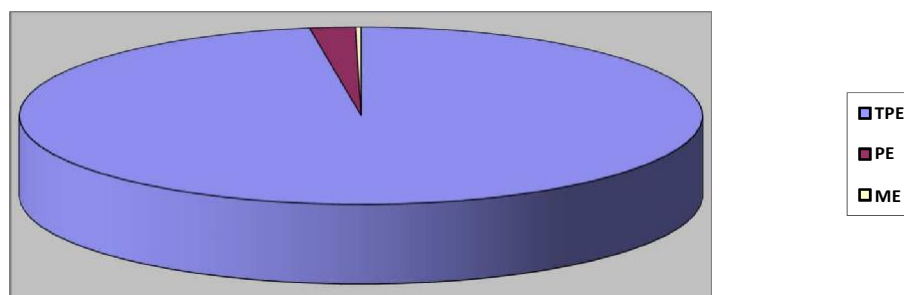
Ces statistiques montrent que les PME privées ont évolué plus rapidement que les PME publiques. Cette évolution est aussi représentée par le tableau suivant

:



Durant l'Année 2021, le nombre des PME est composé de 97,58% de Très Petites Entreprises (TPE) effectif de moins de 10 salariés), soit 53 952 TPE qui demeurent fortement dominante dans le tissu économique, suivie par les petites entreprises (PE) avec 2,15% et les moyennes entreprises (ME) avec 0,27% de l'ensemble.

Figure 4 : Type de PME par taille



Source : Ministère de l'Industrie, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information, Bulletin d'information statistique de la PME, n°40, Mars 2022

La majorité des PME se concentrent dans le Nord du pays qui regroupe 70 % des PME, suivie par la région des Hauts-Plateaux avec 22 %, puis les régions du Sud et du Grand Sud qui accueillent 8% des PME.

Par secteur d'activité, les secteurs où la création d'entreprise a été la plus forte (durant la période 2020 et 2021), restent ceux des services avec 49,50%. Les PME à caractère industriel représente que 8,50% à la fin de l'année 2021, soit une

progression de 3,65 % par rapport à l'année passée. Le tissu des PME est composé de plus de 97% des TPE (Très Petite Entreprise, de moins de 10 salariés).

Remarques : Très souvent, la collaboration entre entrepreneurs et avec les autorités publiques n'est pas assez développée. Les techniques de croissance (cession, fusion, regroupement..) sont non maîtrisées et non utilisées. Les PME algériennes possèdent des ressources sous-utilisées faute d'un environnement propice aux affaires.

Tableau 8 : Evolution des PME par secteurs d'activité (2021-2022)

| | Secteurs d'Activité | 2021 | Parts (%) | 2022 | Parts (%) | Evolution (%) |
|-----|--|-------------|------------------|-------------|------------------|----------------------|
| I | Agriculture | 8010 | 0,62 | 8404 | 0,62 | 4,92 |
| II | Hydrocarbures, Energie, Mines et services liés | 3243 | 0,25 | 3371 | 0,25 | 3,95 |
| III | BTPH | 199331 | 15,50 | 204452 | 15,04 | 2,57 |
| IV | Industries manufacturières | 109991 | 8,55 | 115992 | 8,53 | 5,46 |
| V | Services | 662185 | 51,48 | 703499 | 51,74 | 6,24 |
| VI | Activités artisanales | 303605 | 23,60 | 324085 | 23,83 | 6,75 |
| | Total Général | 1286365 | 100,00 | 1359803 | 100,00 | 5,71 |

L'évolution globale des PME, à la fin de l'année 2022, est de 3 307 821 agents, dont seulement 19 608 relèvent des PME publiques. A noter que l'effectif global des PME a progressé de 5,46% entre 2021 et 2022.

Tableau 9 : Evolution de l'effectif global des PME (2021/2022)

| Types de PME | Année 2021 Nombre | Parts(%) | Année 2022 Nombre | Parts(%) | Evolution (%) |
|---------------|----------------------|----------|----------------------|----------|---------------|
| Salariés | 1828720 | 58,33 | 1928633 | 58,31 | 5,46 |
| Employeurs | 1286140 | 41,03 | 1359580 | 41,10 | 5,71 |
| Sous-Total | 3114860 | 99,36 | 3288213 | 99,41 | 5,57 |
| PME Publiques | 20108 | 0,64 | 19608 | 0,59 | 5,51 |
| Total | 3134968 | 100,00 | 3307821 | 100,00 | 5,46 |

En parallèle de cette évolution dans les PME/PMI, on constate l'augmentation du taux de mortalité de ces entreprises. Durant l'année 2021, 14.508 PME privées étaient radiées, dont 7.709 étaient des personnes morales (sociétés) et 6.799 PME personnes physiques.

Tableau 10 : Mortalité des PME en 2021

| Type de PME privées | Personnes morales | Personnes physiques | Total |
|-----------------------|-------------------|---------------------|-------|
| Cessations d'activité | 7709 | 6779 | 14508 |
| Part en % | 53.14 | 46.86 | 100 |

Source : Ministère de l'Industrie, Direction Générale de la Veille Stratégique, des Etudes et des Systèmes d'Information, Bulletin d'information statistiques de la PME, n°40, Mars 2022

Tableau 11 : Mortalité des PME en 2022

| Type de PME privées | Personnes morales | Personnes physiques | Total |
|-----------------------|-------------------|---------------------|-------|
| Cessations d'activité | 4799 | 14380 | 19179 |
| Part en % | 25,02 | 74,98 | 100 |

Les PME de type personnes morales qui ont été radiées durant l'année 2022, sont au nombre de 4799 PME. Ce nombre a baissé par rapport aux 7709 PME enregistrées à la fin de l'année 2021.

Le secteur des « services » qui a enregistré 3 242 PME radiées, est le plus touché par la mortalité des PME durant l'année 2022.

Sous-section 2 MESURES PRISES POUR LE DÉVELOPPEMENT DE LA PME EN ALGÉRIE

Le programme public de développement et de promotion des PME s'appuie sur sept axes stratégiques⁴⁴⁰:

- Diversification et densification du tissu économique dans ses différentes composantes (industrielles, de services, artisanales) en privilégiant les activités à forte valeur ajoutée et à fort potentiel d'exportation ;
- renforcement et préservation du potentiel des PME existantes par des mesures de soutien appropriées ;
- mise en place d'une organisation locale du ministère de la PME et de l'Artisanat déconcentrée et adaptée au nouvel environnement économique ;
- émergence de nouvelles entreprises dans une dynamique d'évolution et d'adaptation technologique (promotion de PME de la nouvelle économie par des mesures incitatives) ;
- rapprochement et concertation avec le mouvement associatif et les organisations patronales liées au monde de l'entreprise ;
- enracinement d'une culture d'entreprise au sein de la société civile et des institutions éducatives ;
- réhabilitation et sauvegarde du patrimoine artisanal.

⁴⁴⁰ Voir le site du ministère de la PME et de l'Artisanat : <http://www.pmeart-dz.org/fr/gouvernement.php>, 2017.

Ce programme s'inscrit dans le cadre de l'amélioration de l'environnement de l'entreprise par la création de «centres de facilitation» et de pépinières de PME innovantes, la promotion de la sous-traitance, la mise en œuvre d'un programme national de mise à niveau des PME disposant d'un potentiel d'exportation, la réhabilitation et la sauvegarde du patrimoine artisanal à travers des actions de formation et des mesures de soutien d'ordre fiscal et douanier adossées à de nouveaux instruments financiers mieux adaptés à la PME.

Les centres de facilitation ont pour mission d'aménager la circulation de l'information, d'assurer l'orientation et l'accompagnement des PME au niveau local et national. La création récente de « pépinières » d'entreprises vise, dans le cadre de « parcs technologiques », l'accueil et l'accompagnement pour une durée limitée, des entreprises naissantes, ainsi que des porteurs de projets, d'offrir des prestations de services et de conseils personnalisés, de créer un lieu de rencontre entre les milieux d'affaires et les institutions et administrations centrales et locales. Le programme a pour mission d'encourager les activités innovatrices par le développement des compétences entrepreneuriales, la réalisation de projets innovateurs lancés par les chercheurs, et l'incitation des jeunes universitaires à créer des entreprises.

Vu les taux élevés de mortalité des PME⁴⁴¹, principalement pendant les premières phases de leur vie, l'accès au financement devient difficile, voire impossible en l'absence de garanties. Pour y faire face, le Fonds de Garantie des crédits aux PME (FGAR) et la Caisse de garantie des crédits d'Investissements (CGCI-PME) ont été instaurés. Le FGAR⁴⁴², qui est un organisme national de garantie des crédits aux PME. Il fut créé en 2002 (en application de la loi d'orientation sur les PME) et mis en service en 2004. Son objectif principal est *«de faciliter l'accès aux financements bancaires à moyen terme afin de supporter le démarrage et l'expansion des PME, en accordant des garanties de crédits aux banques commerciales, afin de compléter le montage financier de projets d'entreprises viables et orientées vers la création et/ou le développement d'entreprises »*. Le FGAR vise à faciliter l'accès des PME au crédit bancaire en aidant au partage du risque de financement des PME avec les banquiers.

⁴⁴¹ Ministère de l'Industrie et des Mines, Bulletin statistique d'information, n°29, Novembre 2016.

⁴⁴² Il intervient dans l'octroi des garanties en faveur des PME réalisant des investissements dans les domaines suivants : création d'entreprise, rénovation des équipements, extension de l'entreprise, prise de participation. Le pourcentage de la garantie varie de 10% à 80 % du crédit (le montant minimal de la garantie par entreprise est de 4 millions dinars et le montant maximal est de 25 millions dinars). Voir le site du FGAR : <http://www.fgar.dz>

Pour cela, il accompagne les PME en les orientant dans le montage de projets viables qui leur permettent d'occuper une position pérenne dans un environnement concurrentiel de plus en plus complexe⁴⁴³.

La Caisse de Garantie CGCI-PME a vu le jour suite aux premières « Assises nationales des PME » qui se sont déroulées en janvier 2004. Il s'agit d'une société par actions, créée la même année, dont la mission est de « garantir le remboursement d'emprunts bancaires contractés par les PME au titre du financement d'investissements productifs, de biens et de services, portant sur la création, l'extension ainsi que le renouvellement de l'équipement de l'entreprise »⁴⁴⁴.

Par ailleurs, pour répondre à certains besoins spécifiques des PME en matière de financement tels que le factoring, le capital-risque et le leasing, la création de Sociétés financières spécialisées (SFS) fut décidée par le gouvernement.

D'autres dispositifs de financement existent, notamment le dispositif « ANGEM »⁴⁴⁵, relatif aux crédits octroyés pour le financement de l'achat de la matière première, le reste des crédits octroyés sont destinés pour le financement triangulaire « ANGEM-Banque- promoteur »⁴⁴⁶.

Tableau 12 : Les crédits octroyés par type de financement

| Type de financement | Nombre | Part (%) | Emplois créés |
|---|--------|----------|---------------|
| Financement Achat de Matières Premières | 868562 | 89,89% | 1 261 671 |
| Financement triangulaire | 97740 | 10,11% | 151 224 |
| | 966302 | 100% | 1 412 895 |

Source : Bulletin d'information statistique de la PME, N°42, Avril 2023.

⁴⁴³ Pour réaliser sa mission, le FGAR coopère avec l'Euro Développement PME.

⁴⁴⁴ Décret présidentiel n° 04-134 (29 Safar 1425 correspondant au 19 avril 2004) portant statuts de la caisse de garantie des crédits d'investissements pour les PME.

⁴⁴⁵ ANGEM : Agence Nationale du micro-crédit.

⁴⁴⁶ Source : Bulletin d'information statistique de la PME, N°42, Avril 2023.

Le tableau suivant nous permet de mieux cerner les secteurs d'activités concernés par ce financement.

Tableau 13 : Répartition des crédits octroyés par secteurs d'activité

| Secteur d'activités | Nombre de prêts | Montants accordés (en millions de dinars) | Part (%) |
|---------------------|-----------------|---|----------|
| Agriculture | 130 686 | 9 325 | 13,52 |
| TPI | 381 421 | 20 026 | 39,47 |
| BTP | 86 120 | 7 948 | 8,91 |
| Services | 191 098 | 18 169 | 19,78 |
| Artisanat | 170 180 | 10 419 | 17,61 |
| Commerce | | | |
| Commerce | 5 799 | 1 464 | 0,60 |
| Pêche | 998 | 0,139 | 0,10 |
| Total | 966 302 | 67 492 | 100,00 |

Source : Bulletin d'information statistique de la PME, N°42, Avril 2023.

Afin d'encourager l'investissement et la création de nouvelles entreprises, d'autres incitations fiscales, financières et monétaires ont été mises en œuvre, en prenant en compte les dimensions sectorielles et territoriales du développement. Un régime dérogatoire en faveur des PME a été instauré, en particulier pour celles qui s'installent dans des zones à promouvoir (zones d'activités commerciales, zones industrielles et touristiques, nouveaux espaces d'investissement tels que les technopoles et les pépinières), en harmonie avec le schéma national d'aménagement du territoire.

Par ailleurs, l'accès au foncier étant un obstacle majeur dans la chaîne de l'investissement, il a été décidé la mise en place d'un guide pratiquement pour objectif de fixer clairement le dispositif d'accès au foncier, ainsi que l'établissement d'un

nouveau modèle de gestion, impliquant les opérateurs eux-mêmes dans la gestion de ces zones.

Un autre instrument de développement déployé concerne la stratégie nationale de l'artisanat⁴⁴⁷. Le tissu productif souffrant d'une forte concentration géographique des PME dans les régions du nord⁴⁴⁸, un fonds de développement régional et local fut instauré. L'objectif d'un tel instrument est d'inciter les promoteurs et investisseurs à se diriger vers les régions où les activités économiques sont peu développées et les PME peu présentes.

En novembre 2003, des services extérieurs du ministère de la PME et de l'Artisanat ont été créés pour assurer la mise en œuvre des programmes d'appui des PME à l'échelle locale.

La promotion des PME a bénéficié non seulement de la mise en place d'un ministère dédié au secteur, mais aussi de la mise en place de l'Agence nationale de développement de la PME (AND-PME). Cette institution, créée par décret, en mai 2005, est conçue pour mettre en œuvre la politique de promotion et de développement de la PME, spécialement le programme national de mise à niveau des PME et les programmes sectoriels. L'agence AND-PME a aussi pour mission de promouvoir l'expertise et le conseil en direction des PME, d'évaluer l'efficacité et l'efficience de l'exécution des programmes sectoriels et, le cas échéant, d'en proposer les correctifs nécessaires, de promouvoir l'innovation technologique et l'usage des nouvelles technologies de l'information et de la communication, de collecter, exploiter et diffuser l'information spécifique aux domaines d'activités des PME et de coordonner les différents programmes de mise à niveau du secteur de la PME.

Quant au Conseil National Consultatif pour la promotion de la sous-traitance (CNC), il a pour missions de proposer toute mesure destinée à réaliser une meilleure intégration de l'économie nationale, favoriser l'insertion des PME nationales dans les réseaux mondiaux de la sous-traitance, promouvoir les opérations de partenariat avec les grands donneurs d'ordres nationaux et étrangers, favoriser la valorisation du potentiel de sous-traitance des PME et coordonner les activités des bourses algériennes de sous-traitance et de partenariat (BSTP). A cet égard, il convient de mentionner que

⁴⁴⁷ Brahiti A., *Les politiques de promotion et de développement des PME et leur mise niveau : enjeux et défis - expérience de l'Algérie*, Réunion ad hoc d'experts, 8-10 mars, CEA-AN, Rabat, 2008.

⁴⁴⁸ Voir, questionnaire : Section 2-Chapitre 3- 2^{ème} Partie.

ces bourses, qui existent depuis le début des années 1990, ont pour objectif de contribuer à la densification du tissu des PME⁴⁴⁹. Elles consistent en des centres d'information technique, de promotion et de mise en relation entre donneurs d'ordre, fournisseurs et sous-traitants, qui ont pour but l'utilisation optimale des capacités productives des industries affiliées.

Elles sont organisées en associations industrielles à but non lucratif et gérées par des entrepreneurs qualifiés. Les bourses sont des points de rencontre et des instruments de régulation entre l'offre et la demande de travaux de sous-traitance industrielle, mais aussi des instruments d'assistance pour les partenaires, et particulièrement pour les petits et moyens fournisseurs ou sous-traitants. Un autre axe important des politiques de promotion et de soutien aux PME concerne la dimension compétitivité.

L'ouverture du marché algérien à la concurrence (Accord d'association avec l'Union européenne et future adhésion à l'OMC) oblige les PME à se mettre à niveau, à renforcer leur compétitivité et à développer leurs parts de marché sur les marchés national et international. La mise à niveau passe aussi par l'amélioration de l'environnement des PME, considéré comme facteur de compétitivité.

Le programme de mise à niveau (2000-2007), qui bénéficie de l'appui de la Commission européenne, s'adresse aux PME dont l'effectif dépasse 20 salariés, au secteur bancaire et financier ainsi qu'aux structures d'appui (organisations patronales, associations professionnelles, chambre de commerce et d'industrie, bourses de sous-traitance, etc.).

L'objectif du programme est d'aider les PME à adopter de bonnes pratiques de gestion, à renforcer leurs ressources humaines (encadrement et formation continue), à améliorer leur appréhension du marché et à appliquer une stratégie de développement et de recherche permanente de l'innovation. Un second programme de mise à niveau, dit programme PME-II (2007-2010) vise à consolider les acquis du premier programme, à orienter les PME vers l'assurance qualité et l'intégration des nouvelles technologies de l'information.

Par ailleurs, la stratégie adoptée par l'Etat, en faveur du secteur privé et de la PME, a été renforcée par des programmes de coopération internationale. Il s'agit notamment du Programme intégré de l'ONUDI⁴⁵⁰, du programme Euro-Développement pour la

⁴⁴⁹ Brahiti ., 2008, op. cité.

⁴⁵⁰ ONUDI : Organisation des Nations Unies pour le Développement Industriel.

PME (programme MEDA⁴⁵¹), de projets GTZ⁴⁵² (coopération bilatérale allemande), du programme de la SFI,⁴⁵³ et du programme ARIP⁴⁵⁴ (MEDA). La majorité de ces programmes s'insèrent dans le cadre de la politique de mise à niveau des PME, initiée depuis le début des années 2000.

Concernant l'apprentissage de l'esprit d'entreprise, l'Algérie a réalisé de notables progrès, notamment en dehors du système d'enseignement formel, à travers l'Agence nationale de soutien à l'emploi des jeunes (ANSEJ), le Fonds national du développement de l'apprentissage et de la formation continue (FNAC), l'Agence nationale de gestion du microcrédit. Il faut noter qu'il n'existe pas encore de cadre global pour coordonner l'ensemble de ces instruments. Au niveau de l'enseignement général, la promotion de l'esprit d'entreprise, dès le plus jeune âge, reste très limitée⁴⁵⁵. En matière d'intégration régionale, il convient de noter quelques expériences de partenariat entre PME algériennes et autres PME du Maghreb. Mentionnons le cas du marché des services d'appui (conseil et formation) avec l'exemple du consortium marché MEDA PME (Partenariat Algérie-Tunisie-Union européenne) pour l'installation de solutions informatiques (ERP, GMAO, GPAO)⁴⁵⁶.

Les foires internationales, organisées dans les différents pays de la région sont aussi l'occasion de nouer de nouveaux partenariats, ou projets de partenariats, entre les entreprises de la région. Ainsi, la Foire internationale d'Alger (FIA) permet aux entreprises algériennes de réaliser des contacts avec plusieurs exposants des pays de la région et d'initier des projets de partenariat et de joint-venture avec des entreprises tunisiennes, marocaines et autres. De nombreuses entreprises égyptiennes se sont implantées en Algérie (EZZ Steel Company, principal sidérurgiste du Moyen-Orient, Orascom Construction Industries...) et un forum économique entre les deux pays a vu le jour afin d'encourager les échanges et investissements entre eux. Ainsi, la troisième session du forum économique entre les deux pays, qui eut lieu en décembre 2007 à Alger, a vu la création d'une société d'investissement algéro-égyptienne, dotée d'un

⁴⁵¹ MEDA : Le programme MEDA constituait le cadre financier principal de la coopération de l'Union européenne avec les pays méditerranéens, dans le cadre du partenariat euro-méditerranéen, avant son remplacement par l'Instrument européen de voisinage et de partenariat.

⁴⁵² GTZ- Bureau de coopération allemande au développement.

⁴⁵³ La Société Financière Internationale (SFI d'après son abréviation) est une organisation du Groupe de la Banque mondiale consacrée au secteur privé.

⁴⁵⁴ ARIP : Assistance à la restructuration industrielle et la privatisation.

⁴⁵⁵ Commission européenne et OCDE (2008), *Rapport sur la mise en œuvre de la Charte euro-méditerranéenne pour l'entreprise*, Luxembourg, Office des publications officielles des Communautés européennes.

⁴⁵⁶ Brahiti, op. cité, 2008.

million de dollars de capital initial et qui vise à développer la coopération économique et industrielle entre les deux pays.

Le secteur des PME souffre aussi de problèmes de transition à l'économie de marché, le PAS⁴⁵⁷ ayant été appliqué à une industrie lourdement touchée et fragilisée par la récession. Ainsi, la part de l'industrie manufacturière dans le PIB n'a cessé de régresser, passant de 12,6% en moyenne sur la période 1963-1986 à 6,6% sur la période 2000-2005⁴⁵⁸.

En même temps, le secteur des hydrocarbures a conforté sa place dans l'économie puisque sa part dans le PIB, passant de 30% dans les années 1990 à 46% en 2006. Les hydrocarbures contribuent largement à la croissance, à hauteur de 43% en 2005, contre 4% pour les industries hors hydrocarbures⁴⁵⁹. C'est dire la faible diversification de l'économie algérienne qui se traduit aussi par la faible diversification des exportations. Les produits manufacturés représentent une part infime des exportations : 2% en 2003.

Malgré les efforts menés, le climat des affaires demeure insuffisant pour renforcer la compétitivité des PME, notamment en matière d'accès au crédit bancaire, de foncier industriel, de fiscalité, d'évasion vers l'économie informelle, de lourdeur des formalités administratives, et de système d'informations défaillants⁴⁶⁰. D'autres limites ont été révélées par une enquête, menée par le programme EDPME (Euro Développement des PME) : émiettement des associations patronales et professionnelles, faiblesse de leurs services d'appui, insuffisance des services offerts par les autres structures d'appui (Chambres de commerce et d'industrie, bourses de sous-traitance, centres techniques d'appui), faiblesse du système de formation continue et des cabinets de conseil et autres instituts de formation. L'enquête d'évaluation du climat des affaires menée régulièrement par la Banque mondiale, indique que les principales contraintes demeurent focalisées sur l'accès au crédit, l'acquisition de terrains, la concurrence déloyale de l'économie informelle et la fiscalité.

⁴⁵⁷ Développé dans la section 3- Chapitre 1- 2^{ème} partie.

⁴⁵⁸ Bennaceur S. et al., *Evaluation des politiques de mise à niveau des entreprises de la rive sud de la Méditerranée : les cas de l'Algérie, l'Egypte, le Maroc et la Tunisie*, FEMISE, Marseille, 2007.

⁴⁵⁹ Ibid.

⁴⁶⁰ Bennaceur et al. (2007, op. cité.). Voir aussi Commission européenne et OCDE , op cité,2008.

Par ailleurs, la double approche, qui consiste à encourager les grands projets d'investissement (dont les IDE) et les PME, souffre d'un déséquilibre en défaveur de ces dernières, tant sur le plan des moyens financiers que de la logistique⁴⁶¹.

Les pouvoirs publics sont aujourd'hui conscients de la nécessité de renforcer le caractère global et intégré des politiques en faveur des PME, à travers le renforcement des politiques commerciale, technologique et industrielle, ainsi que de la politique de concurrence.

Le renforcement de la politique de concurrence se fait par des moyens accrus et plus de pouvoir pour le Conseil de la concurrence ; la lutte contre l'économie informelle (via la diminution des droits de douanes, des impôts et taxes dans les secteurs en péril), l'élaboration et mise en place de normes aux standards internationaux, la mise en place de dispositifs permettant aux PME d'accéder aux marchés publics.

Le renforcement de la politique commerciale passe par l'établissement de l'équité entre entreprises nationales et étrangères, l'adoption de mesures financières et d'avantages fiscaux en faveur des entreprises exportatrices, le soutien aux campagnes de promotion et la participation aux foires et salons, la disponibilité de l'information actualisée et fiable sur la configuration des marchés.

Le renforcement de la politique technologique se traduit par la mise en place de filières professionnelles adaptées aux besoins de l'industrie, la facilitation de la prise de brevets, la facilitation du financement de recherche/développement et les dégrèvements fiscaux pour l'investissement dans la recherche et l'innovation.

Conclusion :

Cette présentation de la PME algérienne nous a permis de contextualiser et de cerner les problèmes spécifiques à l'environnement économique et social en Algérie.

Les méthodes d'évaluation d'entreprises, universellement admises, seront soumises à ces difficultés que nous allons confirmer par l'étude de terrain⁴⁶².

⁴⁶¹ Commission européenne et OCDE, op. cité, 2008.

⁴⁶² Voir questionnaire en Chapitre 3 de cette 2^{ème} partie.

Chapitre 2. GOUVERNANCE FINANCIÈRE ET ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE ALGÉRIENNE

Introduction

La première partie a permis de mettre en relief les conditions requises, ou les préalables environnementaux nécessaires et indispensables, à toute utilisation des méthodes et des techniques d'évaluation⁴⁶³.

Ceci implique que l'usage, ou l'application de telle ou telle méthode, pour évaluer une entreprise, quels que soient ses statuts et son secteur, ne peut être correcte, et donc le résultat ne peut être fiable, que si toutes les conditions environnementales sont réunies.

La question qui se pose alors : est-ce que ces préalables ou ces conditions environnementales nécessaires et indispensables, sont réunis en Algérie ?

Les méthodes et les formules utilisées sont d'autant plus aisées à mettre en œuvre que l'information économique et financière, concernant notamment les entreprises, existe à profusion et fait l'objet d'une diffusion permanente à travers de nombreuses publications spécialisées.

Dans les pays à tradition d'économie de marché, les marchés financiers sont dynamiques et les centrales des bilans des banques centrales remplissent leurs rôles. Ce qui n'est malheureusement pas le cas dans les pays dits « en transition », tel que l'Algérie.

Le développement d'une économie de marché exige l'élaboration, le traitement et la diffusion le plus large possible de l'information économique, concernant l'activité des entreprises, à travers leurs états comptables et financiers.

L'existence de cette information participe activement à la bonne gouvernance et à la transparence dans la gestion des économies performantes.

Il y a lieu de préciser que cette question concerne les conditions environnementales nécessaires à l'application de telle ou telle méthode ou technique d'évaluation.

Aussi, l'objectif de ce chapitre est de tenter de répondre à cette interrogation et de vérifier si cet environnement existe bien en Algérie. Pour atteindre un tel objectif, un travail empirique a été mené⁴⁶⁴.par :

⁴⁶³ 3^{ème} chapitre de la 1^{er} partie intitulée : « les conditions requises pour l'évaluation des entreprises ».

⁴⁶⁴ Au cours du premier semestre de l'année 2016.

-
- de contacts multiples et examens des déclarations des personnalités (dirigeants-experts-comptables-consultants), ayant connu de près l'entreprise publique et privée et son environnement.
 - une analyse de textes législatifs ;

Par voie de conséquence, ce chapitre sera ordonné autour des trois aspects suivants :

- l'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale ;
- l'usage des méthodes d'évaluation de la valeur de rendement ;
- l'application des nouvelles approches.

Section 1. L'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale

Il y a lieu de rappeler que l'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale nécessite l'existence des éléments suivants :

- Système comptable adéquat pour le traitement de l'information ;
- Administration spécialisée ;
- Notaires, agents de l'immobilier, experts, installateurs, promoteurs et publicitaires ;
- Marché structuré et discipliné de l'immobilier et du matériel ;
- Réglementation particulière portant sur les titres de participation ;
- Evaluation préalable des entreprises émettrices des titres de participation ;
- Système judiciaire efficace pour régler les litiges.

L'ensemble de ces éléments constitue, en fait, une grille d'analyse, qui permet d'étudier l'environnement de l'entreprise algérienne.

Tout le problème est de voir, jusqu'à quel point, le champ d'application de l'évaluation qui permet l'usage de la valeur patrimoniale, sans remettre en cause la fiabilité de la démarche et, sans aboutir à une estimation qui reflète la juste valeur de l'entreprise.

Sous-section 1 LE SYSTÈME COMPTABLE

Le système comptable est le premier outil, pour la détermination de la valeur patrimoniale. Il a été démontré, dans la première partie de notre recherche⁴⁶⁵, qu'il ne suffit pas d'avoir un système comptable, pour procéder à l'évaluation d'une entreprise. Il a été dit que tout système comptable, pour permettre une évaluation selon les règles, doit offrir les meilleures conditions pour que le traitement des informations de l'entreprise puisse se faire, non seulement de la façon la plus adéquate, mais aussi suivant les normes (IFRS), universellement établies.

Il est impératif d'avoir des pratiques comptables correctes et conformes aux procédures universelles, dans le respect des lois et de la réglementation comptable.

Pour le cas Algérien, deux questions principales se posent :

Est-ce que le système comptable utilisé, par les entreprises algériennes, permet un traitement de l'information de manière adéquate ?

Est-ce que les règles et les pratiques comptables sont conformes aux normes universellement reconnues pour une économie de marché ?

Le système comptable, en vigueur en Algérie, découle du Plan Comptable National (PCN 75) jusqu'à 2010, et la mise en place du Système Comptable et Financier (SCF). Le P.C.N. dérive du plan comptable général français (P.C.G.F-1957) qui avait pour fondement l'approche comptable classique.

Cette approche classique a connu une grande évolution. Un certain nombre de phénomènes et de pratiques économiques et commerciales nouvelles, ont été prises en considération, alors qu'elles ne l'étaient pas auparavant.

Un tel système comptable est dit « neutre ». La bonne application des règles comptables permet, du moins théoriquement, de prendre en charge l'information dès son entrée dans l'entreprise, ou dès sa production jusqu'à l'établissement du résultat de l'exercice en cours et du bilan d'ouverture du prochain exercice.

La conséquence de cette bonne application des règles et des procédures est indéniablement un traitement adéquat de l'information comptable.

⁴⁶⁵ 3^{ème} chapitre de la 1^{er} partie : « les conditions requises pour l'évaluation des entreprises ».

Aussi, ce système comptable, s'il est pris avec toute la rigueur exigée pour son usage, permet à ses utilisateurs de traiter et de fournir n'importe quelle information dans ses plus petits détails.

Il faut préciser que la comptabilité joue un rôle important dans le développement économique. Néanmoins, son efficacité dépend des règles et principes choisis, qui seront structurés et conformes au contexte de chaque pays.

La comptabilité d'un pays reflète le cadre économique et juridique des transactions qui s'y déroulent. Elle n'est pas indépendante de l'environnement dans lequel elle évolue, mais au contraire, elle est étroitement liée. Si la comptabilité se trouve dans une sphère en mutation, elle doit s'adapter à cette nouvelle sphère. Cela est valable pour les pays en transition, ou des modifications économiques et politiques profondes sont entreprises. C'est le cas de l'Algérie. Dans la mesure où le cadre économique et juridique subit des mutations profondes, la comptabilité basée sur les principes de l'économie planifiée, n'est pas adaptée à une économie de marché. Dans le cas algérien, sur la période de 1962 à 1988, c'est-à-dire de l'indépendance à la veille des réformes économiques, la comptabilité répondait essentiellement à des besoins de planification économique. Dans ce cadre l'entreprise, considérée comme une simple unité de production, n'a pas pour objectif de réaliser des bénéfices mais de remplir les objectifs du plan. Ils sont assignés par sa tutelle, dans le cadre de la stratégie de développement du pays et des objectifs sociaux. L'objectif assigné à la comptabilité lui donne l'aspect d'une simple technique d'enregistrement, ce qui n'est pas sans conséquences sur le statut du comptable et sur la discipline comptable. Par ailleurs, les entreprises sont financées par les banques sous la responsabilité de l'Etat (achats à crédit, crédits illimités avec des taux d'intérêts bas...) ⁴⁶⁶. Dans ce cas, l'entreprise n'a pas vraiment besoin d'informations comptables pour les prises de décisions, parce qu'elle n'est pas autonome dans ses choix.

Durant cette même période (1962-1988), à l'instar des entreprises, les banques n'ont pas besoin d'informations comptables car elles ne financent pas les projets sur la base d'études de rentabilité.

Les mutations, en faveur d'une politique d'ouverture, entraînent un changement du rôle de l'Etat dans l'économie. Il a un statut de régulateur, où l'entreprise n'est plus un

⁴⁶⁶ Bouraoui N., *D'une comptabilité d'économie planifiée à une comptabilité d'économie de marché : Stratégie de réforme comptable en Algérie*, Thèse de Doctorat- Université Paris-Dauphine, 2007.

simple agent économique d'exécution du plan, mais un agent économique actif ayant pour objectif de réaliser des bénéfices afin d'assurer sa pérennité. L'Etat n'est plus le seul utilisateur de l'information comptable, mais un parmi d'autres. La comptabilité ne sera plus un outil au service de l'Etat, pour répondre aux besoins de la planification économique, mais devra répondre aux besoins du marché dans un milieu concurrentiel offrant transparence et sincérité des chiffres.

Par ailleurs, contrairement à l'influence des nouvelles normes internationales qui privilégient l'investisseur, le destinataire principal de l'information comptable est l'Etat ainsi que ses différentes institutions (fisc, comptabilité nationale, statistiques). Dans ce cas les entreprises et les banques sont sous tutelle étatique, l'Etat étant le principal agent économique.

Ceci étant, il y a lieu de remarquer que le P.C.N a été élaboré en 1974. Sa promulgation officielle a eu lieu le 29 avril 1975 et son entrée en application remonte au 1er janvier 1976. Par ailleurs, tout en ayant pour assise les fondements théoriques du P.C.G.F de 1957, le P.C.N avait pour finalité de fournir à l'entreprise algérienne, un système comptable capable de répondre aux exigences de l'économie socialiste⁴⁶⁷.

Il y a lieu de noter un lien entre l'évolution historique des structures organisationnelles des entreprises en Algérie⁴⁶⁸, et les modalités de l'émergence du plan comptable 1975. De même les harmonisations successives qui ont accompagnées le système d'information économique, conforte l'idée d'une cohérence entre le système d'information comptable et la structure économique.

Les raisons politiques et économiques qui avaient guidées l'élaboration du P.C.N, les différentes étapes auxquelles avaient été soumises l'entreprise algérienne à travers les différentes politiques de restructuration, d'assainissement et de réorganisation, le faible niveau de qualification du personnel en charge de la comptabilité et le très grand turnover des responsables, à la tête des entreprises publiques, ont eu des incidences très négatives sur les pratiques comptables.

Les premiers bilans, répondant aux normes comptables, n'ont pu voir le jour qu'en 1990, avec l'apparition des commissaires aux comptes⁴⁶⁹.

Il y a lieu de remarquer également, qu'en dépit du fait que l'économie algérienne se trouve en pleine phase de transformation pour l'instauration d'un système d'économie

⁴⁶⁷ Circulaire 185/F/DC/CE/89/047 du 24 Mai 1989.

⁴⁶⁸ Voir 2^{ème} Partie de la thèse - Chapitre 1 : *Présentation de l'économie algérienne*,

⁴⁶⁹ Loi 91-08. Loi de finances 1991.

de marché, le plan comptable en vigueur n'a connu que des modifications marginales pour sa mise à niveau, du moins jusqu'à 2010⁴⁷⁰.

L'idée de la réforme du P.C.N est renforcée, si on prend en compte ses nombreuses insuffisances :

- L'absence d'un cadre analytique au niveau du PCN, rend difficile, pour ne pas dire impossible, le contrôle de gestion de l'entreprise algérienne et surtout, l'évaluation de certains postes de la comptabilité.
- La présence des comptes d'attentes, au niveau des comptes prévus par le PCN, a donné aux utilisateurs l'occasion d'imputer, sur ce type de comptes, des sommes considérables. En effet, le PCN n'ayant pas clairement défini et limité l'utilisation de ces comptes, il était légal d'enregistrer sur de tels comptes les montants des produits, ou des frais perçus ou payés d'avance, mais imputables à d'autres comptes et à des exercices ultérieurs ou de l'utiliser pour des comptes en attente d'affectation⁴⁷¹.
- La régularisation des comptes de terrains et du bâtiment n'a pas été effectuée. Dans certaines entreprises, les valeurs historiques des terrains et des bâtiments figurent encore dans les bilans⁴⁷².
- Les provisions sur les stocks sont souvent déterminées arbitrairement sans règle précise.
- L'amortissement linéaire, prévu par le PCN, n'est pas approprié à l'amortissement économique. Ce genre d'amortissement est en effet inadapté aux nouvelles données économiques et technologiques. L'amortissement linéaire ne peut, ni tenir compte, ni permettre l'amortissement technologique.

De telles insuffisances font que les normes comptables, inscrites dans le P.C.N., ne permettent pas le développement d'une normalité comptable, conforme à une économie de marché.

De telles carences poussent les comptables algériens à revendiquer une complète révision de ce plan, afin qu'ils puissent fournir les solutions aux problèmes rencontrés dans leurs missions.

⁴⁷⁰ Textes de réévaluation 1983.

⁴⁷¹ Boughaba A., *Comptabilité générale approfondie*, Berti, Alger, 2001.

⁴⁷² Décret N° 07-210 du 04 Juillet 2006, fixant les conditions de réévaluations des immobilisations corporelles amortissables et non amortissables figurant au bilan clos au 31.12.2006 des entreprises et organismes régis par le droit commercial, article 5.

Dès lors, si l'on tient compte de toutes les observations concernant le P.C.N., notamment les soubassements idéologiques des pratiques comptables, il y a lieu de s'interroger sur la fiabilité de l'information enregistrée dans les comptes de l'entreprise, quel que soit son statut (public ou privé).

A L'information comptable et financière

A1 Historique comptable en Algérie

Comme dans la majorité des pays en développement, la principale préoccupation de l'outil comptable à l'origine est de permettre de prendre des décisions économiques adéquates, afin de répondre aux besoins économiques et sociaux. Les besoins de l'information se situent au niveaux micro-économique (les besoins de l'entreprise, selon son marché et son environnement), et au niveau macro-économique (l'Etat, qui est la principale source de financement, cumule et distribue les ressources). La comptabilité s'est développée pour satisfaire ces besoins. Par conséquent, l'information comptable est collectée pour la planification, le contrôle de l'utilisation des ressources, et l'exécution des plans de développement.

L'évolution historique de la comptabilité, en Algérie, a épousé les attentes du moment. La première étape a eu lieu au début des années de l'indépendance, avec la mise en place du plan comptable général (PCG) où la dominante revenait aux activités agricoles.

La deuxième étape a vu le jour dans les années 70. C'était l'époque des nationalisations (PCN⁴⁷³).

La troisième étape est celle que nous connaissons actuellement (à partir de la loi de 2007)⁴⁷⁴, celle des réformes économiques et l'ouverture avec le système financier et comptable (SCF). Il est essentiel de situer la mise en place du SCF, dans le cadre du désengagement de l'Etat et de l'ouverture du marché, l'appel aux investissements extérieurs, la mondialisation, les accords régionaux et internationaux...

Dans ce contexte, le système d'information de l'entreprise algérienne doit radicalement changer et s'adapter à la nouvelle donne. Il faut pour cela, revoir l'organisation de la production de données financières et revaloriser la fonction

⁴⁷³ PCN : *Plan Comptable National*.

⁴⁷⁴ Loi de 2007 : *Loi s'inspirant des Normes Comptables Internationales et instituant le SCF* (Voir Annexes) .

comptable.⁴⁷⁵ Au total, l'information financière doit être repensée, en fonction des nouvelles exigences, introduites par les normes internationales à travers un langage unifié, afin d'améliorer les systèmes de gestion et d'organisation de l'entreprise.

A2 L'information comptable et financière à la veille du SCF⁴⁷⁶

Il a été effectué une évaluation de l'impact du PCN Algérien de 1975, depuis son entrée en vigueur, à travers une enquête auprès de praticiens⁴⁷⁷. Il a été unanimement admis que le PCN 75 ne répondait plus aux nouveaux besoins de l'entreprise, considérée comme cellule vivante de l'économie de marché.

En effet, le PCN algérien de 75 a été élaboré dans le contexte d'une économie planifiée, pour répondre aux besoins d'informations financières de la comptabilité nationale et de l'administration fiscale.

D'ailleurs, l'appellation PCN connote en elle-même l'inscription de la normalisation comptable dans un projet planificateur.⁴⁷⁸

Ce qui caractérise le système comptable algérien, à l'instar d'autres systèmes continentaux (Europe du sud), tient au formalisme étroit des plans comptables, au poids des contraintes fiscales, à l'importance des règles de droit au détriment de la dimension économique. Dans ces entreprises, les comptes « sociaux » sont utilisés par l'Etat pour mesurer et contrôler l'Assiette fiscale qui constitue la base de la fiscalité. L'Etat impose aux entreprises les règles "comptables" qu'elles doivent suivre, pour calculer, à travers l'enregistrement comptable des produits et des charges de leur activité en fonction de ces règles.

A travers cette logique d'enregistrement, le système comptable avait pour objectif de répondre à certaines questions⁴⁷⁹ :

- Quel est le résultat de la période ?
- A combien se montent les Impôts et les taxes que doit payer l'entreprise ?
- Comment justifier les modalités de leur calcul ?

⁴⁷⁵ Hamdi M.L.,-Président de l'Ordre des experts comptables algériens-Article EL Moudjahid-18/11/2017.

⁴⁷⁶ Arif Salah-Eddine., *Le NSCF (Nouveau système comptable et financier) : Opportunité pour la communication financière en Algérie ?*, Colloque International organisé par l'INTEC (CNAM) : Les IFRS- PME, Paris - Avril 2007.

⁴⁷⁷ Hadj Ali A., *Nouveau plan comptable : dernières retouches de la mouture*, Journal El Watan Journal algérien, 16/03/0.

⁴⁷⁸ Colasse B & Standish P., *L'Etat, les entreprises et la profession comptable : Mise en perspective socio-historique de la réforme inachevée de 1996-1997 du dispositif français de normalisation comptable*, p.9, CREFIGE, 2012 .

⁴⁷⁹ Arif SE., op. cité, Colloque du CNAM, 2007.

-
- Quelles sont les dettes vis à vis des banques, du personnel et des fournisseurs ?

Toutes ces réponses se trouvent facilement dans le compte de résultat et dans le bilan. Cependant ; aux 4 questions suivantes il est difficile de trouver une réponse claire dans les Etats financiers de l'ancien système comptable. En effet :

- Quelle est la rentabilité de l'entreprise pour chacune de ses activités ?
- A combien se chiffrent ses dépenses de production, de logistique, de recherche et développement... ?
- Quelle est la valeur réelle de son patrimoine ?
- L'entreprise, créé-t-elle de la richesse pour l'actionnaire ?

Par conséquent, l'investisseur doit aussi procéder à un certain nombre d'analyses et de retraitements des Etats financiers pour être en mesure de fixer sa prise de risque.

Par ailleurs, le PCN 75 (Plan Comptable National 1975), après trente-quatre années d'application dans les entreprises algériennes, a acquis un caractère et des réflexes de la gestion socialiste des entreprises (GSE), voire institutionnel.⁴⁸⁰ Il est en effet difficile de dissocier la comptabilité des sociétés de la comptabilité publique, dans la mesure où l'aspect économique et financier a été sacrifié.

Par conséquent, il ne suffit plus de savoir tenir des livres comptables ou passer des écritures. Il faut en outre, saisir et comprendre les objectifs de l'entreprise, et maîtriser des problèmes industriels, commerciaux, financiers, juridiques... devant permettre d'assurer la rentabilité des capitaux dans la gestion et le développement de l'entreprise

Les quatre additifs au PCN 75 sont les suivants :

- 1/ La circulaire 1850/F/DC/CE/89/047 du 24 Mai 1989, relative à la comptabilisation des opérations liées à l'autonomie des entreprises.
- 2/ La circulaire 635 F/DC/CE/90/046 du 11 Mars 1990, relative à la comptabilisation de la participation des travailleurs aux bénéfices de l'entreprise.
- 3/ L'instruction 001/95 du 02 Octobre 1995, relative à l'harmonisation de la comptabilité des fonds de participation qui traite des modes de comptabilisation des opérations spécifiques aux fonds de participation.
- 4/ L'instruction 518/MF/DGC du 21 Avril 1997, relative à la comptabilisation de la réintégration de l'écart de réévaluation.

⁴⁸⁰ Abaci M., Journal : Le Financier, Algérie, 12/04/2011.

Ces nouvelles références constituent une adaptation des textes comptables relatifs aux changements institutionnels qu'a connus l'économie algérienne durant cette période. Il faut préciser que le PCN a trait uniquement aux comptes individuels et ne fait pas référence à la consolidation des comptes. La consolidation des comptes est prévue pour les grandes entreprises qui font appel à l'épargne publique ou qui sont cotées en bourse.⁴⁸¹

Les travaux de réforme du PCN 1975 ont été arrêtés en 2001. Ils ont fait l'objet d'un appel d'offres international⁴⁸², qui a été remporté par le Conseil National de la Comptabilité (CNC) français, avec un financement de la Banque Mondiale. Le groupe de travail du CNC français a présenté, au terme de son étude de la réforme du PCN 1975, trois scénarios possibles :

Premier scénario : aménagements simples du PCN 1975, avec maintien de sa structure et réforme limitée à des mises à jour techniques, pour prendre en compte les changements de l'environnement économique algérien ;

Deuxième scénario : adaptation du PCN 1975 et ouverture vers les normes comptables internationales ;

Troisième scénario : élaboration d'un système comptable conforme aux normes internationales.

Le Conseil de Normalisation Comptable (CNC) algérien a retenu le troisième scénario proposé par le CNC français. Ce choix peut s'expliquer par le fait que les pourvoyeurs de fonds internationaux, tels que la Banque mondiale et le Fonds Monétaire international (FMI), privilégient l'application des normes comptables internationales. Un certain nombre de circonstances ont été à l'origine du choix de l'Etat algérien pour une adoption des normes internationales IFRS et de s'inspirer du référentiel de l'IASB⁴⁸³.

Durant cette période, l'Algérie était en phase de négociation pour son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), qui a pour principe de libéraliser les échanges et les services et notamment la profession comptable.

En comparaison avec ses voisins du Maghreb, les négociations avec l'Organisation Mondiale du Commerce (l'OMC), n'ont pas encore abouti à ce jour. Un des points

⁴⁸¹ Article 732 bis 3 du code de commerce, Algérie.

⁴⁸² Khouatra D, Merhoum.M.E.H., *Elaboration et mise en œuvre du nouveau Système Comptable Financier en Algérie*, Revue Française de Comptabilité, N°487, Mai 2015

⁴⁸³ IASB (International Accounting Standards Board), Institution créée en 1973, à l'origine des IFRS, dont le siège est à Londres.

sensibles du contenu de ces accords est relatif aux conditions de dérèglementation du secteur des services. La profession comptable algérienne (Experts Comptables et Commissaires aux comptes) relevant du volet « services » se devait d'être en conformité avec les normes internationales en matière comptable et en matière d'audit financier. Cela concernait non seulement l'entreprise, mais aussi le domaine public et administratif (IPSAS) ⁴⁸⁴.

Par ailleurs, dans une vision géopolitique continentale (Union Africaine : UA), la déclaration du NEPAD (Nouveau Partenariat pour le Développement de l'Afrique) ⁴⁸⁵, à travers son article 62, il été adopté des codes de « bonne gouvernance des entreprises » et les normes internationales sont concernées par ces codes. Ce qui implique l'harmonisation du référentiel comptable algérien avec le référentiel comptable international (IAS- IFRS).

L'Etat algérien s'est comporté comme un acteur « entrepreneur institutionnel » au sens de Di maggio ⁴⁸⁶ avec une stratégie de normalisation comptable, destinée à favoriser l'ouverture internationale de l'Algérie ⁴⁸⁷, ce qui est nécessaire dans un environnement économique mondialisé.

A3 Les apports des nouvelles normes comptables internationales :

En guise d'exemple, une entreprise algérienne qui voudrait lever des fonds auprès d'une société située à l'étranger, en France ou au Canada, doit lui présenter des états financiers non pas selon l'ancien plan comptable, mais selon les normes comptables IFRS de l'entreprise française ou canadienne. Les normes IFRS, qui ont largement inspirées le SCF, constituent un « plus » pour : harmoniser le langage financier sur la scène internationale et faciliter les comparaisons et les échanges. L'autre enjeu des IFRS réside dans la qualité de l'information financière présentée. Et pour cause, les principes déjà évoqués ⁴⁸⁸ (« Substance over Form » et « Fair Value ») permettent de présenter une image plus proche de la réalité de la valeur de l'entreprise, en fonction des variables économiques contextuelles, notamment le prix du marché international. Pour approfondir le sujet, on peut, néanmoins se poser les questions suivantes :

⁴⁸⁴ IPSAS (International Public Sector Accounting Standard- Normes Comptables Publics et Parapublics).

⁴⁸⁵ NEPAD : *Décision de l'Union Africaine* du 08 /07/2002

⁴⁸⁶ Di maggio, *Théorie Institutionnelle et Adoption des Normes Comptables Internationales*, cité par P. Touron, 2011.

⁴⁸⁷ Thèse de Bouraoui N, *Le Système comptable Algérien...* op. cité, Paris Dauphine.

⁴⁸⁸ Voir Thèse 1^{ère} partie- La fonction comptable.

En quoi le passage vers des normes, d'inspiration internationale, va-t-il amélioré le contenu de l'information financière ?

Quels sont les changements attendus, en termes de qualité de l'information financière⁴⁸⁹ ?

On peut apporter les éléments de réponses suivants aussi bien sur la forme que sur le fond.

Sur la forme :

– Informations plus précises, donnant les détails financiers de base sur les grandes activités de l'entreprise.

– Approche plus économique du compte de résultat.

– Disparition du résultat exceptionnel.

Sur le fond :

– Comptabilisation des événements basée sur leur substance économique et non juridique (over form).

– Extension de principe de valorisation des actifs à leur valeur de marché (« *juste valeur* »).

– Remplacement de l'amortissement de la survalueur par la constatation de dépréciation quand la perte de valeur est constatée.

– Beaucoup d'autres changements, visant à limiter les zones grises que les entreprises peuvent utiliser à leur avantage, comme le crédit-bail et la cession bail.

Les IFRS traduisent clairement les nouvelles priorités : l'information financière, axée sur la rentabilité et les variations de la situation financière (variation des capitaux propres), doit permettre d'analyser la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie. En théorie financière, la capacité à dégager des flux de trésorerie est le critère de base de la valorisation de l'entreprise. Cela montre que l'on s'attache sur un aspect qui soulève des débats passionnés : « *la juste valeur* » (*fair value*) de l'entreprise.

Le SCF s'inspire dans une large mesure, des normes internationales d'information financière (IFRS). Il introduit la notion de comptabilité financière, propre à l'approche anglo-saxonne, qui est dominante dans les pays développés et particulièrement aux Etats-Unis.

⁴⁸⁹ Nahmias M., *L'essentiel des normes IAS/IFRS*, Edition d'Organisations, 2004.

La mise en œuvre du SCF devra entraîner une révolution dans la préparation financière et l'utilisation de l'information financière, produite par les entreprises.

Cela représente un changement profond sur le plan conceptuel : en témoignent, le choix de l'investisseur comme destinataire privilégié de l'information financière, le glissement vers la juste valeur en lieu et en place du coût historique, la prééminence de la substance économique des transactions, sur leur forme juridique, et la large part de jugement et d'appréciation laissée à la responsabilité de l'entreprise⁴⁹⁰.

Le changement est aussi marqué sur le plan des processus internes. A titre d'exemple, l'introduction de la dépréciation des actifs prévoit une conception nouvelle de la perte de valeur, ainsi qu'une méthodologie et des procédures jusque-là inconnues des entreprises algériennes.

Le nouveau système comptable (SCF) consacre en effet la primauté de l'économique sur le juridique. On passe d'un système qui produit de l'information comptable à un système qui produit de l'information financière. En d'autres termes, on passera d'une comptabilité patrimoniale à une comptabilité financière de façon à ce que le nouveau système permette aux utilisateurs et aux acteurs du marché financier de pouvoir prendre, en meilleure connaissance de cause la décision d'investir ou non dans une entité économique.

Il permet également, aux bailleurs de fonds et aux fournisseurs, d'être au courant de la solvabilité des entreprises. Du fait de l'adoption de ce système de standards internationaux, les investisseurs étrangers auront plus de lisibilité dans le décryptage de l'économie nationale, qu'il s'agisse des entreprises ou des institutions financières. A cela, s'ajoute la présentation obligatoire d'états financiers, orientés vers les bailleurs de fonds, tel que l'état des variations des capitaux propres et le tableau des flux de trésorerie qui renseigne sur la capacité de l'entreprise à générer le cash et la qualité de l'utilisation qu'elles ont faite.

Toutefois, le changement la plus importante porte sur l'annexe avec une multitude d'informations à fournir, dont certaines sont difficiles à obtenir, d'autres pouvant comporter des risques pour l'entreprise tel que la divulgation d'informations stratégiques aux entreprises concurrentes.

⁴⁹⁰Rapport annuel de 2001, rédigé par le Conseil National du Crédit et du Titre, Algérie.

La mise en place du SCF, inspiré des normes IFRS, va certainement provoquer un choc culturel pour les algériens, peu familiers des normes d'inspiration anglo-saxonnes⁴⁹¹. En effet, alors que la comptabilité générale, élaborée par le législateur est un outil de contexte et de régulation sociale, dans le sens où elle est également destinée à apporter la confiance nécessaire à la vie des affaires, le modèle comptable des normes IFRS répond à une autre logique : offrir une vision économique réelle de la firme, fournir des outils d'aide à la décision et mesurer la richesse créée pour l'actionnaire.

Historiquement, la comptabilité avait la réputation d'être tournée vers le passé, de décrire ce qui s'était produit au sein de l'entreprise⁴⁹².

Le compte de résultat relatait les performances économiques de l'exercice. Le bilan faisait apparaître les valeurs de l'actif et du passif, fondées sur la situation historique au moment de leur acquisition, comme l'acquisition de terrains ou de bâtiments qui ont pu prendre de la valeur.

Avec le passage au SCF, la prise en compte des prévisions devient presque systématique, avec l'introduction d'une approche orientée vers la capacité de l'entreprise à générer du cash-flow.

Ce qui nécessite de la part des comptables, une bonne formation, une connaissance accrue de l'environnement de l'entreprise, dont ils doivent mesurer l'impact potentiel sur la valorisation des actifs et des passifs, ainsi que la maîtrise d'outils de mathématiques financières, de statistiques et d'informatique.

La mise en place d'une comptabilité financière confirme également la nécessité de coopération entre les différentes fonctions d'entreprise dans la préparation de l'information.

A4 La prééminence du fond sur la forme, de la substance sur l'apparence :

Le système IFRS a introduit de nouveaux concepts⁴⁹³ pour l'information :

-l'information comptable doit être intelligible, pour que le lecteur des comptes puisse se forger une opinion juste et éclairée sur l'entreprise, ses activités et ses états financiers ;

⁴⁹¹ Critiqué par la théorie de la contingence- Colloque Oran- SCF- EPSECG- 2014-

⁴⁹² Manita R & Chemangui M., *Les approches d'évaluation et les indicateurs de mesure de la qualité d'audit : une revue critique*, Comptabilité et Environnement, mai 2007, France.

⁴⁹³ Barbe O & Didelot L., *Maîtriser les IFRS*, Groupe Revue Fiduciaire, 2013, p. 27.

–l'information doit être pertinente, de nature à permettre à l'utilisateur de corriger des précisions antérieures, ainsi que prendre des décisions appropriées, tant sur le passé que le présent ou le futur de l'entreprise, par exemple, omettre d'indiquer que l'entreprise est sur le point de céder tout ou partie d'une ou de plusieurs activités est de nature à ôter toute pertinence aux états financiers.

–L'information doit respecter le principe de l'importance relative.

–Enfin, l'information doit être fiable en donnant une image fidèle de l'entreprise.

Il s'agit surtout de fournir une bonne information financière et comptable pour les investisseurs. Le changement d'appellation de IAS à IFRS est significatif, d'un passage, vers une information financière destinée aux investisseurs, alors que dans la conception continentale et algérienne, comme nous l'avons déjà expliqué, est orientée fondamentalement vers le fisc et à des fins statistiques de comptabilité nationale. En s'orientant vers l'investisseur, l'information est plus économique.

Le principe de « substance over form » est la prééminence de la réalité économique sur l'apparence, du fond sur la forme. Il consiste à rechercher, dans une transaction ou une opération financière, sa finalité véritable.

Par exemple, un certain nombre d'éléments, inscrits aujourd'hui en hors bilan, crédit-bail, produits dérivés, stocks, avantages du personnel, titrisation (gains et pertes latents), seront donnés dans le bilan.

Au bout du compte, l'information financière est plus détaillée. Elle est faite pour permettre le calcul des rentabilités des actifs investis dans chaque secteur d'activité.

La juste valeur se traduit par une révolution comptable. Le principe de la juste valeur (fair value) est la résultante logique de la prééminence de la substance économique sur l'apparence.

Les actifs et les passifs sont évalués à la valeur de marché (mark to market), en premier lieu, les instruments financiers (IAS 39). Si elle n'est pas disponible, ou pertinente, pour cause de liquidité par exemple, d'après les modèles de valorisation des futurs flux de trésorerie actualisés (discounted cash flows), (développés en première partie), prenant en compte tous les facteurs essentiels pour la valorisation.

Il s'agit bien d'une « *Révolution comptable* », car le concept anglo-saxon de « *juste valeur* » à une forte connotation financière. Il s'appuie sur deux principes :

Le principe des coûts historiques et le principe de prudence en vertu duquel les gains latents ne sont pas comptabilisés et les pertes sont provisionnés.

Nous pouvons schématiser ces changements à travers les quatre éléments suivants ⁴⁹⁴ :

1/Changements au niveau du cadre conceptuel :

- Domaines d'application du SCF,
- Caractéristiques qualitatives de l'information financière,
- Définition des actifs,
- Définition des passifs,
- Définition du résultat net,
- Principe de la prééminence de la réalité économique sur l'apparence juridique.

2/Changements au niveau de la présentation des états financiers :

- Le compte de résultat : deux présentations autorisées,
- Le tableau des flux de trésorerie,
- L'état de variation des capitaux propres,
- L'annexe et le système de renvoi aux autres états financiers (« Cross referencing »).

3/Changement au niveau des méthodes d'évaluation :

- Le rappel du principe du coût historique,
- Les cas d'exception au principe du coût historique et le recours à la juste valeur,
- Les actifs biologiques et les produits agricoles,
- Les immeubles de placement (deux traitements autorisés),
 - Biens acquis à titre gratuit, subventions non monétaires reçues.
- Biens acquis par voie d'échange d'actifs dissemblables
- Actifs financiers disponibles à la vente (Instruments financiers)
- Actifs ou passifs financiers détenus à des fins de transaction (Instruments financiers)
- Biens acquis en location-financement (Crédit-Bail)

4/Changements au niveau de l'évaluation et de la comptabilisation de certaines opérations spécifiques :

- Les coûts d'acquisition d'une immobilisation (Coûts de démantèlement, révisions périodiques),
- Les frais de développement à immobiliser,

⁴⁹⁴ Arif Salah-Eddine., *Le rôle et l'importance de la fonction Ressources Humaines dans la mise en place du SCF*, Colloque Université de Mascara(Algérie),14 Mai 2012.

-
- Le calcul des amortissements,
 - Les emprunts et les coûts d'emprunt
 - Les différés de paiement
 - les opérations de crédit-bail
 - Les impôts différés,
 - Les contrats à long terme à cheval sur plusieurs exercices,
 - Les avantages octroyés au personnel,
 - Les opérations en devises étrangères,
 - L'actualisation des dettes et des créances à moyen et long terme,
 - Les corrections d'erreurs, les changements d'estimation et de méthodes,
 - Les dépréciations d'actifs : la notion de valeur recouvrable et son utilité,
 - Les traitements des écarts d'évaluation et des écarts d'acquisition.

B Comment les Nouvelles Normes Comptables Internationales, vont affecter les méthodes d'évaluation ?

Cela nous concerne en premier lieu, dans ce travail de recherche, car le changement de dispositif comptable et de concepts aura nécessairement des conséquences sur l'évaluation d'entreprises. Est-ce qu'il y a des incidences sur l'ensemble des méthodes étudiées dans la 1^{ère} Partie ?

C'est la question que nous nous sommes posés ?

Selon M. Gerretsen et F. Gintrac⁴⁹⁵, la Méthode patrimoniale connaît une « seconde jeunesse » grâce aux IFRS. L'un des objectifs majeurs, affichés par ces nouvelles normes, est de donner une meilleure vision de la valeur patrimoniale à la simple lecture de son bilan, sans effectuer de retraitements préalables, comme cela se faisait auparavant.

Ainsi, dans le SCF⁴⁹⁶, la plupart des actifs et passifs, y compris certains qui figuraient jusqu'à présent en hors bilan, devront être inscrits à leur juste valeur, notamment le Crédit-bail. Les calculs que cela nécessitera à chaque clôture, sont très proches de ceux qu'un évaluateur met en œuvre pour estimer la valeur patrimoniale.

Par ailleurs, les IFRS mettent clairement en avant la méthode des « Discounted Cash-flows » ou DCF. En matière d'évaluation, cette méthode n'est pas une nouveauté,

⁴⁹⁵ Gerretsen M. & Gintrac F., *IFRS et Méthode d'Evaluation*, Revue Finance, N° 809, novembre 2004.

⁴⁹⁶ Abaci M., *Expert financier*, Algérie, 2018.

(surtout pour l'approche par les Rendements (voir le Chapitre 2, 1^{ère} Partie). Au contraire, elle constitue une des principales méthodes, actuellement utilisées par les professionnels, pour évaluer une entreprise ou un actif. La nouveauté aura lieu surtout au niveau de la mise en œuvre de cette méthode. D'une part, l'application des IFRS va modifier la composition des agrégats financiers qui servent de base à une évaluation fondée sur la méthode des DCF (analyse plus fine du concept d'EBITDA)⁴⁹⁷. D'autre part, dans le cadre de ces nouvelles normes, le normalisateur comptable a fourni de nombreuses indications, quant aux modalités de mise en œuvre de la méthode, que ce soit lors d'une acquisition ou ultérieurement pour les tests de dépréciation (« impairment test »).⁴⁹⁸

Pour la méthode d'évaluation par les comparables (ou multiples), une lecture harmonisée, grâce aux normes internationales, facilite la lecture des états financiers à travers des indicateurs tels l'EBITDA- l'EBIT.

Enfin, l'importance prise par la dimension immatérielle de l'économie a été prise en charge par ces nouvelles normes. A savoir, l'ensemble des éléments incorporels (brevet-marque-clientèle...) et leur délicate évaluation, en même temps que l'outil mathématique et probabiliste est largement utilisé.

En résumé, la notion de « juste valeur » fait une entrée prééminente dans la comptabilité, à l'occasion de l'adoption de ces normes, même s'il faudra en relativiser la portée)⁴⁹⁹. Elles constituent un changement pour les évaluateurs d'entreprise. La transparence, à laquelle les entreprises seront soumises avec les IFRS, en particulier sur les modalités d'évaluation de leurs actifs à la juste valeur, constituera pour elles et pour les évaluateurs, une source supplémentaire d'information.

Dans le PCN (ancien système comptable algérien), seule l'évaluation au coût historique était acceptée pour l'évaluation des immobilisations. Les seules réévaluations possibles étaient des réévaluations légales, commanditées par l'Etat. Or, dans les dispositions du SCF, il devient possible pour les entreprises algériennes d'opter pour une évaluation en juste valeur. Pour les terrains et les constructions, le

⁴⁹⁷ EBITDA : Excedent Before Interest Taxes Dotation Amortization.

⁴⁹⁸ Test de dépréciation (Impairment test) consiste à « revisiter » à chaque clôture de bilan la valeur des immobilisations et leurs amortissements y afférents.

⁴⁹⁹ op. cité-Loi sur le SCF (Juillet 2007)

SCF précise que leur valeur doit être estimée par des évaluateurs professionnels qualifiés⁵⁰⁰.

Les traitements relatifs aux immobilisations corporelles exigent de nombreux réaménagements. Ils supposent que le personnel comptable mette à contribution les opérationnels. Ceux-ci sont plus à même de déterminer les durées d'utilité, les unités génératrices de trésorerie et les composants réels des actifs. Ils imposent des réaménagements en matière de gestion des immobilisations. Ils peuvent mener à un double suivi selon les règles comptables et fiscales.⁵⁰¹

Les normes comptables internationales sont élaborées pour décrire et renforcer un système économique évoluant dans un cadre mondialisé. La pensée comptable anglo-saxonne qui sous-tend les normes IFRS est basée sur les besoins d'informations précises des investisseurs financiers.⁵⁰²

Ces derniers ne cherchent plus à analyser ce que les activités des entreprises coûtent, mais plutôt ce que ces activités valent sur le marché.⁵⁰³ Il s'agit d'une approche économique « néoclassique » qui se concentre sur l'étude de l'utilité, telle que placée dans le cadre d'un marché efficient puisqu'on suppose la rationalité des différents acteurs intervenant dans ledit marché. D'où la notion de la juste valeur (fair value).

La juste valeur est définie comme suit : c'est le montant auquel un actif pourrait être échangé ou un passif éteint, entre des parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale.

Dans le contexte algérien, on peut distinguer la valeur initiale, des évaluations ultérieures.

L'évaluation initiale consiste à attribuer, à l'élément concerné, une valeur à la date de son acquisition ou de sa survenance⁵⁰⁴. Par exemple, l'inscription comptable pour la première fois d'une immobilisation, s'effectue à son coût historique. Pour l'inscription au passif d'une dette libellée en monnaie étrangère, pour la première fois s'effectue au cours de change à la date de transaction.

Concernant les évaluations ultérieures, à la clôture de l'exercice ou à chaque date de reporting, l'entité applique les méthodes d'évaluation adoptées, qui demeurent

⁵⁰⁰ Voir 2^{ème} partie, sur « l'environnement de l'entreprise algérienne ».

⁵⁰¹ Voir, point suivant sur SCF et Aspects organisationnels.

⁵⁰² Op cité, déjà développé dans la 1^{ère} partie de la thèse.

⁵⁰³ Klibi M.F., *Le système comptable des entreprises tunisiennes après 15 ans d'application*, Colloque Oran, 12 Octobre 2010, Organisé par l'Ecole Supérieure de Gestion d'Oran (Algérie).

⁵⁰⁴ Aspect traité dans la 2^{ème} partie - *Evaluation des actifs dans le contexte algérien*.

toujours respectées, pour mettre en œuvre le principe de la permanence des méthodes comptables.

Les problèmes rencontrés par les auteurs des états financiers en Algérie subsistent à divers niveaux :

Absence de marchés financiers actifs,

Absence d'indices d'évaluation probants (argus),

Rareté et manque de fiabilité des statistiques,

Influence de la fiscalité sur la comptabilité financière et la nuance entre évaluation fiscale et évaluation comptable,

Volatilité de l'économie algérienne qui repose sur la fiscalité pétrolière ;

Tous ces éléments ne permettent pas de mettre en œuvre le principe de la « prééminence » de la réalité économique par rapport à l'apparence juridique.

A titre d'exemple, la pratique du leasing (Crédit-bail), se développe depuis quelques années en Algérie. A l'image d'une société (MLA)⁵⁰⁵, établissement spécialisé dans le leasing, qui a reçu son agrément en 2006. Elle continue sa progression en 2024, à travers son réseau composé de 14 agences commerciales, présentes dans 12 Wilayas. Elle est leader sur le marché algérien, et se projette d'être cotée à la Bourse d'Alger (sachant qu'il existe une douzaine d'opérateurs en Algérie à proposer le leasing financier).

Les entreprises contractantes e MLA, devront se conformer aux règles d'enregistrement du leasing au Bilan, afin de respecter le principe du « Substance over form (prééminence du fond sur la forme).

Sur un plan théorique, l'intérêt de la juste valeur est très important. Elle oblige à discipliner les dirigeants qui cherchent à « camoufler » les vraies richesses de l'entreprise.⁵⁰⁶ Dans ce sens, Colasse et Burlaud⁵⁰⁷ arguent que « l'évaluation en juste valeur empêche les dirigeants de conserver des plus-values latentes et parfois occultes qui pourraient être réalisées pour lisser les résultats ». En utilisant le modèle de la juste valeur, lesdites plus-values sont à réintégrer, soit dans les capitaux propres (« écart de réévaluation »), soit dans le résultat de l'exercice. L'essentiel c'est qu'elles soient visibles aux yeux des investisseurs.

⁵⁰⁵ MLA : Maghreb leasing Algérie.

⁵⁰⁶ Klibi M.F., op cité.

⁵⁰⁷ Colasse B., Burlaud A., *Normaliser la comptabilité des entreprises*, p.52, EMS, 2008.

La complexité de la mise en œuvre de la juste valeur se situe dans une économie en développement et en transition telle que celle de l'Algérie. Une absence de marché efficient rend son application difficile, ce qui oblige à un rattachement au cout historique qui met en cause la fiabilité de l'information financière au détriment de sa pertinence.⁵⁰⁸

C Rôle et importance de la fonction « ressources humaines » dans la mise en place du SCF⁵⁰⁹

C1 Adaptation au SCF

La formation du personnel est devenue une nécessité absolue. Ce besoin doit être prioritairement accordé aux professionnels comptables et financiers, ainsi qu'aux dirigeants d'entreprises. Ces derniers sont impliqués dans l'établissement des états financiers. Tout cela est bien entendu, sous la responsabilité de la direction des ressources humaines ou de la direction financière. Il s'agit d'élever le niveau de compétences des personnes chargées d'élaborer et d'exploiter les informations financières.

Le nouveau référentiel (SCF) permet, à la comptabilité de fonctionner avec un support conceptuel et avec des principes plus adaptés à l'économie moderne. Il faut produire une information financière plus détaillée, plus pertinente, d'une grande transparence et reflétant une image fidèle de la situation comptable et financière des entreprises. Cela aura également des conséquences en termes d'évaluation d'entreprise.

Ce nouveau système, inspiré largement des normes comptables internationales (IAS/IFRS) a introduit des nouveautés importantes, notamment sur la profession comptable d'une part, et sur les entreprises algériennes d'autre part.

Sur la profession comptable :

– Elle est valorisée, car on ne parle plus de comptable, mais de « préparateur des états financiers », ce changement d'appellation signifie que le professionnel comptable doit préparer un produit informatif qui va satisfaire le besoin des utilisateurs en matière d'informations financières.

⁵⁰⁸ Bachagha S., *Article sur la juste valeur*, Journal El Watan, Algérie, 19/11/2012.

⁵⁰⁹ Arif SE., *Communication lors du colloque- Evolution des Métiers et des Compétences et Mutations de la Fonction Ressources Humaines-* Université de Mascara, Algérie, 14 Mai 2012- Thème de ma communication : « *Le rôle et l'importance de la fonction ressources humaines dans la mise en place du SCF* ».

→ Elle est standardisée, ce qui permet au professionnel de tenir un langage universel, à travers des états financiers qui peuvent être comparés à l'échelle internationale.

Sur les entreprises algériennes :

→ Un apport de plus de transparence et de fiabilité dans les comptes et dans l'information financière qu'il véhicule, ce qui renforce la crédibilité des entreprises.

→ Par ailleurs, cela constitue une occasion, pour les entreprises, d'améliorer leur organisation interne, leur système d'information et la qualité de leur communication avec les parties prenantes de l'information financière.

Les qualités de l'information financière ? selon l'influence des IFRS sur le SCF peuvent être résumées par le schéma suivant :



C2 Les contraintes liées à l'application du SCF

Le passage au SCF nécessite de repenser les rôles de certains acteurs et de procéder à la mise en place de certains processus. Cette nouvelle philosophie comptable et financière a engendré de réelles contraintes que l'on peut résumer dans les points suivants :

- A son début d'application en Algérie, le nouveau référentiel comptable (SCF) a été timide et limité à un simple changement de nomenclature.
- Un manque d'implication des dirigeants, qui selon les textes régissant le SCF, doivent avoir plus de responsabilité dans l'élaboration des états financiers.
- L'absence de création de nouvelles structures spécifiques ou bien de comités techniques chargés de la mise en place du SCF.

Ces difficultés citées ci-dessus sont causés par :

→ L'absence d'appel à un accompagnateur spécialisé,

→ L'inadaptation des logiciels de comptabilité aux nouvelles exigences du SCF.

C3 La formation du personnel : un enjeu stratégique pour les RH

L'adoption du nouveau système comptable et financier est l'un des facteurs déclenchant la formation. Elle doit être accordée pour la quasi-totalité du personnel. Cela reste l'un des avantages de l'application de ce système : le fait que les professionnels comptables et financiers puissent disposer d'un encadrement spécifique lors de la mise en place du SCF.

On peut ajouter, à cet égard, plusieurs facteurs qui s'associent pour déclencher ou accélérer le processus de changement ou d'évolution au sein des organisations.

Les facteurs déclenchant la mise en œuvre des formations sont dus :

-soit aux changements technologiques : l'accès à internet, par une généralisation d'utilisation des applications informatiques, qui vont bouleverser les comportements des employés, en particulier l'intelligence artificielle (IA).

-soit à la gestion de l'hétérogénéité des recrutés : les embauches dues au développement des entreprises peuvent avoir des profils diversifiés, ce qui explique une certaine hétérogénéité dans le niveau de qualification des salariés.

-soit à la recherche de l'efficacité : la recherche d'efficacité va conduire la DRH à revoir l'aptitude et le niveau de formation de ses employés par le biais des formations professionnelles qui leur sont accordées.

D L'impact organisationnel du SCF

Le passage au SCF est un projet d'entreprise majeur. Il va bien au-delà des enjeux purement comptables. Ce type de projet a d'importants impacts sur la fonction des RH, nécessitant une forte implication de la part des managers.

Les principaux axes qui peuvent influencer l'organisation sont les suivants :



La réussite de ce projet tient autant à l'implication de la direction générale et des structures internes, qu'à l'association de professionnels externes qualifiés et spécialisés dans le référentiel SCF.

Il apparaît souvent nécessaire de constituer un groupe de travail qui associe les différentes parties prenantes, chacune en ce qui la concerne. La complexité du référentiel et son caractère évolutif donnent naissance à de nouveaux métiers et responsabilités, entre autres, le normalisateur comptable, les spécialistes comptables et financiers, etc...

Le rôle et la fonction des Ressources humaines est alors de provoquer l'évolution et d'accompagner cette « révolution culturelle ».

Les changements majeurs ne portent pas sur la technique comptable elle-même, mais plutôt sur certaines règles de comptabilisation, d'estimation des actifs, des passifs, des charges et produits.

Cela concerne en premier lieu notre sujet de recherche sur l'évaluation d'entreprises algériennes et l'émergence d'un environnement économique adéquat.

Le passage au SCF est un projet d'entreprise majeur, allant bien au-delà des enjeux purement comptables.

En effet, d'importants impacts sur l'organisation des entreprises, nécessite une forte implication de la part des managers et de l'ensemble du personnel concerné.

Les nouvelles procédures nécessitent de nouvelles méthodes organisationnelles.

Le SCF largement influencé par les normes comptables internationales, a pour effet qu'elles ne sont pas l'affaire que de comptables. La détermination, l'évaluation, le chiffrage de la réalité économique reviennent à ceux qui la détiennent.

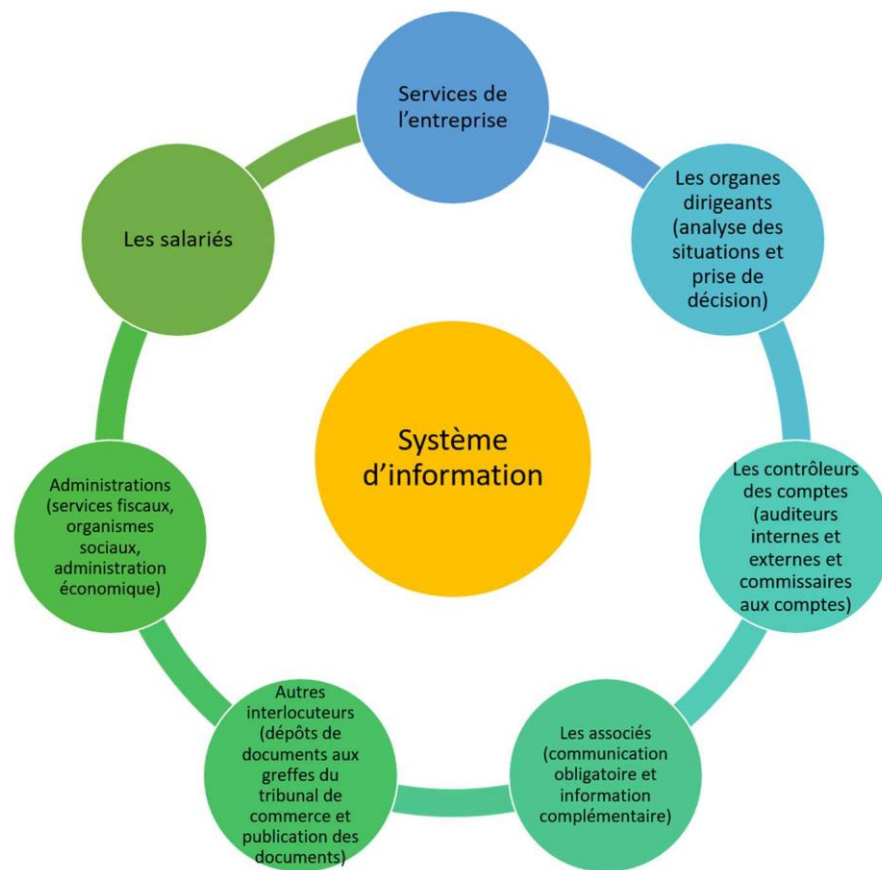
Qui détient la réalité économique ?

Toutes les sphères, tous les niveaux hiérarchiques de l'entreprise sont concernés par la production de données économiques réelles et justes. Les DRH (conventions collectives, avantages sociaux), les gestionnaires (stocks, patrimoine, parc...) pour réévaluer ou dévaluer en relation avec la réalité du marché, les techniciens (dégrouper des investissements...).

A titre d'exemple, la norme relative à l'évaluation des immobilisations corporelles (IAS 16), dont le socle est représenté par le principe de « l'approche par composants, nécessite une complémentarité entre les différents services de l'entreprise (production, commercialisation, finance ...), pour aboutir à la valeur exacte de chaque élément. Cette valeur servant de base pour le calcul des amortissements économiques futurs.

En effet, le SCF prévoit, en accord avec le référentiel international, la décomposition d'un actif particulier en composants, si ceux-ci ont des durées d'utilité différentes. Cette directive pose deux problèmes : celui de la nature des composants pertinents et celui de la détermination de leur durée d'utilité. L'habitude, dans l'ancien système, consistait à traiter un actif comme un tout indécomposable et de lui attribuer pour son amortissement une durée appliquée et calquée sur celle tolérée par l'administration fiscale. Le fait de juger de la durée de vie économique de chaque composant, ou chaque regroupement d'immobilisation, implique une révision des plans d'amortissement utilisés par l'entreprise. Néanmoins, le SCF exige aussi que ces durées puissent être revues à la hausse ou à la baisse et suppose une remise en cause régulière des plans d'amortissement (« Impairment test »). Cela représente un nouvel aspect qui bouscule les pratiques habituelles en matière d'amortissement et de durée d'amortissement. Grâce à la décomposition par composants, il devient possible d'activer les charges importantes, consacrées à la rénovation d'un composant particulier. Il est clair, à ce niveau, que l'ancien système consistait en une application mécanique et répétitive de règles simples, alors que le SCF oblige à une réflexion sur la réalité économique et une collaboration avec les techniciens. Cela devrait apporter plus d'harmonie et de solidarité entre les diverses fonctions.

Nous pouvons citer les principaux domaines qui peuvent influencer l'organisation à travers le Système d'information. Si l'objectif est de connaître la situation de l'entreprise, le référentiel a pour finalité de donner à l'information comptable et financière sa fiabilité et sa pertinence, afin d'obtenir des données claires et comparables. Une représentation, à travers le schéma suivant, nous permet de visualiser les différents utilisateurs de l'information comptable :



Source : réalisé par l'auteur.

Le système d'information, particulièrement le système informatique, devra s'adapter à la nouvelle configuration du SCF. A titre d'exemple, l'administration fiscale n'accepte pas, de façon automatique, les nouvelles modalités d'amortissement. Cela suppose de développer un système de gestion des immobilisations, pouvant gérer ces dernières, selon le référentiel SCF et le référentiel fiscal.

Conclusion : En comparaison du dispositif du SCF avec celles des normes comptables internationales, le nouveau référentiel s'inspire du référentiel IFRS. Cependant, il y a eu une « adaptation » plus qu'une « adoption » du référentiel international.

Il n'y a pas eu une élaboration complète des états financiers en IFRS, mais une version très résumée des IFRS. Il existe même des divergences sur certains points.

Les IFRS sont en perpétuelle évolution. L'écart avec le SCF risque de se creuser encore plus avec le temps.

Concernant notre problématique spécifique à l'évaluation des entreprises algériennes, des apports utiles (approche par composants, pratique adaptée d'amortissement, ...) ont permis de mettre les bilans avec la réalité économique, même si la pierre angulaire des IFRS (La juste valeur) est difficilement transposable dans un environnement où le marché n'est pas efficient, comme nous l'avons déjà souligné.

La mise en place de nouveaux dispositifs comptables inspirés des IFRS, à l'image du SCF en Algérie, n'est pas dénuée de critiques.

Selon D. Leclère⁵¹⁰, tout en admettant que dans une économie mondialisée et financiarisée, le simple bon sens impose la comparabilité des états financiers. Cependant, le « tout IFRS », contient de nombreux effets pervers. Selon l'auteur, le principe de contingence « s'est répandu dans la plupart des disciplines de gestion, en organisation, en stratégie, en contrôle de gestion, en marketing. Il est curieux et paradoxal de constater qu'en comptabilité financière on se tourne vers une conception toute normative ».

Il est ainsi nécessaire de prendre en considération les facteurs de contingence, qui fondent la pertinence de ces normes, et de réfléchir à une typologie des situations, permettant d'expliquer la nécessité de sauvegarder ou d'accepter une sorte de biodiversité des systèmes comptables, en fonction des spécificités.

⁵¹⁰ Leclere D., *Colloque sur : IFRS et PME*, CNAM-INTEEC, op cité, Paris- 2007.

Il met en relief 4 situations, que nous pouvons résumer par le tableau suivant :

| Entreprises | Economie développée et financiarisée | Economie émergente, avec un marché boursier peu développé |
|---|---|--|
| Grandes entreprises avec une gouvernance complexe | Cas N°1 : Pertinence maximale des Normes IFRS | Cas N°3 : Difficile adoption des Normes IFRS |
| PME | Cas N°2 : Adaptation aux Normes IFRS | Cas N°4 : Application incomplète des Normes IFRS |

Source : Leclère D., La Revue du financier, N°168, Année 2007⁵¹¹

Les cas qui nous intéressent sont représentées par les Cas N°3 et Cas N°4., et pour l'Algérie, plus majoritairement le Cas N°4. En effet, la déclinaison universelle des normes IFRS aux petites entreprises dans des pays où une partie importante est concernée par l'informel rend l'adaptation de ces normes difficiles avec les nouveaux concepts : évaluation des immobilisations par composant, application de la juste valeur...)

Certains spécialistes, au même titre que D. Leclère, préconisent un système à partir d'une analyse du contexte et des besoins réels.

Sous-section 2 LES ADMINISTRATIONS SPÉCIALISÉES

Pour les experts de l'évaluation, l'existence des administrations spécialisées implique la disponibilité des données nécessaires à l'application des méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale, telles que :

- le plan d'occupation du sol ;
- les coefficients d'abattement ;
- les taux de vétusté ;
- les coefficients d'emplacement et de la qualité du local à loyer ;
- les indices de valeur résiduelle.

⁵¹¹ Journée Internationale sur les IFRS/PME, Greg-CRC du CNAM et AFC, Septembre 2007.

Afin de vérifier non seulement l'existence de ces données, mais aussi leur disponibilité ; il a été nécessaire de passer en revue les trois administrations suivantes :

- L'administration des domaines et des biens de l'Etat ;
- L'administration de l'urbanisme ;
- L'administration fiscale.

A L'administration des domaines des biens de l'État

Cette administration a pour mission de gérer et d'établir des évaluations des biens de l'État.

Dans le cadre de ses prérogatives, cette administration est habilitée à :

- évaluer les immobilisations ;
- évaluer les fonds de commerce ;
- évaluer le matériel mobilier.

A1 L'évaluation des immobilisations

Habituellement, l'évaluation faite par les services des domaines porte sur la valeur des terrains et des constructions destinés à l'habitat. L'évaluation des terrains destinés à l'habitat s'opère à partir des prix qui se déterminent sur le marché local. Les services des domaines ne font que constater ce fait.

1/L'évaluation des terrains

C'est le marché où se vendent et s'achètent les terrains, sur le territoire de la commune, ou de l'agglomération où est domiciliée cette administration.

Le prix de ce marché local, pour être retenu comme prix domanial, doit au préalable faire l'objet :

- de l'étude des prix des terrains pratiqués sur ce marché ;
- de l'appréciation des caractéristiques physiques (topographique et autres) de chaque terrain ;
- de la détermination d'une fourchette de valeur.

Une telle démarche incite les services domaniaux à se rapprocher des :

- agences foncière ;
- agences immobilières ;
- des services des hypothèques qui, de par leurs attributions, constatent les prix des transactions foncières entre vifs (entre particuliers).

En ayant recours à l'administration des hypothèques, les services domaniaux considèrent que le prix des transactions, entre particuliers, est le prix le plus proche de la valeur de l'actif en question.

Cette approche est fondée sur le fait que le prix constaté a été soumis à un redressement de la part de l'administration fiscale. Les services fiscaux procèdent à un tel redressement car, les pratiques connues des particuliers, font que le prix de la transaction foncière n'est pas déclaré dans sa totalité. Ces pratiques font que l'administration des domaines préfère ne pas recourir aux notaires comme source d'information.

Par ailleurs, les caractéristiques physiques des terrains, sur lesquelles se basent la détermination du prix de l'actif, constituent un ensemble d'informations à même de permettre, selon les agents de cette administration, une bonne appréciation de l'élément considéré.

Ces informations concernent les aspects physiques, économiques et juridiques :

-facteurs physiques :

- configuration du terrain ou forme extérieure ;
- relief : terrain : accidenté ou petit terrain ;
- superficie : grand terrain, accessible par voie routière ;
- éléments d'équipement : terrain équipé ou non équipé ;

-facteurs économiques :

- emplacement ;
- importance du terrain : terrain situé dans telle ou telle autre agglomération.

-facteurs juridiques :

- servitude : terrain grevé d'une quelconque charge ;
- hypothèque ;
- occupation ou non.

En dépit de cet éventail d'informations, il faut souligner que l'appréciation de tous ces éléments se fait uniquement de manière qualitative. Aucune appréciation quantitative n'est formulée. Autrement dit, aucun coefficient permettant de déterminer quantitativement l'une ou l'autre de ces caractéristiques, n'est calculé.

De part cette pratique, l'appréciation de tous ces facteurs n'intervient que de manière indirecte, à travers le prix global du terrain.

Ce qui implique que, si spécificités du terrain il y a, celles-ci se manifestent non pas par le biais d'éléments quantifiés, mais par une appréciation empirique.

Aussi, si ce terrain est estimé à la vente plus cher ou moins cher que d'autres terrains, cela signifie que cet actif présente certaines caractéristiques, qui lui permettent de se distinguer des autres. Or, cette appréciation se fonde sur une approche purement empirique, où le jugé et le vu d'œil sont déterminants.

Ainsi, la détermination de la valeur d'un terrain, par cette administration, se fait d'une manière très simple. Cette méthode consiste à fixer la valeur du terrain en question, tout en tenant compte de ses caractéristiques physiques, en se référant aux prix de vente des autres terrains présentant les mêmes facteurs.

Ce qui implique que l'appréciation de facteurs se fait en fonction du terrain vendu par le passé, même si ce passé est lointain.

Pour se faciliter la tâche, les agents de l'administration des domaines disposent d'une fourchette de valeur correspondant à différentes valeurs de terrains. L'échelle de valeur tente de tenir compte des caractéristiques des terrains, afin de prendre en considération les différents facteurs d'appréciation

Par ailleurs, les prix de référence, où les prix de base de ces terrains, à partir desquels viennent se former les prix de marché, sont des prix administrés. En effet ces prix, qui servent de référence, sont déterminés par un agent, désigné par l'administration.

Cette procédure d'évaluation des terrains est appliquée à l'évaluation des constructions, avec quelques différences.

2/ L'évaluation des constructions

Les facteurs d'appréciation des constructions sont :

-Les facteurs physiques :

- nature et qualité des matériaux de construction ;
- importances du bâtiment : nombre d'étages, les annexes, la superficie bâtie.
- équipement du complexe ;
- vétusté.

- Les facteurs juridiques et économiques :

- occupation du bâtiment, libre ou occupé, loué en propriété) ;
- la situation et l'emplacement de l'immeuble.

Pour déterminer la valeur des constructions, les agents des domaines se fient à des prix fournis par l'administration de l'urbanisme. En effet, selon ces agents, l'administration de l'urbanisme fixe ces prix en fonction du prix de revient.

Ce prix de revient est déterminé à partir des devis de construction, faits avec l'assistance des promoteurs, des maçons et autres.

A partir des informations fournies par l'administration en charge de l'urbanisme, l'administration des domaines des biens de l'Etat utilise, pour évaluer les constructions, essentiellement la méthode du coût de reconstitution à neuf de la construction.

Si la construction à évaluer fait l'objet d'un encombrement (construction encombrée : poutres...), les agents des domaines peuvent procéder à une défalcation pour encombrement, à travers l'usage d'une grille de taux.

Après avoir déterminé la valeur de reconstitution à neuf de la construction, l'administration des domaines défalque un montant représentant la vétusté du bâtiment. Ce montant est calculé en appliquant un taux de vétusté de 1% par an selon l'âge de la bâtisse, et un coefficient d'entretien.

Pour définir ce coefficient, les agents de l'administration se réfèrent à la réglementation, c'est-à-dire aux textes et aux instructions de leur administration centrale.

La réglementation prévoit une fourchette de coefficients, pour tel ou tel type de construction. Toutefois, le soin est laissé aux agents, de juger de l'opportunité d'appliquer le coefficient qui leur semble convenir le mieux, à l'état de la construction. En plus de la méthode d'évaluation par la reconstitution de la valeur à neuf, d'autres méthodes d'évaluations ont été prévues par l'administration des domaines.

Ces méthodes sont :

- la méthode du coût de revient (sur la base de la déclaration) ;
- la méthode du revenu (taux de capitalisation) ;
- la méthode par comparaison ;
- la méthode au mètre carré de la superficie bâtie ;
- la méthode de la pièce principale, terrain intégré.

Les agents de l'administration des domaines chargés de l'évaluation relèvent qu'il est pratiquement impossible d'utiliser ces différentes méthodes.

La difficulté dans leur application réside dans l'insuffisance d'informations.

Ainsi, par exemple, l'utilisation de la méthode du coût de revient, se heurte aux déclarations approximatives des différents agents intervenants dans la construction.

Autrement dit, les prix appliqués, dans les différentes phases de construction, ne reflètent nullement le coût réel. Par voie de conséquence, le prix de revient du bâtiment se trouve biaisé.

La méthode par le revenu se heurte, quant à elle, à la difficulté de déterminer le taux de capitalisation, étant donné que le prix de la location (le loyer) déclaré n'est pas précis.

En outre, il a été constaté que les agents de l'administration des domaines, de par leur niveau de qualification, ont des difficultés à distinguer entre le taux de capitalisation et le taux d'intérêt appliqué par les banques commerciales. Pour eux, le taux de capitalisation peut être remplacé par le taux d'intérêt pour simplifier l'opération du calcul de la méthode du revenu. Si une telle substitution peut faciliter le calcul, pour différentes raisons, il demeure que les deux taux n'ont pas la même signification, donc, ils ne peuvent nullement exprimer le même sens.

3/L'évaluation des fonds de commerce

Pour les agents de l'administration des domaines, le fonds de commerce est une entité juridique, formée d'éléments corporels et incorporels.

Pour évaluer cette entité, ils ont le choix entre deux méthodes⁵¹² :

- La méthode à partir du chiffre d'affaires ;
- La méthode à partir du bénéfice

Méthode à partir du chiffre d'affaires

Dans le cas de la méthode à partir du chiffre d'affaires, les agents procèdent au calcul de la valeur du fonds de commerce en deux étapes. Dans la première étape, ils déterminent un chiffre d'affaires moyen, sur une période de trois années (les trois dernières années).

Etant donné que le commerçant accorde peu d'importance au système d'information comptable d'une part et compte tenu du fait qu'il déclare rarement son chiffre d'affaires réel d'autre part, l'administration des domaines est contrainte de recourir à l'administration fiscale, pour obtenir le C. A⁵¹³ le plus proche de la réalité commerciale et économique de l'affaire à évaluer.

Même le chiffre d'affaires, déterminé par l'administration fiscale, est sujet à caution.

⁵¹² Première partie de la thèse

⁵¹³ CA : Chiffres d'affaires.

Après avoir calculé le C.A. moyen, il est procédé à la multiplication de ce chiffre d'affaires par un taux multiplicateur. Ce taux est fixé par l'administration centrale, suivant un barème, qui tient compte de la nature du fonds de commerce et de l'activité exercée.

A ce stade, l'intervention des agents des domaines est capitale, parce qu'ils doivent déterminer avec précision le taux, qui convient le mieux à la nature et à l'activité du fonds de commerce. Ce taux est variable selon les commerces.

Méthode à partir du bénéfice :

En ce qui concerne la méthode à partir du bénéfice, celle-ci se base également sur la moyenne des bénéfices des trois dernières années. Il s'agit du bénéfice comptable net (BIC)⁵¹⁴.

Pour l'application de cette méthode, les agents procédant à l'évaluation sont contraints de s'appuyer sur les informations de l'administration fiscale.

Ensuite, suivant un barème fixé par l'administration centrale, les coefficients multiplicateurs sont fixés par l'administration centrale des domaines.

L'application de tel ou tel autre coefficient est soumise à l'appréciation de l'agent procédant à l'évaluation du fonds de commerce.

Il faut souligner que l'évaluation du fonds de commerce de certaines activités, telles que la restauration, les spectacles et les parkings, est faite à partir d'une méthode particulière et très simple. Pour la restauration, le fonds de commerce est évalué à partir la recette journalière. Celui de la salle de cinéma est déterminé à partir du nombre de places des 360 jours. Et celui des parkings est calculé à partir de la superficie du parc divisé par 15m². Cette surface correspondant au nombre de voitures stationnées.

4/L'évaluation du matériel mobilier

Pour l'évaluation du matériel mobilier, il existe deux méthodes :

- la méthode de réévaluation des immobilisations amortissables ;
- la méthode par le coût de remplacement.

La méthode de réévaluation des immobilisations amortissables est régie par les décrets législatifs de 1990, 1993 et 1996⁵¹⁵. Cette méthode se base sur le prix d'acquisition en

⁵¹⁴ BIC : Bénéfice Industriel et Commercial.

⁵¹⁵ Décret exécutif n° 96-336 du 12 octobre 1996 fixant les conditions de réévaluation des immobilisations corporelles amortissables figurant au bilan des entreprises et organismes régis par le droit.

cours (c'est-à-dire de l'année en cours). A ce prix vient s'appliquer un taux de vétusté théorique.

La vétusté « théorique » est calculée en combinant un taux d'amortissement de 11%⁵¹⁶ par an, et un coefficient de l'état de l'entretien.

Par ailleurs, la loi de finances de 2007, a entériné le principe de réévaluation des immobilisations corporelles⁵¹⁷, par rapport aux textes de 1990⁵¹⁸. Ceux-ci ne posaient pas de problèmes au plan technique, dans la mesure où les coefficients applicables aux investissements et amortissements étaient préalablement définis. La nouveauté des textes de 2007 réside dans la possibilité donnée aux entreprises de recourir aux experts, notamment ceux du foncier, pour donner une estimation plus précise de la valeur du bien. Celui-ci doit être proche d'une cote pour autant qu'il existe un marché de référence. C'est la formule « aux dires d'experts ». S'il y a des contradictions et des divergences entre deux expertises, il faut recourir à un arbitrage : CTC⁵¹⁹.

L'impact de la réévaluation, sur la valeur de l'investissement, et donc sur l'essentiel du patrimoine de l'entreprise est déterminant. L'actualisation de la valeur du patrimoine peut faire ressortir des plus-values très importantes. Il faut préciser que la réévaluation bénéficie de la franchise fiscale en matière d'imposition à l'IBS.⁵²⁰

En effet, est-ce que le marché local signifie marché de la ville ou de l'agglomération, le marché de la wilaya⁵²¹, le marché de la région ou le marché national ?

Au plan pratique, les agents de ladite administration considèrent que le marché local est souvent le marché de l'agglomération dans laquelle se situe cette administration.

Qu'en est-il d'une entreprise qui a plusieurs ateliers ou unités dotées d'une autonomie totale de gestion et de fabrication situés sur différentes agglomérations ?

Quel prix doit être appliqué ? Celui du marché où est domicilié le siège social de l'entreprise ou celui des différentes agglomérations où se situent les ateliers ?

Pour se faire une idée plus précise sur les prix du marché local, les agents de l'administration des domaines consultent les agences foncières et l'administration fiscale. Or, les agences foncières et immobilières, ne font que constater le plus souvent les prix du marché local.

⁵¹⁶ Op. Cité- Texte sur la réévaluation des bilans.

⁵¹⁷ Aoumer M.S., Article du journal El Watan, 03/12/2007

⁵¹⁸ Op cité

⁵¹⁹ CTC : Contrôle Technique de la Construction.

⁵²⁰ IBS : Impôt sur les bénéfices des sociétés.

⁵²¹ Wilaya :Equivalent de la Préfecture en France, op. cité.

Le procédé d'évaluation se base essentiellement sur une approche d'appréciation qualitative et subjective, alors que la détermination de la valeur réelle doit se fonder sur une approche objective et quantitative.

Les prix de base des prix de marché, pris en compte par les agents de l'administration sont, à l'origine, des prix administrés.

Pour déterminer la valeur des constructions, les agents des domaines prennent en compte les prix fournis par l'administration de l'urbanisme. Celle-ci se base sur les déclarations des intervenants, dans les opérations de constructions et des pratiques en usage qui font que les données, sur lesquelles se fondent les calculs du coût de revient à réestimer.

Par ailleurs, les agents de l'administration des domaines admettent la nécessité d'appliquer un taux de défalcation. Mais, ils admettent qu'il est difficile à le déterminer.

L'administration des domaines prend en considération toutes les données communiquées par les promoteurs et les entrepreneurs. En ce qui concerne les coûts de reconstitution de la construction, et nonobstant les fausses déclarations, il y a lieu de s'interroger sur les méthodes de détermination des coûts réels supportés par ces promoteurs et ces artisans. Autrement dit, est-ce que ces coûts réels obtenus par les promoteurs et les artisans sont déterminés selon les méthodes définies par la comptabilité analytique ? On peut se poser la question.

Pour déterminer la valeur du fonds de commerce, à partir des bénéfices, les agents utilisent le bénéfice comptable net. Si on prend en considération l'absence de système comptable efficace, pour le traitement de l'information et les pratiques comptables existantes, il y a lieu de s'interroger sur la fiabilité de l'usage du bénéfice comptable net comme élément de base d'évaluation. Il y a lieu de s'interroger si réellement, cette grandeur reflète la capacité bénéficiaire de l'entreprise en question.

B L'administration chargée de l'urbanisme

Les aspects intéressants cette administration sont les suivants :

- Le Plan d'occupation du sol (POS)
- Les coefficients du sol et d'emprise et le plafond légal de densité ;
- Les coefficients qui interviennent dans l'évaluation des terrains et des constructions ;

-
- La différence entre les terrains industriels et l'habitat ;
 - La possibilité pour l'administration de l'urbanisme de déterminer le prix de revient des constructions.

La notion de POS (Plan d'Occupation des Sols) en Algérie, a été introduite dans les années 90, avec la mise en application de la nouvelle réglementation en matière d'urbanisme. Avec la promulgation de la loi N° 90-29 du 1^{er} Décembre 1990, relative à l'aménagement et l'urbanisme⁵²², le concept de POS a pu être introduit dans la terminologie de l'administration algérienne⁵²³. Avant cette loi, les collectivités locales n'utilisaient que le Plan Directeur d'Aménagement et d'Urbanisme (le P.D.A.U).

La promulgation de la loi N° 90-29⁵²⁴ de 1990, relative à l'aménagement et à l'urbanisme a permis l'établissement de nouvelles règles générales, en vue de déterminer les sols à urbaniser et d'organiser la formation du bâti dans le cadre d'une gestion économe de ces sols. Cette loi proclame, dans son article 10, un certain nombre d'instruments d'aménagement.

En ce qui concerne le PDAU⁵²⁵, le législateur définit cet outil comme étant un instrument :

- de planification spatiale et de gestion urbaine ;
- d'orientation fondamentale de l'aménagement du territoire, de la ou des communes concernées, sur la base des schémas d'aménagement et plan de développement ;
- définissant les termes de références du plan d'occupation des sols ;
- déterminant la destination générale des sols, sur l'ensemble du territoire d'une ou d'un ensemble de commune par secteur.

De ce fait, « chaque commune doit être couverte par un POS, dont le projet est établi à l'initiative et sous la responsabilité du Président de l'Assemblée Populaire Communale »⁵²⁶(APC).

Le législateur algérien, dans la nouvelle loi, accorde beaucoup d'intérêt au POS. Cet instrument fixe de façon détaillée les droits d'usage des sols et de construction.

Si la législation, en matière d'aménagement et d'urbanisation, existe bel et bien en Algérie. Cependant sa mise en œuvre est soumise à nombre de difficultés.

⁵²² Rappel du contenu de la loi en annexe.

⁵²³ Jusqu'à mars 1999, le POS n'était pas introduit sur l'ensemble du territoire.

⁵²⁴ Voir le contenu de la loi en annexe.

⁵²⁵ PDAU : Plan Directeur d'Aménagement et d'Urbanisme.

⁵²⁶ Article 1 de la loi 90-29 relative à l'aménagement et l'urbanisme.

Enfin, il y a lieu de faire remarquer que les actes de propriété des terrains, n'ont été délivrés aux entreprises que dans les années 2000. Dans le passé, elles avaient la jouissance du terrain sur la base d'un « arrêté d'affectation ».

C L'administration fiscale

L'examen de l'administration fiscale est centré uniquement sur l'estimation et l'évaluation fiscale.

Deux aspects sont à relever :

- les textes régissant l'estimation des biens ;
- les conditions et le déroulement de l'opération d'estimation.

Le texte législatif qui régit les modalités de l'estimation et de l'évaluation des biens, susceptibles de devenir une assiette imposable, est la loi n° 93-271 du 10 novembre 1993 portant sur l'assiette fiscale⁵²⁷.

En ce qui concerne les conditions du déroulement de l'opération de l'estimation fiscale, les agents du fisc s'efforcent de se rendre sur les lieux, pour constater l'authenticité des déclarations, faites par le ou les contribuables.

- les données communiquées à l'administration fiscale sont parfois biaisées.

Les services fiscaux, à force de croire que le contribuable sous-évalue perpétuellement et volontairement ses biens, redressent souvent de manière automatique, les valeurs des actifs, provoquant ainsi une surestimation continue de ces actifs. Ce comportement et cette réaction font que la juste valeur des biens est éloignée de son niveau réel.

Compte tenu de tous ces éléments, l'administration fiscale semble consciente que les pratiques en usage sont loin d'être rationnelles et objectives. Ce qui pénalise les opérations d'estimation ou d'évaluation.

Hormis ces administrations, qui peuvent être considérées comme étant des institutions spécialisées, il y a peu d'entités administratives (comme le prévoient les théoriciens de l'évaluation) susceptibles d'intervenir de manière directe ou indirecte dans l'évaluation d'entreprise.

Ce qui implique que, mis à part ces administrations, l'environnement économique algérien demeure insuffisant en matière d'institutions administratives spécialisées susceptibles de contribuer efficacement à l'évaluation des entreprises.

⁵²⁷ Rappel du contenu de la loi en annexe.

Sous-section 3 NOTAIRES, AGENTS ET EXPERTS

IMMOBILIERS, PUBLICITAIRES, PROMOTEURS, INSTALLATEURS.

L'assistance de ces agents spécialisés à beaucoup d'intérêt pour l'application de la méthode de l'actif net corrigé, entrant dans les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale.

A Les notaires

Selon le point de vue des théoriciens de l'évaluation, les notaires, en raison de leurs missions, sont en mesure de connaître toute l'agglomération⁵²⁸. Par voie de conséquence, ils sont en mesure de donner avec précision les prix des terrains et des constructions.

Est-ce facilement vérifiable dans le contexte algérien ?

Les notaires, en Algérie, sont tributaires de deux éléments fondamentaux :

- les séquelles des années de nationalisation, qui avaient fait de cette corporation un simple corps d'agents auxiliaires de la justice ;
- la loi n° 88-27 du 12 juillet 1988 portant sur l'organisation du notariat⁵²⁹.

Pour le premier élément, les notaires, en Algérie, ont eu du mal à s'adapter aux vagues de nationalisation (années 1970). Durant cette période, ils étaient transformés en simples fonctionnaires de l'Etat, transférés au service du tribunal.

Ces années de nationalisation ont eu des conséquences négatives sur cette profession, parce que les notaires étaient devenus des simples exécutants au service de la justice. L'incidence négative la plus importante a été la limitation considérable de leur champ d'intervention, ce qui a induit un niveau insuffisant de professionnalisme et d'expérience.

Quant au deuxième élément, il se manifeste par les restrictions imposées par le législateur.

⁵²⁸ Voir les théories citées (le 1^{er} chapitre de la 1^{ère} partie).

⁵²⁹ J.O n°28 du 13 juillet 1988.

En effet cette loi, dans son article 15⁵³⁰, stipule "qu'il est interdit au notaire, soit par lui-même, soit par personnes interposées, soit directement, soit indirectement :

- de se livrer à des opérations de commerce, de banque et, de manière générale, à toute opération à caractère spéculatif ;
- (...) de faire des spéculations⁵³¹ relatives à l'acquisition et à la revente des immeubles, à la cession de créances, droits successifs, action industrielles et autres droits incorporels ;
- d'être d'intéressé dans une affaire pour laquelle il prête son concours ;
- (...)d'exercer cumulativement ou par son conjoint, la profession de courtier ou d'affaires(...)"

Malgré ces deux difficultés, la plupart de notaires estiment qu'ils sont en mesure de donner les prix de n'importe quels terrains et constructions situés dans la localité où ils sont installés, ou les autres localités du pays. Ils fondent leur argument sur le fait qu'ils sont tenus de faire authentifier tous les contrats de vente dans les autres localités.

Sur ce point, un certain nombre de remarques peuvent être soulignées :

- les notaires se déclarent être en mesure de donner avec précision les prix pratiqués sur les terrains et les constructions. Or en réalité, ils ne font que constater les prix des terrains et des constructions, à travers les contrats de vente conclus entre particuliers. Etant donné les pratiques, les prix réels et exacts de ces transactions sont rarement déclarés ;
- les notaires authentifient, dans la plupart cas, les contrats de vente et d'achat de terrains à usage d'habitation et les constructions destinées à l'habitat. Dans certains cas, ils authentifient des contrats concernant des terrains à usage agricole. Mais pour les terrains à usage industriel, les contrats sont relativement peu nombreux, pour ne pas dire rares ;
- Les notaires ne sont pas en mesure de couvrir toute l'agglomération, en raison de leurs moyens limités.

Par ailleurs, les notaires estiment que leurs missions présentes permettent, de par les informations qu'ils reçoivent, de jouer le rôle non seulement de conseil à leur clientèle,

⁵³⁰ JO N°28, p.777, op cité, Juillet 1988.

⁵³¹ Le terme spéculation vient du latin « speculare qui signifie « prévoir ».

mais aussi d'intermédiaire dans l'immobilier. Seulement ce rôle d'intermédiaire se trouve confronté à la réglementation qui impose une franche interdiction.

Pour conclure, on peut dire que le notariat en Algérie a connu beaucoup de difficultés dans l'exercice de ses missions. La principale difficulté réside dans les restrictions imposées par les textes législatifs et réglementaires.

B Les agences immobilières

Le rôle des agences immobilières en Algérie consiste essentiellement à rendre publique le peu d'offres et de demandes des vendeurs et des acheteurs et matière d'habitat. Aussi, lorsque l'offreur et les demandeurs de terrain ou de construction, se rencontrent, ils préfèrent souvent régler leurs affaires en dehors de l'agence immobilière.

Dès le moment où l'agence immobilière ne prend pas part à la négociation, elle ne peut être que d'une utilité limitée pour l'évaluation des terrains et des constructions.

Ainsi, pour conclure, il y a lieu de remarquer que les agences immobilières ne peuvent le plus souvent nullement être prises en considération pour l'obtention des données nécessaires à l'application des méthodes d'évaluation de ces types d'actifs.

C Les Agences foncières

Les Agences foncières sont des entreprises publiques à caractère commercial. Leur mission consiste à acheter des assiettes de terrains brutes auprès de l'administration des domaines des biens de l'Etat.

Après l'acquisition des terrains, destinés à l'habitat, l'agence foncière procède, en principe, à leur viabilisation avant de les vendre aux particuliers intéressés.

Les travaux de viabilisation consistent à connecter les terrains aux réseaux d'eau, de gaz, d'électricité et des évacuations des eaux usées. Tous ces travaux sont effectués par des entreprises spécialisées.

Par voie de conséquence, les prix de ces actifs, pratiqués par les agences, se composent des éléments suivants : Le prix de vente du terrain = prix d'achat de l'assiette brute + coûts des différents travaux de viabilisation + marge bénéficiaire de 10% + TVA

D Les experts géomètres

L'étude des méthodes et techniques d'évaluation de la valeur patrimoniale montre que l'appréciation des bâtiments nécessite l'usage d'un certain nombre de professionnels

et de facteurs quantitatifs. Les experts géomètres, en Algérie, ne procèdent à l'évaluation des constructions que par la méthode dite de « construction à neuf ».

Pour cela, ils déterminent le prix du mètre carré bâti, à partir du prix fixé par l'agence foncière, multiplié par un coefficient. En ce qui concerne, le taux de vétusté, celui-ci est calculé mais de manière plus ou moins approximative.

E les agences de promotion immobilière

En matière de promotion immobilière, une agence spécialisée est pionnière en Algérie : la Société de Promotion Immobilière de l'Epargne (SPIE)⁵³².

Plusieurs entreprises privées se sont lancées dans ce genre d'activité. Parallèlement, d'autres organismes étatiques ont vu le jour tel que l'Office de Promotion et Gestion Immobilière (OPGI)⁵³³.

Par son expérience, son encadrement et sa couverture du territoire national, la SPIE était en mesure de fournir les renseignements nécessaires.

La société de Promotion Immobilière de l'Epargne, est une filiale de la Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance (CNEP). Elle est organisée en trois directions régionales : est, centre et ouest. Chaque direction régionale gère un portefeuille de projets de construction d'habitations pour la clientèle de la CNEP. Il faut souligner que la CNEP, est, dans le cadre de la réforme bancaire, une institution financière à caractère bancaire.

De par les missions et l'organisation de cet organisme de promotion immobilière, la SPIE se trouve confrontée à deux grands problèmes :

- l'obtention de l'acte de propriété du terrain ;
- la difficulté à traiter avec l'agence foncière.

Ces deux problèmes pénalisent fortement la détermination exacte du prix d'achat du terrain. En matière de détermination du prix de la construction (coût du bâtiment) le problème est relativement aisé, vu que cet organisme fonctionne avec un personnel technique qualifié.

Compte tenu des lourdeurs administratives et des contentieux, il est parfois très difficile d'obtenir les actes de propriété des terrains achetés. Les instances

⁵³² Cette société a été créée en même temps que l'Office de Promotion et Gestion Immobilière (OPGI) comme dispositif de soutien financier.

⁵³³ L'Office de Promotion et Gestion Immobilière (OPGI) a été créé en 1962.

administratives, en charge de la délivrance de ces documents, sont souvent en situation d'incapacité.

Ce qui pose également le problème de la situation juridique de tels actifs, qui concerne pratiquement tout le territoire national. Une telle situation fait qu'à la fois le notaire et le promoteur immobilier, qui dans ce cas est la SPIE, doivent mener les procédures notariales dans des conditions difficiles.

La deuxième difficulté a trait aux problèmes techniques, rencontrés dans les différentes affaires conclues avec les agences foncières. Ces problèmes ont deux causes : la fiabilité de l'information et les différences techniques.

En conclusion, les agents de la SPIE sont conscients que le problème qui est posé dans la détermination du prix d'un terrain, ou d'une construction, est fondamentalement un problème de pratiques, ces pratiques n'étant pas normalisées, et une insuffisance d'informations de qualité.

F Les installateurs

Les méthodes d'évaluation comprennent l'assistance des installateurs qui doivent donner des devis des différentes installations (électricité, eaux, etc...) faites dans un immeuble. Professionnellement, ces installateurs connaissent les coûts de chaque installation.

Les entreprises d'installateurs de ce type d'équipements sont, dans leur grande majorité, de petites entreprises familiales de type artisanal.

Compte tenu du système d'organisation, appliqué au sein de ces petites entreprises, le style de gestion du dirigeant, le manque de qualifications managériales, l'absence de système de comptabilité fiable, l'inexistence de système de comptabilité des coûts d'exploitation, on peut s'interroger sur la fiabilité et la pertinence des informations communiquées, à travers les devis.

Le devis est un document qui doit, en principe, permettre de comprendre la structure des coûts des installations. Or, si les carences ci-dessus sont prises en considération, la précision de l'information exigée par les méthodes d'évaluation, ne peut se trouver dans un tel document.

En effet si ces installateurs n'ont généralement pas de comptabilité analytique. Elle permet de calculer le coût de revient c'est-à-dire incorporer les coûts variables et les coûts fixes pour déterminer les coûts exacts d'une installation. Ils seront dans la difficulté de donner une information exacte. En outre, si ces petites entreprises n'ont

pas de comptabilité analytique, elles ne peuvent saisir, de manière rationnelle, l'évaluation de leur structure de coûts. Dès lors comment peuvent-elles apprécier objectivement l'évaluation des coûts de revient des différentes installations ?

Tout dépend également de la taille des entreprises et des chantiers concernés.

Etant donné ces lacunes, il est évident que l'information peut que biaiser l'appréciation réelle des installations et, par voie de conséquence, ne peut qu'accroître l'écart entre la valeur obtenue, par les différentes méthodes et techniques empiriques d'évaluation, par rapport à la « juste valeur » de l'entreprise concernée.

G Les publicitaires.

L'évaluation des entreprises fait également appel aux publicitaires, pour pouvoir apprécier un certain nombre de facteurs matériels ou immatériels touchant à la marque et à la clientèle ou à la notoriété de l'entreprise.

La publicité est une activité dynamique, fondamentalement, associée à l'économie de marché. Elle trouve sa pleine expression, principalement dans les économies de marché, caractérisées souvent par un excès d'offre sur la demande.

Compte tenu du niveau de développement de l'économie nationale d'une part, étant donné la situation de l'appareil productif national d'autre part, cet état des choses n'est nullement vérifié en Algérie.

Toutefois, avec la mise en œuvre des mesures de réforme de l'économie nationale, durant les années 1990, un embryon d'activité publicitaire a pu voir le jour. Puis cette activité a connu une expansion rapide dans les années 2000.

Elle a permis, à un certain nombre d'acteurs nouveaux, de prendre place parmi les opérateurs économiques nationaux. Ces nouveaux agents se composent des agences privées de publicité, des diffuseurs privés et des organes de presse privés.

Avant l'apparition de ces nouveaux vecteurs de la publicité, l'activité était placée sous le contrôle de l'Agence Nationale de l'Édition et de Publicité (ANEP)⁵³⁴, qui en détenait le monopole.

De par le manque de tradition en la matière, et le manque de professionnels de la publicité, il est évident que les publicitaires algériens ne peuvent pas apporter suffisamment d'appui au processus d'évaluation.

⁵³⁴ L'Agence Nationale de l'Édition et de la Publicité (ANEP) est créée en 1967.

Avec l'acquisition de plus de maîtrise des techniques appliquées à la publicité, l'évolution des mentalités dans le monde des affaires et la compréhension des mécanismes et des outils managériaux, la publicité pourra immanquablement servir l'évaluation dans le futur.

D'autant plus que les éléments immatériels (notoriété, image favorable, pouvoir d'attraction...), sont de plus en plus importants pour déterminer la valeur des entreprises.

Sous-section 4 LE MARCHÉ STRUCTURÉ DE L'IMMOBILIER ET DU MATÉRIEL

Les techniques et les méthodes d'évaluation ont recours aux marchés de l'immobilier et du matériel, pour faire usage de leurs informations.

A Le marché de l'immobilier

Il est important, en ce qui concerne le marché de l'immobilier, de faire la distinction entre le marché de l'immobilier destiné à l'habitat et celui de l'immobilier destiné à l'industrie et du commerce.

Sur la base de ce qui a été exposé dans les sections précédentes, un marché de l'immobilier, destiné à l'habitat, existe bien en Algérie. On note qu'un marché de l'immobilier, destiné à l'industrie, est en gestation.

Cependant, ce marché, en raison des dysfonctionnements qui touchent ce secteur, est très imparfait. Cette imperfection fait qu'il ne produit pas d'informations en quantité et en qualité suffisantes pour qu'elles puissent servir convenablement à l'évaluation. Le foncier urbain se distingue du foncier agricole qui relève d'une autre analyse et n'est pas traité dans la présente recherche.

Le foncier urbain est l'assiette d'activités économiques, telles que la construction, les industries, les services...Ce que l'on retrouve dans l'appellation de « foncier économique ».

Il est difficile de présenter une situation exacte du marché du foncier économique, compte tenu du manque de fiabilité des données relatives à ce marché.

Par ailleurs, ce marché est rarement concurrentiel, pour deux raisons majeures⁵³⁵ : soit il n'est pas organisé, ce qui favorise la spéculation, soit, comme c'est le cas dans les pays émergents, qui sortent d'un système étatique, c'est un marché oligopolistique où l'Etat et les autorités locales constituent des opérateurs majeurs. Il ne s'agit pas, loin de là, d'un marché de concurrence « pure » et « parfaite », tel que défini par les économistes libéraux.

Pour un ancien ministre⁵³⁶, « de nombreux investissements ont été perdus dans un passé récent à cause du problème de l'accès au foncier » car « tout le système de gestion du foncier économique a été revu, et le prix de cession du terrain est un énorme problème opérationnel, il réside surtout dans la détermination par les services des domaines de la valeur du terrain destiné à recevoir les investissements »

Pour que le marché de l'immobilier puisse être un apport positif à la détermination de la valeur d'une entreprise, il est important que ses mécanismes de régulation, à travers la confrontation de l'offre et de la demande, permettent à chaque intervenant de jouer son rôle de manière transparente et concurrentielle.

Une politique de passage à un marché foncier a bien été tentée en Algérie, dans les années 1990. Une des causes, qui n'a pas contribué à sa réussite, est que le système de gouvernance nationale continuait à fonctionner selon les principes de la centralisation et de la concentration des pouvoirs. Le système économique n'avait connu aucune tentative de réforme structurelle. En effet, si les relations transactionnelles étaient supposées être libres et obéir aux règles de marché, la démarche suivie a été essentiellement réalisée de nature administrative.

Au lieu d'aboutir à l'émergence d'un marché du foncier économique, transparent et efficient, il s'est développé une situation institutionnelle d'une grande complexité.

A partir de 2005, une stratégie est retenue, revenant aux règles simples d'un marché privé, où se réalisent la confrontation entre l'offre et la demande, mais où la régulation du marché reste assurée par les opérateurs fonciers publics (Agence foncière). Deux instruments permettent une libre confrontation de la demande et de l'offre, dans des conditions de prix acceptables, et de transparence renforcée : un cadastre précis et une banque de données mise à jour.

⁵³⁵ Article de Guemmache H., *Le problème du foncier en voie de règlement*, Journal Le Quotidien d'Oran, du 08 Octobre 2007.

⁵³⁶ Temmar H., *Ministre des Participations et de la promotion des investissements(1999-2010)*, cité par Guemmache H.

Le problème qui n'est pas résolu et qui demeure central, est celui des conditions de fixation des prix réels du marché. C'est notre préoccupation ? au niveau de notre recherche, à savoir des informations fiables au niveau des états financiers des entreprises, pour la détermination d'une juste valeur.

En effet, le prix de cession représente le problème technique central, qui définit la pertinence de la stratégie d'émergence d'un marché efficient.

Le prix qui assure la meilleure allocation des terrains disponibles, du point de vue de la rentabilité de l'investissement, est le prix du marché, dans la mesure où ce marché est libre et transparent et non pas biaisé par des interventions externes.

En effet, en tentant de cerner de manière rationnelle le marché de l'immobilier, pour l'habitat en Algérie, nous avons pu observer que le prix de vente ou d'achat d'un terrain, ou d'une construction se détermine par un processus de comparaison.

Cette manière de déterminer le prix comporte au moins deux inconvénients :

- il est impossible de trouver deux terrains ou deux constructions parfaitement comparables, sauf exception.
- les prix fixés dans le passé, proche ou lointain, ne peuvent être semblables à ceux d'aujourd'hui, en raison entre autre de l'incidence de l'inflation, sauf exception.

B _____ Le marché du matériel

Le recours au marché du matériel, par les méthodes de l'évaluation, a pour but d'utiliser la valeur de la casse et la valeur d'occasion, comme facteurs d'appréciations de l'équipement industriel⁵³⁷. Or, cela suppose qu'un tel marché existe et qu'il soit doté de caractéristiques propres. Cela implique que plusieurs entreprises échangent, cèdent ou vendent, leurs machines sur ce marché secondaire. Certains fabricants de ces machines encouragent de telles transactions.

Toutefois, la faible publicité entourant ces transactions et le manque d'organisation, font qu'il est difficile, en Algérie, de parler d'un marché, au sens théorique de ce concept, pour ce type d'équipements.

⁵³⁷ Ce thème a été traité au 2^{ème} chapitre de la 1^{er} Partie.

C Les offices de statistiques

Les méthodes de l'évaluation font également appel aux institutions et aux cabinets spécialisés pour leur fournir les différents indices des prix des constructions, des matériaux de construction et du matériel.

Théoriquement, ces indices des prix permettent la réalisation des méthodes d'évaluation, dites méthodes indiciaires donnant les valeurs indiciaires.

En Algérie, l'institution spécialisée dans ce domaine est l'Office National des Statistiques (ONS)⁵³⁸. Cet organisme est la seule institution habilitée à fournir les indices des prix des différents biens. Cependant, ces indices se limitent aux prix constatés dans le grand Alger.

Aussi, deux objections peuvent être soulevées :

- ces indices se calculent comme si les prix pratiqués et les quantités vendues dans le grand Alger étaient représentatifs du reste du pays. Une telle hypothèse est loin d'être vraie. Les comportements d'achat et de consommation des personnes vivant à Alger et ceux vivant à l'intérieur du pays ne sont pas identiques et dépendent des usages, des habitudes et du pouvoir d'achat.
- ces indices des prix peuvent ne pas refléter la réalité du grand Alger, si l'on tient compte du fait que les enquêtes sur les prix, ne se font que sur un nombre très restreint de marchés.

Par voie de conséquence, l'indice des prix, tel qu'il est calculé, semble poser également de sérieux problèmes. Or, si ces indices sont entachés de certaines défaillances techniques, comment peuvent-ils être utilisés avec fiabilité pour l'appréciation des éléments du bilan d'une entreprise ?

D La législation spécifique portant sur les titres de participation

L'évaluation des titres de participation d'une entreprise, nécessite le recours à une législation particulière, relative à ce genre d'actifs, suffisamment riche et actualisée,

⁵³⁸ L'Office National des Statistiques est l'Institution Centrale des Statistiques de l'Algérie. C'est un établissement public, à caractère administratif, chargé de la collecte, du traitement et de la diffusion de l'information statistique socio-économique (tels que le recensement de la population et de l'habitat, l'enquête sur la main d'œuvre, l'enquête sur les entreprises industrielles, etc.). L'Office National des Statistiques est placé sous la tutelle du ministère des Finances. L'Office National des Statistiques fut créé au lendemain de l'indépendance, en 1964, sous l'appellation de Commissariat National pour le Recensement de la Population (C.N.R.P).

pour permettre une bonne maîtrise des procédures, de leur identification et appréciation.

A titre d'exemple, le Conseil national de la comptabilité (CNC)⁵³⁹, en France, élabore les dispositions concernant les titres de participation, servant de réglementation en la matière.

En Algérie, une institution équivalente se charge de la prise en compte de ces aspects comptables⁵⁴⁰. Par ailleurs, le code de commerce de 1993 qui fait état d'un certain nombre de titres et valeurs mobilières, de même que la réglementation de la COSOB⁵⁴¹ (Bourse) développe une réglementation dans ce sens.

Sous-section 5 L'ÉVALUATION PRÉALABLE DES ENTREPRISES ÉMETTRICES DES TITRES DE PARTICIPATION ET LE SYSTÈME JUDICIAIRE

A L'évaluation préalable des entreprises émettrices de titres de participation

Les méthodes d'évaluation vont dépendre de la démarche d'évaluation des titres de participation et de la valeur des entreprises émettrices de ces actifs financiers. Autrement dit, si l'évaluation préalable de ces entreprises est quasiment impossible à faire, il sera également impossible d'apprécier la valeur réelle de ces titres de participation.

Certaines entreprises publiques, en Algérie, ont émis des actions. A un moment donné l'investisseur, ayant placé ses capitaux dans ces entreprises, cherchera à apprécier la valeur réelle de son portefeuille. Pour pouvoir le faire, il est contraint de recourir à la valeur réelle de ces entreprises. Que signifie une telle valeur dès lors, que les

⁵³⁹ Le Conseil National de la Comptabilité, en France, a été remplacé, en 2009, par l'Autorité des Normes Comptables (A.N.C.).

⁵⁴⁰ En Algérie le Conseil National de la Comptabilité, installé depuis Mars 1998, a pour objet essentiellement : la coordination et la synthèse dans le domaine de la recherche et de la normalisation comptables et des applications y afférentes. Il peut aussi connaître de toutes questions se rapportant à la normalisation comptable et à l'application des normes. Il peut être consulté par les commissions des assemblées élues, les organismes, sociétés ou personnes intéressés par ses travaux. Le Conseil est un organe consultatif et de régulation à caractère administratif et à vocation interministérielle et interprofessionnelle. Le Conseil National de la Comptabilité a plusieurs activités liées à son objet. Ces activités sont deux ordres : techniques et administratives.

⁵⁴¹ Voir Annexes : Textes sur la COSOB, 2013

conditions environnementales, nécessaires à l'application des méthodes et des techniques d'évaluation, ne sont pas réunies ?

B Le système judiciaire :

Le système judiciaire en vigueur, actuellement en Algérie, a par rapport à celui du début années 90, subi certains changements. Cependant, toutes ces transformations demeurent encore insuffisantes, pour permettre le plus souvent une prise en charge adéquate des litiges entre entreprises.

Cette situation, en plus de « l'archaïsme » des textes, régissant les relations commerciales, financières et économiques entre les différents opérateurs et agents économiques, se trouve complexifiée par le manque de formation permanente des magistrats et des agents auxiliaires de justice, tels que les avocats, les greffiers et les huissiers, dans les domaines des affaires, de la finance et du commerce.

Cet état de fait trouve ses origines dans les choix idéologiques et politiques qui ont été fait, lorsque le socialisme était le maître mot.⁵⁴² Durant ces années, la propriété privée était réduite à sa plus simple expression⁵⁴³. L'appareil de production était détenu par l'Etat et fonctionnait sur la base de titre d'affectation. Néanmoins, les titres d'affectation ne peuvent, en aucun cas, remplacer les titres de propriété. Ce titre d'affectation donne, simplement, le droit à l'exploitation d'un actif. Il ne donne nullement, à son détenteur, des droits et obligations générés par un droit de propriété.

Par voie de conséquence, tout litige était traité au niveau de l'institution administrative de tutelle ou émettrice de l'arrêté d'affectation.

La régulation de la situation juridique du patrimoine des entreprises publiques n'est intervenue qu'à la suite de la mise en œuvre de la politique de privatisation.

Pour la première fois, cette régulation est réalisée sur la base de la circulaire n°37 du 15 Juin 1996⁵⁴⁴ du chef du gouvernement. Elle vise à assainir et à donner le droit de propriété des éléments immobiliers aux entreprises publiques.

La nécessaire adaptation des entreprises, aux exigences des changements structurels de l'économie algérienne, fait que les entreprises publiques sont privatisables. Cela veut dire qu'elles doivent être évaluées le plus « justement » possible.

⁵⁴² Ecrément M., *Indépendance politique et libération économique*, p.160, ENAP/OPU-PUG .

⁵⁴³ Ecrément M ., op. cité, p.289.

⁵⁴⁴ op. cité.

Section 2. L'environnement algérien et l'usage des méthodes d'évaluation de la valeur de rendement

Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement sont conditionnées par un certain nombre de facteurs. Ces conditions exigent un environnement qui permet l'existence de :

- la capacité bénéficiaire de l'entreprise à évaluer ;
- l'ouverture du capital social de l'entreprise à évaluer ;
- la bourse des valeurs pour l'évaluation des actions ;
- le marché, déterminant le coût du capital .

Sous-section 1 LA CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE ET L'OUVERTURE DU CAPITAL SOCIAL

A La capacité bénéficiaire

Les méthodes d'évaluation utilisent fréquemment la notion du bénéfice corrigé et actualisé, dans les différentes approches de la valeur de rendement.

Ce qui implique que l'entreprise à évaluer doit être en mesure de dégager des bénéfices. Par voie de conséquence, elle doit avoir une forte capacité pour réaliser des bénéfices.

Si une telle logique est appliquée à l'entreprise algérienne, cela signifie que celle-ci doit être capable de dégager des bénéfices non seulement dans le temps présent, mais aussi dans un temps futur plus ou moins long.

Une telle capacité à dégager des bénéfices, ne peut être réelle et garantie, que si l'entreprise, en question, est gérée de manière rationnelle et efficace, tout en ayant une part significative du marché.

Or, si cette entreprise connaît des dysfonctionnements, ou si elle opère dans un environnement caractérisé par une concurrence très agressive, sa capacité bénéficiaire devient soumise à un certain nombre d'aléas. Ce qui implique qu'elle se trouve porteuse d'un certain niveau de risque.

Apparemment, la plupart des entreprises publiques et privées, hormis celles qui ont de très graves dysfonctionnements, peuvent dégager des bénéfices. Est-ce que cela est

suffisant pour dire que ces entreprises sont dotées d'une capacité bénéficiaire ? Certainement pas, car tout peut être, à tout moment, remis en question dans un environnement économique fluctuant, bousculé par des crises imprévisibles.

B L'ouverture du capital social de l'entreprise algérienne

L'application des méthodes d'évaluation de la valeur de rendement partent du principe que le capital social de l'entreprise à évaluer est dispersé. Autrement dit, ce capital social doit être la somme de l'ensemble des actions multipliée par la valeur de chaque action. Sur le plan législatif, le décret n°93-08 du 25 avril 1993, modifiant et complétant l'ordonnance n°75-59 du 26 septembre 1975⁵⁴⁵, portant code de commerce, reconnaît légalement la constitution de sociétés par actions.

De ce fait, il semble répondre au souci de donner à l'entreprise algérienne l'opportunité de faire appel public à l'épargne.

Ce même décret définit les types de valeurs mobilières, pouvant être émises par ces sociétés : actions, certificats d'investissement, certificats de droit de vote, titres participatifs, les obligations, obligations convertibles en actions et obligations avec bons de souscriptions d'actions.

Par ces mesures réglementaires, le législateur algérien, en prévoyant l'entrée dans l'économie de marché, semble répondre positivement à cette perspective.

Seulement, ces textes n'ont pu avoir, du moins jusqu'à aujourd'hui, une véritable influence sur la réalité économique et sur la culture économique du pays.

Aussi, en raison des lourdeurs administratives, des hésitations des gouvernements successifs et des dysfonctionnements caractérisant les entreprises, la plupart des entreprises algériennes, notamment publiques, n'ont pu prendre l'initiative d'ouvrir leur capital social à l'actionnariat et transformer leur capital en actions.

Il est vrai que les entreprises : SAIDAL⁵⁴⁶ d'Alger, ERIAD⁵⁴⁷ de Sétif, l'entreprise de l'hôtel Aurassi d'Alger, de même en 2012, Alliances Assurances, et en 2013, NCA ROUIBA (Conserveries de Fruit), ont fait appel à l'épargne du grand public.

Cette initiative constitue un début encourageant mais elle soulève un certain nombre de problèmes. Ainsi le capital social de ces entreprises doit être évalué, pour fixer sur le nombre d'actions à émettre suivant la valeur de l'action⁵⁴⁸. La valeur doit être

⁵⁴⁵ Voir le contenu de la loi en annexe, op.cité.

⁵⁴⁶ SAIDAL : Entreprise pharmaceutique.

⁵⁴⁷ ERIAD : Transformation du blé.

⁵⁴⁸ Voir Chapitre 3 : Entreprises entrées à la Bourse d'Alger.

déterminée selon les dividendes actualisés, que doivent verser ces entreprises pendant la durée d'actualisation. La durée d'actualisation doit être prédéterminée, selon la conjoncture économique, et les horizons prévisionnels. L'entreprise doit être en mesure de verser des dividendes aux actionnaires, pendant toute la durée d'actualisation, donc de réaliser en permanence des bénéfices. Par ailleurs, l'entreprise doit fournir des informations fiables et en quantité suffisante aux actionnaires, pour permettre l'analyse de ces placements. Une telle analyse doit conduire à l'examen de la situation financière de l'entreprise et de ses possibilités, de son secteur d'activité économique, et même de l'économie du pays.

L'ensemble de ces observations induisent au moins six questions interrogatives.

- Est-ce que le capital social de ces entreprises a été évalué ?
- Si oui, sur quelle base a-t-elle été effectuée ? Est-ce que la valeur de l'action émise est égale aux dividendes futurs actualisés ?
- Est-ce que ces entreprises sont réellement en mesure de verser les dividendes aux actionnaires sur une durée relativement longue ?
- Est-ce que ces entreprises ont un personnel suffisamment compétent pour pouvoir prévoir la conjoncture nationale et partant, de déterminer leur propre horizon ?
- Est-ce que ces entreprises ont toutes les informations nécessaires, pour permettre aux actionnaires d'analyser au mieux leurs actions ?

Pouvoir répondre à ces questions permettrait de résoudre les nombreuses difficultés auxquelles se heurte l'économie algérienne.

Sous-section 2 LA BOURSE DES VALEURS

Traditionnellement, le marché boursier constitue une référence incontournable en matière d'évaluation des entreprises et de leurs perspectives d'évolution.

L'introduction en bourse répond généralement à plusieurs objectifs :

- Accroître la notoriété de l'entreprise,
- Améliorer son dynamisme,
- Accroître ses possibilités de financement,
- Renforcer son pouvoir de négociation auprès des banques,
- Procurer une liquidité aux actionnaires.,

Aux USA, le financement des entreprises s'effectue aux deux tiers par le biais du marché financier, et en UE, ce rapport est à un tiers.

Qu'en est-il de la bourse d'Alger ?

La capitalisation boursière ne représente que 0,1% du PIB⁵⁴⁹.

En Tunisie elle est de 20%, et au Maroc de 25%, les différences sont considérables. Par ailleurs, les pays du MENA⁵⁵⁰, dépassent de loin l'Algérie dans ce domaine. Ainsi, à Casablanca (Maroc) ou au Caire (l'Egyptian Stock Exchange⁵⁵¹), la capitalisation boursière dépasse 40 milliards d'Euros. Les titres de centaines de sociétés y sont échangés. A Alger, la capitalisation se situe autour des 130 millions d'euros. ; les montants sont incomparables⁵⁵².

Les objectifs sont loin d'être atteints, pour diverses raisons.

La COSOB⁵⁵³ n'existe que depuis 1997, sur la base de textes rédigés en 1993⁵⁵⁴. Les sociétés par actions doivent ouvrir leur capital, soit pour l'augmenter, soit pour en céder une partie. Sachant que la majorité des sociétés en Algérie étaient familiales,⁵⁵⁵ elles le demeurent majoritairement aujourd'hui.

En 2014, un article de presse⁵⁵⁶ illustre bien les limites de la bourse en Algérie. En effet, M. Hassan Khelifati⁵⁵⁷ se posait la question suivante : Y-a-t-il une vie de l'action après l'entrée réussie d'une entreprise en bourse ? Selon ce chef d'entreprise, les problèmes ne se situent pas au niveau du marché primaire, mais au niveau du marché secondaire. Le marché primaire étant celui de la fixation de la valeur de l'action à son émission et le marché secondaire, celui des transactions successives. Le marché secondaire serait trop étroit, faute d'intervenants.

A Bref rappel historique

La privatisation totale ou l'ouverture partielle du capital social des entreprises et des banques via la Bourse d'Alger devrait, d'une part, se traduire par un allègement des charges budgétaires de l'Etat et, d'autre part, mieux développer et donner la primauté à la fiscalité pétrolière en faveur d'une meilleure efficacité des finances publiques⁵⁵⁸.

⁵⁴⁹ Rapport ONS (Office National des Statistiques), 2015.

⁵⁵⁰ MENA/ Middle East North Africa – Maghreb-Moyen Orient.

⁵⁵¹ Bourse du Caire (Egypte).

⁵⁵² Skander M., Consultant, Expert Financier- Journal El Watan, 1er Septembre 2014.

⁵⁵³ COSOB : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse .

⁵⁵⁴ Boukrami S.A., (1^{er} président de la COSOB) - *Marché Financier : Les premières entreprises cotées*, Revue Echanges, N° 159-Octobre 1999.

⁵⁵⁵ Benachenhou A., *Les entrepreneurs algériens*, P. 23, Alpha design, 2007.

⁵⁵⁶ *Journal algérien*, Djazaïress, 09/07/2014

⁵⁵⁷ PDG du Groupe Alliance Assurance à Alger.

⁵⁵⁸ Abaci M., « Faites-moi de bonne politiques, je vous ferai de bonnes finances », Baron Louis, Interview , El Watan, 09/01/2014.

Après plus de dix ans « d'hibernation », interrompue par quelques émissions obligataires (entre 2000 et 2010), l'ouverture du capital d'Alliance Assurance devait donner enfin, le signal du réveil, et d'un nouveau départ pour la bourse d'Alger.

Pour Hassan Khelifati, son PDG, l'entrée à la Bourse d'Alger d'Alliance Assurance était tout simplement « un évènement historique, une première pour le marché »⁵⁵⁹. En effet, le deuxième assureur privé algérien a lancé au courant de 2010 une souscription pour lever auprès du public 1,4 milliard de dinars (14 millions d'euros). Cet appel public à l'épargne devait permettre à l'entreprise de tripler ses fonds propres et de remplir ainsi les conditions de capital minimum, fixées par le régulateur algérien, à l'échéance de 2010.

Au terme de cette opération, l'assureur a rejoint les deux seuls titres déjà cotés à la Bourse d'Alger : l'hôtel Aurassi et le groupe pharmaceutique Saidal, dont le capital reste, dans ces deux cas, majoritairement contrôlé par l'Etat algérien.

Le message délivré, à cette occasion, par le PDG d'Alliance s'est voulu, très pédagogique et consensuel. « Au-delà de l'ouverture du capital d'Alliance, beaucoup de chefs d'entreprise étaient intéressés par l'opération en bourse elle-même. Ils ont compris l'importance de cette démarche pour sortir de la relation banque-entreprise et chercher d'autres sources de financement, d'autres possibilités de renforcer leurs fonds propres et de sortir de l'engrenage de l'endettement »⁵⁶⁰.

Le dirigeant ne regrette pas la décision stratégique d'aller vers la bourse alors que d'autres voies pour assurer l'augmentation du capital de l'entreprise, étaient plus aisées. Il en retient une donnée significative : il existe bien un marché pour la Bourse en Algérie. Mais celui-ci n'est pas assez développé.

B Difficile fonctionnement de la Bourse d'Alger

La création de la bourse d'Alger a démarré sur une base légale et réglementaire, suivie de la mise en place de la COSOB, puis de la SGBVM⁵⁶¹, du dépositaire central de titres, d'un siège social, de capitaux publics. Mais en oubliant l'essentiel, à savoir les principaux intéressés, c'est-à-dire les demandeurs et les offreurs de capital⁵⁶².

De ce point de vue historique, la création de la bourse d'Alger s'est effectuée en inversant l'ordre naturel des choses. On a organisé, réglementé, puis par la suite

⁵⁵⁹ Khelifati H., PDG de Alliance Assurances, op. cité, 2014.

⁵⁶⁰ Op. cité-p. 272.

⁵⁶¹ SGBVM : Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières.

⁵⁶² Hadj Ramdane Y.C.,Expert Financier- Article, *La Bourse d'Alger*, El Watan, 21-10-2012.

cherché des offreurs et des demandeurs de capitaux, lesquels ne se sont pas du tout empressés d'y adhérer. On ne peut comprendre cette attitude que par l'examen des mobiles naturels qui animent les comportements de ces acteurs. C'est aussi un problème de sensibilisation, de motivation que de moyens financiers.

Selon Skander. M⁵⁶³, pour fixer le « juste prix » des titres en bourse, les acteurs doivent disposer de toutes les informations pour connaître les flux de trésorerie et estimer les flux de trésorerie futurs des entreprises cotées. Cependant note-t-il, « cette hypothèse n'est vérifiée que lorsque le marché est liquide ». Par marché liquide, on entend un marché qui connaît un nombre de transactions suffisant pour qu'un acteur, qui souhaite acheter ou vendre des titres, puisse le faire sans difficulté. Plus le marché est liquide, plus la valeur fixée par le marché est proche du juste prix. Dans le cas de la bourse d'Alger, le nombre de transactions est trop faible pour que les titres soient correctement valorisés.

Il faut préciser que l'absence de transparence freine également l'alimentation du marché secondaire en Algérie, en nouvelles valeurs mobilières. Cela s'explique par le caractère familial des entreprises algériennes. La conséquence est le manque de séparation entre l'actionnariat et le management. Beaucoup d'entreprises algériennes sont des entreprises familiales, où les familles détiennent à la fois le capital et le management. Dans cette configuration, les actionnaires managers ont un attachement très fort à la structure qu'ils ont créée, et hésitent beaucoup à ouvrir leur capital, par une introduction en bourse. Une telle introduction signifierait une perte de contrôle certaine et beaucoup d'obligations en termes de gouvernance, de reporting, d'information et de communication.

Par ailleurs, pourquoi les entreprises privées algériennes s'obligeraient-elles à solliciter les marchés de capitaux, alors que les banques publiques, en surliquidités, continuent d'octroyer des financements, au-delà de leurs capacités. L'actionnaire des banques publiques, qu'est l'Etat, se soucie peu de l'exigence de rentabilité. Ce qui a fait dire à Theodore Ahlers⁵⁶⁴, que « le système bancaire actuel est coûteux pour le contribuable algérien ».

Une relation forte existe entre la dynamique de la bourse et l'existence d'un secteur bancaire privé. Que s'est-il passé lors de l'introduction en bourse d'Alliance

⁵⁶³ Skander .M, Consultant, expert financier, o p. cité.

⁵⁶⁴ Ahlers T., était directeur au département Maghreb de la Banque Mondiale en 2015.

Assurance ? Rien ou presque. Une stagnation qui n'est pas due à la situation intrinsèque de l'entreprise mais au fait que les intermédiaires des opérations de bourse (IOB) n'assument pas véritablement leurs fonctions.

Selon le PDG d'Alliance Assurance, « La bourse, c'est d'abord des acteurs qui jouent leur rôle. Nous avons un problème. Depuis que l'action a été cotée, le 7 mars 2010, nous recevons des appels de tout le territoire national, de la part des épargnants algériens qui disent qu'ils sont allés voir les banques pour acheter des actions et qu'on leur réponde que l'opération d'Alliance Assurance avait pris fin le 1^{er} Décembre ! »⁵⁶⁵. C'est ainsi qu'une action a cessé pratiquement de vivre en Algérie quelques mois après son entrée en Bourse. Ainsi Alliance Assurance a passé le cap, « primaire » de la souscription. Elle « végète » désormais, malgré elle, sur un marché secondaire dont les acteurs, les banques publiques et les IOB ⁵⁶⁶, (intermédiaire des opérations en bourse) ne semblent pas en mesure d'animer le marché.

Du coup, la stabilité du cours de l'action ne reflète pas l'état du marché mais c'est la conséquence de l'inaction des IOB.

Situation paradoxale. Alors que les résultats financiers d'Alliance Assurance sont positifs et en progression, la valeur en bourse régresse. Cette valeur ne reflétant nullement l'image de l'entreprise, la cause essentielle, selon le chef d'entreprise, étant le très faible échange à la bourse. C'est une situation identique pour NCA Rouïba, entreprise privée déjà citée.

Selon le DG de la bourse d'Alger, ces IOB n'ont pas pour seule vocation de relayer les ordres de vente et d'achat des actions, mais doivent agir sur le marché.

Il est question de permettre à d'autres institutions privées d'exercer l'activité d'IOB afin de développer la concurrence entre eux. On peut constater que si les choses bougent, elles bougent trop lentement.

Après sept mois de présence à la Bourse, les responsables d'Alliance Assurance ne tirent pas de conclusion définitive, mais la stagnation de la valeur de l'action n'est pas le reflet de la santé de l'entreprise.

Elle montre que le climat nécessaire pour créer une dynamique sur le marché boursier n'est pas très favorable. Pour l'assureur, les banques publiques ne sont tout simplement pas motivées, pour dynamiser les transactions et pousser le marché vers l'avenir.

⁵⁶⁵ Op. cité

⁵⁶⁶ IOB : Intermédiaires des opérations de bourse- Personne morale spécialisée dans le commerce des valeurs mobilières.

Il s'agit en l'occurrence d'une simple affaire de compétence mais également d'une conception économique globale, trop figée et manquant de dynamisme.

Cette introduction de l'action en bourse a été suivie avec beaucoup d'intérêt. Elle pourrait, si elle était remise en cause, avoir un effet dissuasif sur les autres entreprises. En effet, d'autres entreprises privées, comme NCA Rouïba⁵⁶⁷, Salam Assurance⁵⁶⁸, Maghreb Leasing Algérie⁵⁶⁹, Nedjma⁵⁷⁰, Groupe Cevital⁵⁷¹, se préparent, sans se presser, à aller en Bourse. Les données chiffrées ne sont guère incitatrices ne représentant que 0,20% du PIB.

Selon le PDG d'Alliance Assurance, « il ne suffit pas de créer un cadre et d'élaborer des textes qui sont tout à fait appropriés. Ce qui manque, c'est une orientation politique économique claire ».

A titre de comparaison, la Tunisie a créé à une certaine période, une obligation « légale » pour les entreprises d'aller en bourse. Cette obligation a été mise en œuvre, le temps de créer une dynamique. Une fois cette impulsion donnée, les législateurs de ce pays ont laissé la liberté aux entreprises, le choix d'aller ou de ne pas aller, sur le marché boursier⁵⁷².

Pour les dirigeants d'Alliance Assurance, l'entrée en bourse d'une entreprise implique des obligations importantes : publicité des comptes, bonne gouvernance, transparence... Tout cela peut inquiéter, mais l'Algérie ne peut pas rester figée dans de vieilles méthodes de gestion.

Le dirigeant est « persuadé d'envoyer un signal positif à de nombreux opérateurs privés et d'avoir une responsabilité historique d'aller de l'avant et de créer une dynamique ». ⁵⁷³

A travers une réponse dans un débat⁵⁷⁴, en 2008, sur le fonctionnement de la Bourse d'Alger, l'ancien Président de la COSOB⁵⁷⁵, a considéré que cette dernière reste

⁵⁶⁷ Spécialisé dans les boissons gazeuses.

⁵⁶⁸ Secteur de l'Assurance.

⁵⁶⁹ Etablissement financier.

⁵⁷⁰ Opérateur téléphonique, filiale de Wania Télécoms.

⁵⁷¹ Première entreprise privée du pays, elle envisage l'introduction en bourse de sa filiale CBS, spécialisée en communication.

⁵⁷² Mighr N., *Evaluation de la compagnie des phosphates de Gafsa*, Mémoire ISCAE Tunis, p.12, 2015.

⁵⁷³ Interview – *Journal Algérie 360.com*, 09/09/2014.

⁵⁷⁴ Interview de Mr Ferfara., Ex-président de la COSOB, El Watan, 15/10/08.

⁵⁷⁵ COSOB, op cité.

modeste et émergente en termes d'activité, en nombre de titres inscrits et en nombre d'acteurs intervenants. La bourse d'Alger, précise-t-il « a été créée en 1997, régie par un cadre règlementaire qui prévoit toutes les opérations boursières. Le problème qui se pose au niveau de l'institution est un problème d'alimentation. Cet approvisionnement doit venir à la fois du secteur privé et du secteur public, dans le cadre de la privatisation des entreprises publiques économiques (EPE) ».

Il précise sa pensée, à savoir que les autorités ont sans doute considéré que les autres instruments de privatisation sont plus rapides, plus souples et moins contraignants que la voie boursière. Cependant, celle-ci reste la voie privilégiée en termes de transparence et d'amélioration des revenus engendrés par le processus de privatisation. L'Etat a tout intérêt à céder ses parts, par le biais de la bourse, dont le rôle doit être défini et déterminé par les opérateurs qui animent la scène économique en Algérie. Parmi ces opérateurs, insiste-t-il, l'Etat joue un rôle très important dans l'économie nationale. C'est pour cela qu'il doit intégrer la bourse comme moyen et mécanisme économique valable pour le décharger de cette mission qui n'est pas la sienne.

En 2009, le ministre de l'économie et des finances⁵⁷⁶, voulant renforcer le processus des réformes financières engagées, et particulièrement remédier au ralentissement du marché des actions. Il a fixé cinq objectifs :

- Améliorer l'image de la bourse et rétablir la confiance des émetteurs et des investisseurs
- Professionnaliser et dynamiser l'activité d'intermédiaire en opérations de bourse (IOB),
- Assurer un flux constant d'émissions de titres,
- Consolider et moderniser la place par un développement des systèmes, des procédures et du cadre règlementaire et légal,
- Renforcer la position des entreprises sur le marché.

Pour ce faire, il a préconisé de recourir à l'expertise internationale et ce simultanément avec le développement des ressources humaines locales.

⁵⁷⁶ Djoudi K., Ministre de l'économie et des finances (Déclaration faite à la presse, La Nouvelle République-10/06/09).

C Mission d'évaluation de la bourse d'Alger diligentée par le PNUD⁵⁷⁷

Les résultats de cette mission⁵⁷⁸ expliquent l'état de léthargie, dans la laquelle se trouve la bourse d'Alger, par la présence de plusieurs contraintes.

En premier lieu, il est relevé la disparité entre l'offre et la demande. Le rapport des experts internationaux pointe également du doigt l'absence de certains spécialistes, tels que le trading, la tenue de marché et l'analyse financière.

Par exemple, le droit de préemption, la règle du 49/51⁵⁷⁹, le régime fiscal, sont autant de contraintes citées par les experts pour le développement de la bourse en Algérie.

Selon Pierre Broche⁵⁸⁰, expert de la mission PNUD, le droit de préemption va retarder le processus, car « quelqu'un qui veut ouvrir son capital, à un étranger, via la bourse va perdre des semaines ou des mois pour demander à l'Etat s'il veut faire ou non préemption. Donc, cela va retarder le processus ».

Concernant la règle du 49/51, elle limite le champ, pour tous les intervenants d'agir en bourse. L'étranger devra attendre qu'un autre étranger vende pour pouvoir acheter. Cela ne facilite pas la mobilité des circuits financiers.

D Correction des anomalies

Pour corriger ces anomalies, cela passe, en premier lieu, par l'ouverture du capital des sociétés publiques, qui sont aux mains de l'Etat, donc d'augmenter le nombre de sociétés cotées et laisser participer plus largement le public des épargnants.

En deuxième lieu, il faut créer des structures commerciales à l'intérieur des banques. Une structure commerciale, auprès de la bourse, est également nécessaire pour attirer les clients.

Le président de la COSOB, lui-même, en réaction à cette évaluation du PNUD⁵⁸¹ considère que le dispositif concernant la bourse d'Alger, doit être modernisé. Il plaide pour la mise en place d'une « industrie » du titre. Cela nécessite l'implication de toutes les parties concernées, et pas la COSOB seule. Il précise que « la bourse ne peut pas se développer sans l'implication et la mobilisation de cet environnement appelé parties prenantes ».

⁵⁷⁷ PNUD : Programme des Nations Unies pour le Développement.

⁵⁷⁸ Journal Liberté-Algérie- du 17/12/2011.

⁵⁷⁹ 49/51 : Loi sur la majorité du capital des entreprises nationales.

⁵⁸⁰ Broche. P., Membre expert de la mission du PNUD, op cité, Journal Liberté, 2011.

⁵⁸¹ Smaïl N., Journal Liberté, 2011.

Selon les experts, la structure actuelle se préoccupe plus du respect de la réglementation, tâche conférée traditionnellement à l’Autorité des marchés. La critique principale, tient au fait de la mainmise de l’Etat sur les rouages de la bourse. En plus de la régulation, qui est traditionnellement à la charge de l’autorité publique, l’Etat dispose d’un contrôle total de la bourse, via l’actionnariat, détenu totalement par les banques publiques.

Cette situation rigide expliquerait la faiblesse des transactions, l’Etat disposant, jusqu’à une période récente, de ressources financières suffisantes, grâce à la rente pétrolière. Il n’a pas un besoin impérieux de lever des fonds sur le marché financier. D’où la nécessité d’ouvrir la bourse non seulement à de nouveaux émetteurs, mais aussi à de nouveaux actionnaires et de nouveaux IOB⁵⁸².

La mission du PNUD a fait ressortir trois pistes importantes pour développer le marché financier :

- Consolidation par la bourse, des opérations de partenariat, réalisées entre l’Etat et les professionnels privés.
- Favoriser l’émergence des partenaires stratégiques pour l’Etat, en cédant des actions en bourse non seulement à des partenaires privés mais également au grand public et aux épargnants.
- Introduction en bourse d’entreprises ayant des projets de croissance dans des secteurs concurrentiels.

L’année 2024, va donner un nouveau souffle à la Bourse d’Alger ; en effet, la COSOB a validé le lancement de l’opération d’introduction en Bourse du CPA (Crédit Populaire Algérien). Il est prévu une opération d’ouverture du capital de la banque, par la cession de 30% de son capital. Le prix de l’action a été arrêté à 2 300 DA(avec une capitalisation de 1 milliard \$). Selon le Président de la COSOB⁵⁸³ « L’introduction en Bourse du CPA, qui débutera le 30/01/2024 avec avec la mise en vente des actions, constitue une étape charnière dans l’histoire du marché financier algérien, le CPA étant la 1^{ère} banque à être cotée à la Bourse d’Alger depuis la création de cette dernière »⁵⁸⁴

⁵⁸² IOB : Intermédiaire en Opérations de Bourse, op. cité...

⁵⁸³ Mr Bouznada y.

⁵⁸⁴ Bouznada, op cté , Interview, APS (Algérie Presse Service), Alger.

Sous-section 3 LE MARCHÉ

Les méthodes d'évaluation utilisent, dans l'approche de la valeur de rendement, la notion de coût de capital et de taux d'actualisation.

Théoriquement, dans le cadre de la théorie financière, le coût du capital est une donnée fournie par le marché des capitaux. Ce qui suppose que ce marché existe en Algérie. Le coût de capital se traduit comme étant les dividendes espérés plus le prix de revente des actions. Dans ce sens, le coût de capital ne peut être donné que par le marché boursier. Etant donné que le marché boursier en Algérie est quasi-inexistant, et compte tenu que le coût de capital est une donnée boursière, cette notion peut être difficilement utilisée dans le cas de l'évaluation de l'entreprise algérienne.

D'autre part, il est nécessaire de déterminer le taux d'actualisation⁵⁸⁵. Ce taux est généralement, employé pour motiver la décision d'investissement.

Sur le plan théorique, plusieurs approches apportent leur contribution, pour la détermination du taux d'actualisation. L'application de ces approches est très difficile, voire impossible à réaliser en Algérie. Ceci est dû à la nature même de l'économie nationale qui demeure fortement marquée par les carences du système de gestion et d'information.

L'application de ces approches en Algérie est difficile, car celles-ci dépendent d'un certain nombre de facteurs comme l'inflation qui pousse à la détérioration, en termes de pouvoir d'achat des recettes futures, sans oublier le coût de l'argent, les différents risques attachés aux recettes futures, la prime de risque, le coût des fonds propres, le coefficient bêta, etc...

Si l'on se base sur l'approche la plus usitée, pour déterminer le taux d'actualisation, elle consiste à le calculer de la manière suivante : $\text{taux d'actualisation} = \text{taux sans risque} + (\text{prime de risque} \times \text{coefficient bêta})$.

Il est logique de calculer successivement : le taux sans risque, la prime de risque et le coefficient bêta.

Concernant le taux sans risque, les méthodes d'évaluation expliquent qu'il devrait théoriquement être celui des bons du trésor, à échéance courte, parce qu'ils

⁵⁸⁵ Ce thème a été traité dans le 1^{er} chapitre-Section 2.

n'encourent aucun risque. En outre, leurs échéances se rapprochent quasiment des faits, ce qui permet de considérer que le risque des fluctuations est presque nul.

Cependant, la technique, la plus souvent usitée, est le rendement actuariel des obligations de première catégorie (secteur public et semi-public). Ce type de titres, en dépit du fait qu'ils comportent un risque de fluctuation, relativement minime, constitue un placement à long terme, tout comme les actions.

Aussi, dans le cas de l'économie algérienne, ce taux est assimilé à celui des bons de trésor, le taux sans risque peut être mathématiquement calculé.

S'il est assimilé au rendement actuariel des obligations du secteur public et semi public, sa détermination est impossible, dans la mesure où ces entreprises algériennes n'émettent pas ce type de valeurs mobilières (ou bien de façon marginale, c'est le cas de la Sonelgaz, citée plus haut.

Par ailleurs, le calcul de la prime de risque est théoriquement, la différence entre le taux de rendement du marché des actions et le taux sans risque.

Prime de risque = taux de rendement de l'action ou du marché des actions - taux sans risque.

Etant donné cette formule, comment peut-on calculer la prime de risque, en absence du taux de rendement de l'action, ou du marché des actions, en Algérie ?

De plus, si le marché des actions n'existe pas, comment peut-on calculer ce taux de rendement et par voie de conséquence la prime de risque ?

Finalement, le coefficient bêta est théoriquement calculé de la manière suivante :

Coefficient bêta = covariance (R_i, R_m) / variance (R_m)

Où : R_i = la rentabilité de l'action et R_m : la rentabilité du marché des actions

Si la rentabilité de l'action, et celle du marché des actions, sont impossibles à calculer, on ne peut déterminer le coefficient bêta. Ce qui est le cas pour l'économie algérienne.

Section 3. L'application des nouvelles approches d'évaluation et la méthode des comparables

Pour pratiquer l'évaluation d'entreprise, à partir des approches nouvelles, un certain nombre de conditions sont nécessaires.

Il s'agit, à ce niveau, de voir si ces approches peuvent être mises en application, dans un environnement comme celui de l'économie algérienne.

Les méthodes intermédiaires sont conditionnées, par l'existence d'une capacité bénéficiaire, pour permettre à l'entreprise de dégager des bénéfices, voire des superbénéfices. L'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique, la connaissance de la valeur de rendement et de la valeur patrimoniale de l'entreprise, l'existence d'une administration fiscale, l'existence d'analystes capables de chiffrer les coefficients de pondération sont également nécessaires.

Sous-section 1 LA CAPACITÉ DE L'ENTREPRISE ALGÉRIENNE POUR DÉGAGER DES BÉNÉFICES

Nous pouvons distinguer la capacité de l'entreprise algérienne pour dégager des bénéfices et des superbénéfices de l'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique.

A La Capacité de l'entreprise algérienne pour dégager des bénéfices et des superbénéfices :

La capacité des entreprises publiques algériennes à réaliser des bénéfices a été examinée. Cet examen a permis de s'interroger très sérieusement sur cette capacité bénéficiaire. Cette remise en cause pose également le problème de la capacité des entreprises publiques et privées algériennes de dégager des superbénéfices.

Une telle capacité est essentielle pour une évaluation de l'entreprise à partir de la méthode du goodwill.

D'autre part, l'entreprise algérienne, pour avoir une telle capacité, doit être théoriquement rentable. Elle doit, de ce fait, avoir une rentabilité théorique.

C'est-à-dire qu'elle se doit de réaliser des bénéfices égaux, aux bénéfices minimums, qui permettent une rémunération normale des capitaux engagés.

Cette rentabilité théorique permet de réaliser des superbénéfices. C'est-à-dire des bénéfices supérieurs aux bénéfices minimums, pour une rémunération normale des capitaux engagés.

Etant donné la situation et les caractéristiques de l'entreprise algérienne, il y a lieu de s'interroger sur son aptitude à générer une telle rentabilité théorique et à dégager une sur-rentabilité, ce qui est rarement le cas.

B L'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique :

La méthode du goodwill utilise le taux de capitalisation pour capitaliser les superbénéfices en vue de déterminer le goodwill et le taux de rentabilité théorique, pour calculer les bénéfices normaux, qui correspondent à la rentabilité normale des capitaux investis.

C L'existence d'une administration fiscale :

Dans la méthode des moyennes pondérées, les experts considèrent qu'une administration fiscale efficace, dotée de moyens matériels et d'un personnel qualifié, est une condition nécessaire et importante de l'efficacité du système.

Cette condition est nécessaire, car cette administration doit être en mesure, dans le cadre de l'impôt sur la fortune, de produire des évaluations. Des évaluations basées, normalement, sur la méthode des moyennes pondérées.

Actuellement, et compte tenu des caractéristiques de l'administration fiscale en Algérie, il est évident que des difficultés existent pour réaliser cet objectif.

D L'existence d'analystes capables de chiffrer les coefficients de pondération

Les méthodes d'évaluation utilisent des coefficients de pondération. Le calcul de ces coefficients nécessite l'intervention de spécialistes, qui sont à même d'analyser et d'apprécier la situation.

Ce travail d'analyste suppose que la personne, chargée de le mener à terme, a des qualifications élevées dans différents domaines.

Par ailleurs, les approches modernes de l'évaluation exigent, également, un certain nombre de conditions pour permettre leur application.

Ainsi, pour l'application de l'approche de la théorie des options, il est exigé l'existence d'actions à option⁵⁸⁶. Cette option donne à l'actionnaire le droit de négocier sur le marché :

- soit acheter l'action à une date future à un prix contractuelle appelé prix d'exercice.
- soit abandonner le contrat

⁵⁸⁶ Cette question a été traitée au 1^{er} chapitre-Section 3 de la 1^{ère} partie de ce travail.

Cette notion d'action à option ne figure pas dans le paysage financier en Algérie.

En outre, l'approche de la théorie des primes et des scores utilise pour son application, un type d'action comportant une prime et un score. Cette condition est également loin d'être présente en Algérie.

Quant à l'approche de la réflexion sur la valeur, à partir du droit de vote, cette méthode demande l'existence d'actions et certificats de droit de vote. Bien que le code de commerce de 1993 prévoit ce genre d'action et certificat, la vie économique ne l'a pas encore introduit dans la pratique financière.

Finalement, l'application de l'approche de la théorie de l'arbitrage est conditionnée par la disponibilité du coefficient bêta, l'existence de la rentabilité, la réunion de ses facteurs et l'isolement des facteurs de la rentabilité, systématique.

Compte tenu de la situation actuelle de l'économie algérienne, on peut affirmer que ces conditions ne sont pas réunies.

L'ensemble de ces quatre approches montre que ces méthodes d'évaluation sont assises sur la notion d'action. Cette notion ne peut être développée que si la culture économique des individus assimile cet outil, pour que son utilisation fasse intégralement partie de leurs pratiques financières, commerciales et juridiques.

Sous-section 2 ENVIRONNEMENT DE LA MÉTHODE DES COMPARABLES

Comme nous l'avons déjà démontré, dans l'historique de la bourse d'Alger, le faible développement du marché financier limite l'utilisation de certaines méthodes, particulièrement celle des comparables et multiples boursiers.

En effet, cette situation ne permet pas de construire le référentiel de comparaison nécessaire. Lors des privatisations partielles, il a été fait référence à des sociétés, cotées à l'étranger ou à leurs transactions. Cela permet-elle l'appréciation de la juste valeur de l'entreprise ? La question reste posée et il semble que ce ne soit pas encore le cas.

CONCLUSION

Dans ce chapitre, nous avons présenté l'environnement nécessaire, pour l'application des méthodes d'évaluation, en Algérie. Nous nous sommes focalisés sur les difficultés qui ressortent de cet environnement et qui font que l'application des techniques d'évaluation est non seulement hasardeuse mais également très difficile.

Dans les trois sections de ce chapitre, nous avons analysé les intervenants et les institutions qui participent à l'opération d'évaluation. A chaque fois, nous avons constaté les insuffisances et des imperfections, qui nuisent à la bonne application de l'évaluation. Elles rendent cet environnement peu propice à produire des institutions efficaces et des intervenants utiles et nécessaires pour une application rationnelle des méthodes d'évaluation des entreprises en Algérie.

Ces deux dernières années⁵⁸⁷, des efforts importants pour faciliter l'émergence des start-ups en Algérie ont été enregistrés.

En effet, un renforcement des procédures d'investissements et de financements des start-ups et des micro-entreprises a vu le jour.

Des plateformes dédiées, avec les investisseurs souhaitant contribuer à l'approvisionnement en ressources financières. Ainsi est établie, une synergie entre le monde financier et la numérisation, devant faciliter une diversification des ressources de financement pour les porteurs de projets innovants.

Une nouvelle configuration financière et managériale, en phase de prendre sa place dans le marché financier (COSOB), apportant une célérité évidente, en matière de création d'entreprises, une transparence indispensable pour les transactions, et une amélioration certaine des services destinés aux citoyens.

Dans le chapitre suivant, nous appuyons ces propos en présentant une étude empirique sur le déroulement effectif des méthodes d'évaluation en Algérie.

⁵⁸⁷ 2022/ 2023.

Chapitre 3. ANALYSE EMPIRIQUE SUR LES MÉTHODES D'ÉVALUATION EN ALGÉRIE

Introduction

L'analyse de l'environnement nécessaire pour l'application des méthodes d'évaluation en Algérie montre clairement les difficultés observées sur le terrain. Elles rendent la pratique de l'évaluation des entreprises algériennes difficile et délicate, ce chapitre analyse les évaluations qui ont été réalisées sur le terrain en Algérie. Ces expériences d'évaluation sont la preuve que cette opération est pleine de difficultés qui risquent de fausser la valeur financière de l'entreprise.

Ce chapitre est divisé en deux sections. La première section traite des expériences d'évaluation d'entreprises algériennes introduites à la bourse d'Alger. La deuxième est une enquête faite sur le terrain, pour analyser les difficultés rencontrées par les praticiens de l'évaluation (experts comptables, comptables, etc...). Cette enquête est réalisée suite aux différentes évaluations, sur des entreprises non cotées en bourse.

Section 1. Expériences d'évaluation d'entreprises algériennes introduites à la bourse d'Alger

Rappelons que l'idée de création d'une bourse à Alger est apparue en 1990, dans le cadre des réformes économiques de 1988. Elle a été instituée par des lois qui voulaient introduire la distinction entre l'État actionnaire et l'État puissance publique⁵⁸⁸. En 1990 a été constituée la Société des Valeurs Mobilières (SVM). Son capital est détenu par les 8 fonds de participation. Son capital, en 1992 est passé à 9 320 000 DA. En cette même année, sa raison sociale a été modifiée, elle est devenue « Bourse des valeurs mobilières (BVM) ». En absence de lois spécifiques et de code de commerce adapté à l'économie de marché, la bourse n'a pu être mise en place. C'est en 1997 que la bourse

⁵⁸⁸ Il s'agit des lois suivantes : 88-01 portant orientation des EPE (Entreprises Publiques Économiques) ; 88-03 portant constitution de 8 fonds de participation ; 88-04 modifiant et complétant l'ordonnance 59-75 du 26/09/1975, portant sur le code de commerce.

d'Alger a été officiellement créée, sous le nom de la Société de gestion de la bourse des valeurs (SGBV).

Cette constitution a eu lieu le 25 mai 1997, avec pour actionnaires six banques publiques. Il s'agit de :

- la Banque de l'Agriculture et du Développement Rural (BADR) ;
- la Banque extérieure d'Algérie (BEA) ;
- la Banque nationale d'Algérie (BNA) ;
- la CNEP-Banque ;
- le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) ;
- la Banque de développement local (BDL).

Les premières cotations ont eu lieu le 13 septembre 1999, avec l'entreprise publique agroalimentaire ERIAD Sétif, qui ouvre 20 % de son capital. Le groupe pharmaceutique public Saïdal, est coté à son tour à la bourse d'Alger le 20 septembre 1999. Ensuite, la société de gestion de l'hôtel public El Aurassi entre également à la bourse d'Alger le 14 février 2000. Alliance Assurances devient la première entreprise privée algérienne à faire son entrée en bourse, le 7 mars 2011. L'entreprise privée NCA Rouïba ouvre son capital, le 7 avril 2013. Le groupe pharmaceutique privé Biopharm mettra en vente, un total de 5 104 375 actions ordinaires, représentant 20% de son capital social, le 18 janvier 2016⁵⁸⁹.

La bourse d'Alger est certainement l'une des plus petites places boursières au monde puisqu'en 2011, les 4 valeurs cotées totalisent une capitalisation boursière de 13 267 744 130 DA (environ 133 millions d'euros)⁵⁹⁰.

L'introduction à la bourse d'Alger nécessite une évaluation des entreprises qui émettent le vœu d'ouvrir leur capital à l'épargne publique. Dans ce cadre, il y a lieu de citer quelques exemples d'entreprises qui ont subi une évaluation financière pour estimer la valeur de leurs actions.

⁵⁸⁹ <http://www.sgbv.dz>.

⁵⁹⁰ <http://www.sgbv.dz>.

Sous-section 1 LES PREMIÈRES ÉVALUATIONS DES ENTREPRISES COTÉES A LA BOURSE D'ALGER

Les informations fournies dans la présente section sont tirées de la Notice d'information exigée lors de l'introduction en bourse des entreprises, de même que des analyses de travaux précédents.⁵⁹¹

Les premières véritables évaluations des entreprises algériennes se sont faites lors de l'introduction à la bourse d'Alger (1998-1999) pour les entreprises Eriad-Sétif, Saïdal et El Aurassi. Ces entreprises ont fait l'objet d'une évaluation, par des cabinets d'expertise, afin de déterminer le prix d'introduction de leurs actions dans le cadre d'une offre publique de vente (OPV) à prix fixe.

Avec l'ordonnance n° 95-25 du 25 septembre 1995, relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat, trois entreprises publiques ont été admises à la bourse d'Alger. Ces ouvertures du capital, par appel à l'épargne publique, sont qualifiées de privatisations partielles.

Le tableau ci-après décrit et compare quelques caractéristiques importantes de ces admissions en bourse.

Tableau 10 : Principales caractéristiques de l'introduction à la Bourse d'Alger des Entreprises Eriad-Sétif, Saïdal , El Aurassi.

| Entreprises | Eriad-Sétif | Saïdal | El Aurassi |
|---|----------------------|----------------------|----------------------|
| Période de souscription | du 02/11 au 15/12/98 | Du 15/02 au 15/03/99 | Du 15/06 au 15/07/99 |
| Nombre d'actions mises en vente | 1 000 000 | 2 000 000 | 1 200 000 |
| Nombre total d'actions | 4 000 000* | 10000000 | 6 000 000 |
| Prix d'émission en DA | 2 300 | 800 | 400 |
| Valeur nominale de l'action | 1 000 | 250 | 250 |
| Bénéfice par action(BPA) | 259,63 (1997) ** | 39,70 (1997) | 36,18 (1998) |
| Price Earning Ratio(PER) d'introduction | 8,86 ** | 20,15 | 11,05 |
| Price Book Ratio(PBR) d'introduction | 2,3 | 3,2 | 1,6 |
| *5 000000 après l'OPV, celle-ci étant avec augmentation du capital. | | | |
| **Calculé sur la base de 4000000 d'actions | | | |

Source : Tableau établi à partir des données de la COSOB et de la SGBV (1997 – 1998).

COSOB : Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

SGBV : La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières

⁵⁹¹ Saïdi A., Méthodes d'évaluation d'entreprises : le cas des entreprises algériennes cotées en bourse (2016/ 2017).

La détermination du prix des actions a donné lieu à une évaluation des entreprises concernées, par des cabinets d'expertise extérieurs. Mais, comme nous le ferons ressortir ci-dessous, la méthodologie adoptée n'a pas toujours été conforme aux normes admises en la matière⁵⁹².

A Évaluation de l'entreprise Saïdal (secteur de l'industrie pharmaceutique))

En référence au tableau précédent (tableau 6), le groupe Saïdal a utilisé un PER d'introduction de 20,15, nettement plus élevé que celui des deux autres entreprises. Cette caractéristique est expliquée par Boukrami⁵⁹³ (1999) par « la densité technologique » de ce groupe. C'est-à-dire un équipement et du matériel de pointe. Le cabinet d'expertise, en charge de l'évaluation a retenu la méthode des cash-flows actualisés. Le taux d'actualisation a été estimé à 18,74%. Il s'agit d'un coût moyen pondéré du capital⁵⁹⁴.

Ce coût, c'est-à-dire la rémunération des fonds propres de 19% a été déterminé, comme suit, par le cabinet d'expertise :

| | |
|--|-----|
| Taux d'intérêt sans risque, hors inflation : | 6% |
| Prime de risque moyenne pour les marchés occidentaux : | 5% |
| Prime de risque/pays : | 4% |
| Prime spécifique « période de retournement » : | 2% |
| Étroitesse du marché : | 2% |
| Total | 19% |

L'une des principales observations⁵⁹⁵, concernant la détermination du coût des fonds propres, concerne la prise en compte d'un taux d'intérêt sans risque, hors inflation de 6%. On peut effectivement procéder à l'évaluation de l'entreprise sans tenir compte de

⁵⁹² Les rapports d'évaluation (extraits) des cabinets d'expertise constituent la source des données chiffrées (comptables et autres), utilisées notamment pour faire ressortir les écarts, par rapport à la méthodologie, généralement admise en la matière.

⁵⁹³ Boukrami S.A., premier président de la COSOB, op. cité.

⁵⁹⁴ Le CMPC a été développé dans la Partie 1 de la thèse.

⁵⁹⁵ Gliz A., *Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation, dans un contexte de transition vers l'économie de marché*, Thèse de Doctorat, Université d'Alger, 2001.

l'inflation, c'est à dire à prix constants, mais uniquement si les trois conditions suivantes sont simultanément satisfaites :

- Le prix des marchandises produites augmente à un taux égal au taux d'inflation;
- Le prix des produits achetés (matières et fournitures consommées et services) augmente à un taux égal au taux d'inflation;
- L'entreprise procède annuellement à une réévaluation de la valeur, au bilan de l'investissement, à un taux de réévaluation égal au taux d'inflation.

Sous ces trois conditions, l'évaluation de l'entreprise peut être effectuée, indifféremment avec des prix courants ou avec des prix constants. En l'absence d'au moins l'une de ces conditions, l'évaluation de l'entreprise doit s'effectuer sur la base de prix courants⁵⁹⁶. Dans ce cas, il apparaît la difficulté de la nécessité d'une prévision du taux d'inflation futur.

La prime de risque du marché algérien est estimée à 9% = 5% + 4%. La prime de risque/pays pourrait être différenciée, selon que l'investisseur est résident ou non résident. On aurait dans ce cas deux prix différents de l'action, ce qui n'est pas possible. En retenant une prime de risque spécifique « période de retournement » de 2%, le cabinet d'expertise a implicitement considéré que le groupe Saïdal a un coefficient bêta (β) égal à 1,22. En effet, la rémunération des fonds propres peut être réécrite de la manière suivante :

Ke = taux d'intérêt sans risque hors inflation

+ prime de risque de marchés occidentaux + prime de risque pays

+ prime de risque spécifique

+ prime de risque de liquidité =

$$Ke = 6\% + 5\% + 4\% + 2\% + 2\% = 19\%$$

Pour le calcul du Bêta (β) :

$$(\beta) = 19\% - (6\% + 2\%) / 15\% - 6\% = 1,2$$

A titre comparatif, nous pouvons citer les valeurs de Bêtas (β) du secteur pharmaceutique des pays occidentaux :

⁵⁹⁶ Gliz A., op cité.

- Industrie pharmaceutique aux Etats-Unis: 1,14.
- Laboratoires Glaxo (G.B) : 1,18.

L'évaluation aboutit ainsi à une valeur des fonds propres de 8.613,2 millions de DA après déduction de la dette de 325,8 millions de DA. Le nombre total d'actions étant de 10.000.000, la valeur (arrondie) de l'action a été estimée à 850 DA. Le groupe Saïdal a finalement retenu un prix par action de 800 DA pour l'opération de l'offre publique de vente (OPV) à prix fixe, afin d'attirer les investisseurs.

B L'évaluation de l'entreprise Eriad-Sétif (Industries alimentaires, céréalières)

Pour la firme Eriad-Sétif, le cabinet d'expertise en charge de son évaluation a considéré que la valeur de celle-ci est déterminée sur la base de trois approches⁵⁹⁷, selon la combinaison linéaire suivante : $V = 0,6$ (Valeur patrimoniale) + $0,3$ (Valeur basée sur la capitalisation du résultat net 1997 après déduction) + $0,1$ (Valeur basée sur la capitalisation des résultats futurs).

- Première approche : la valeur patrimoniale de l'entreprise est égale à l'actif net réévalué, soit une somme de 8.286 millions de DA. Le nombre d'actions du groupe Eriad-Sétif étant de 4.000.000, la valeur de l'action, selon la première approche, est donc estimée à 2.071 DA .
- Deuxième approche : La valeur basée sur la capitalisation du résultat net, après distribution de l'exercice 1997 est déterminée selon l'équation suivante :

Bénéfice (après distribution) de l'exercice 1997 =

Taux d'escompte

827 000 000 = 10. 337,5 millions DA

0,08

La valeur de l'action selon cette deuxième approche, est estimée à 2.584,38 DA, arrondie à 2.580 DA.

- Troisième approche :Quant à la valeur basée sur la capitalisation des résultats futurs, le cabinet d'expertise a adopté la démarche suivante :

Sur la base du résultat des années 1992 à 1997 et, par ajustement linéaire, la prévision du résultat des trois années suivantes (1998, 1999 et 2000). Les résultats

⁵⁹⁷ Gliz A., op cité.

prévisionnels (après distribution) obtenus sont : 1998 : 953 millions de DA, 1999 : 1.098 millions de DA, 2000 : 1.243 millions de DA.

Le taux de croissance annuel moyen est donc de 14,55%.

- détermination du résultat moyen de ces trois années, soit 1.098 millions de DA.
- estimation de la valeur de l'entreprise, sur la base de l'actualisation au taux d'escompte de 8% du bénéfice futur moyen (après distribution), soit :

Bénéfice (après distribution) de l'exercice 1997 =

Taux d'escompte

1 098 000 = 13 275 000 millions DA

0,08

La valeur de l'action ainsi estimée selon cette troisième démarche est de 3.431,25 DA, arrondie à 3.430 DA.

Dans la deuxième et troisième approche, le cabinet d'expertise ne considère que les bénéfices après distribution. La combinaison linéaire de ces trois estimations de la valeur de l'action suivant les coefficients sus indiqués donne une valeur de l'action Eriad-Sétif égale à :

$(2.071 \times 0,6) + (2.580 \times 0,3) + (3.430 \times 0,1) = 2.359,6$ DA arrondie à 2.350 DA.

L'assemblée générale extraordinaire de l'entreprise Eriad-Sétif a finalement retenu un prix de l'action égal à 2.300 DA. Ce qui donne une valeur estimée, des fonds propres de l'entreprise, de 9.200 millions de DA.

Plusieurs observations doivent être formulées pour cette évaluation. D'abord les coefficients de 0,6 - 0,3 et 0,1 utilisés pour l'estimation de la valeur des fonds propres sont tout à fait arbitraires et n'ont donné lieu à aucune justification. En fait, l'existence d'une combinaison linéaire de ce type est souvent le reflet de l'incertitude quant à la méthodologie à retenir⁵⁹⁸.

En faisant le rapport entre le bénéfice de l'année 1997, ou le bénéfice moyen et le taux d'actualisation, les deuxième et troisième approches considèrent implicitement que le bénéfice de l'exercice 1997, ou le bénéfice moyen, sera dans le futur, constant et

⁵⁹⁸ Gliz A., op cité.

perpétuel. L'hypothèse implicite de ces deux approches c'est donc que le fonctionnement futur de l'entreprise Eriad-Sétif sera identique à son fonctionnement passé.

Ensuite, le taux d'actualisation de 8%, retenu par le cabinet d'expertise, ne peut refléter le niveau du risque de l'entreprise. Il ne correspond ni au coût des fonds propres k_e ni au coût du capital k ou k' de l'entreprise. Ainsi, la détermination des valeurs de 10.337,5 millions DA (deuxième approche) et de 13.725 millions DA (troisième approche) ne correspond à aucune des trois méthodes précédemment exposées. Il est, par conséquent, impossible de savoir si ces valeurs sont des valeurs totales de l'entreprise (auquel cas, il faudrait déduire le montant de la dette pour obtenir la valeur des fonds propres) ou la valeur même des fonds propres. Le choix d'un taux d'actualisation aussi faible a pour conséquence la surcotation de la valeur de l'action Eriad-Sétif⁵⁹⁹.

C L'évaluation de l'entreprise Hotel El-Aurassi (secteur du tourisme)

Pour l'hôtel El-Aurassi, le cabinet d'expertise, en charge de son évaluation, a considéré que la valeur de cet hôtel résulte d'une combinaison entre la valeur de rendement (VR) et la valeur patrimoniale (VP). La formule retenue pour la détermination de la valeur E de l'hôtel est :

$$V = (1/4) VP + (3/4) VR.$$

Les coefficients $1/4$ et $3/4$ sont justifiés, par le cabinet d'expertise, par le fait que la cession d'actions envisagée est une ouverture minoritaire, puisque n'est concerné par cette opération que 20% du capital. Pour une cession de la majorité du capital, le cabinet d'expertise aurait retenu des coefficients égaux pour V_p et V_R , ce qui donne dans ce cas :

$$V = (1/2) VP + (1/2) VR$$

Ces divers coefficients, recommandés par l'administration fiscale française, pour ses objectifs propres qui n'ont aucune vocation d'universalité⁶⁰⁰.

La valeur patrimoniale, soit la Valeur Comptable Nette Corrigée (VCNC) est estimée sur la base du bilan, arrêté au 30-11-1997. Elle s'élève à 6.652.369.000 DA^{601.2} La

⁵⁹⁹ Gliz., op cité.

⁶⁰⁰ Voir Pène D., tome 2, p 134 et 135, 1993.

⁶⁰¹ Comme le souligne le rapport d'évaluation, cette valeur comptable nette corrigée «ne tient pas compte de la créance de 2.157.058.000 DA réclamée par les domaines publics pour le transfert de la

valeur de rendement V_R a été estimée par le cabinet d'expertise à 1.980.824.000 DA.
Elle a été déterminée comme suit :

$VR = \text{Bénéfice net 1997} \times \text{coefficient de capitalisation VR}$

$VR = 183.240.000 \times 10,81 = 1.980.824.000 \text{ DA}$

Le coefficient de capitalisation de 10,81 est égal à 1/9,25%. Le taux d'actualisation ainsi retenu est de 9,25%. De plus, le cabinet d'expertise a adopté l'hypothèse implicite selon laquelle $I_t = A_t$.

Le cash-flow est assimilé au bénéfice. Ces deux évaluations laissent apparaître un badwill égal à :

$VP - VR = 6.652\ 369.\ 000 - 1.980\ 824.000$
 $= 4.671.545.000 \text{ DA}$

Il s'agit d'un badwill important qui, selon le cabinet d'expertise, est dû principalement à deux éléments : « La sous-utilisation des capacités nominales des moyens d'exploitation disponibles, et l'insuffisance de rentabilité, par rapport à l'importance de la valeur patrimoniale, et à la rémunération des placements financiers offerts par le marché ».

L'analyse de l'estimation de la valeur de rendement de l'hôtel EI-Aurassi, par le cabinet d'expertise, laisse apparaître un certain nombre d'observations, assez semblables à celles formulées au titre de l'évaluation de l'entreprise Eriad- Sétif L'estimation de la valeur de rendement, comme étant le rapport entre le bénéfice de l'année 1997 et le taux d'actualisation de 9,25%, considère implicitement que le fonctionnement futur de l'hôtel El Aurassi sera identique à son fonctionnement passé.

Le taux d'actualisation de 9,25%, retenu par le cabinet d'expertise, ne reflète pas le niveau de risque de l'entreprise. Au même titre que pour l'entreprise Eriad- Sétif, la détermination de la valeur de rendement de 1.980.824.000 DA n'a obéi à aucune des

propriété de l'immeuble abritant présentement l'hôtel ». De même, la valeur patrimoniale de 6.652.369.000 DA représente pour le cabinet d'expertise « l'hypothèse forte » de l'évaluation. « L'hypothèse faible » correspond à une valeur patrimoniale de 5.648.759.000 DA. Cette dernière est égale à la valeur patrimoniale de l'hypothèse forte, soit 6.652.369.000 DA, diminuée du badwill d'un montant de 1.003.610.000 DA. Le badwill est, à son tour déterminée selon la méthode dite des praticiens. il est égal à $\frac{1}{2}$ (3.988.198.000 - 1.980.970.000). Le montant de 3.988.198.000 DA correspond à la valeur patrimoniale de l'hôtel, diminuée des éléments hors exploitation (terrain sans lien direct avec l'exploitation et placement financier à moyen et long terme en dinars et en devises). L'hypothèse faible débouche finalement sur une estimation étrange de la valeur patrimoniale, puisque cette dernière devient égale à $\frac{1}{2}$ (3.988.198.000) + (2.644.171.000) + $\frac{1}{2}$ (1.980.970.000) = $\frac{1}{2}$ (valeur patrimoniale hors exploitation) + (Valeur des éléments hors exploitation) + $\frac{1}{2}$ (valeur de rendement) .

trois méthodes exposées à la sous – section 1.1.1⁶⁰². Le taux d'actualisation retenu de 9,25% ne correspond, ni au coût des fonds propres k_e , ni au coût du capital k ou k' de l'entreprise. En conséquence, il est impossible de savoir si cette valeur représente la valeur totale de l'entreprise ou la valeur des fonds propres.

L'évaluation de l'hôtel EI-Aurassi montre que celui-ci se trouve dans une situation particulière. Sa valeur de rendement est nettement inférieure à sa valeur patrimoniale. La continuité de son activité génère un badwill important, de l'ordre de 4,67 milliards de DA. Sachant que $V = \text{Max} \{V_R, V_p\}$ et que $V_p > V_R$, la valeur de l'hôtel EI-Aurassi est $V_p = 6.652.369.000$ DA. Le nombre total d'actions de l'hôtel étant de 6.000.000, la valeur de l'action EI-Aurassi serait de 1.108,73 DA au lieu de 400 DA. Les écarts méthodologiques relevés ont donc eu pour conséquence une sous-évaluation de l'action EI-Aurassi.

Sachant qu'une situation où $V_p > V_R$ ne peut durer indéfiniment, deux alternatives sont envisageables. L'une est la liquidation de l'hôtel. L'autre est sa restructuration, éventuellement par sa privatisation totale avec l'effet d'améliorer sa gestion et d'obtenir $V_R > V_p$. Cette seconde alternative est la plus probable, étant donné l'important potentiel de développement de l'hôtel. Dans les deux cas, les investisseurs ayant acquis l'action EI-Aurassi devraient en bénéficier, sous réserve que la valeur patrimoniale ait été convenablement évaluée et soit d'un montant supérieur à 2,4 milliards de DA.

Les écarts méthodologiques relevés ont-ils un effet sur le cours des actions ? Au regard de la note de la SGBV sur l'activité de la bourse d'Alger, il semble que non puisque le cours de ces trois titres s'est stabilisé autour du prix d'introduction. Cette stabilisation des cours pose, en fait, la question du niveau d'efficience de la bourse d'Alger⁶⁰³. Cette question est d'autant plus pertinente que, durant les sept premiers mois de fonctionnement de la bourse, les cours sont restés relativement stables. Malgré l'existence d'une forte pression à la baisse des cours, puisque l'offre des titres est nettement plus forte que la demande, comme il ressort du tableau suivant :

⁶⁰² Voir le chapitre 2, partie 1.

⁶⁰³ Gliz. A., op cité.

Tableau 11: Activité de la bourse d'Alger de (septembre 1999 à mars 2000), (moyenne mensuelle)

| | Eriad-Sétif | Saïdal | EI-Aurassi |
|----------------------|-------------|-----------|------------|
| Quantité échangée | 5 155 | 7785 | 7206 |
| Valeur échangée (DA) | 11 950 425 | 6 252 208 | 2 890 725 |
| Quantité offerte | 14 304 | 46 556 | 11 340 |
| Quantité demandée | 5672 | 10 077 | 7207 |
| Offre/Demande | 2,52 | 4,62 | 1,57 |

Source : SGBV⁶⁰⁴.

A titre comparatif, il ressort que les évaluations effectuées pour Eriad-Sétif et l'hôtel EI-Aurassi font ressortir des d'écarts méthodologiques importants. Quoique présents, les écarts méthodologiques, apparus lors de l'évaluation de Saïdal, semblent être moins grands.

Les entreprises étudiées se rapportant à la première vague d'introduction à la bourse d'Alger montrent que les risques d'erreur, dans l'évaluation des entreprises en privatisation, peuvent être importants. Ces difficultés d'évaluation de l'entreprise sont dues à plusieurs facteurs, notamment : rareté du personnel qualifié, absence de normes de marché, concernant la valeur de l'entreprise, nouveauté des opérations boursières dans la culture financière...

Sous-section 2 LA DEUXIÈME VAGUE D'ÉVALUATIONS

L'évaluation de l'entreprise NCA-Rouïba, de l'entreprise BIOPHARM et de l'entreprise ALLIANCE ASSURANCE entre dans le cadre de la deuxième vague d'introduction en bourse. Ce sont aussi des exemples d'évaluations des entreprises privées qui se sont introduites en Bourse en Algérie de 2013 à 2016.

Dans ces exemples, il y a lieu également de montrer les difficultés de réalisation d'une telle opération, au vu des variables prises en compte, en relation avec l'environnement économique et social de cette époque.

⁶⁰⁴ Voir note sur l'activité de la bourse d'Alger (Septembre 1999 à Mars 2000), SGBV.

L'essentiel de ces données provient des différentes notices d'information de la COSOB⁶⁰⁵ réalisées lors de ces introductions en bourse.

A L'évaluation de l'entreprise NCA Rouïba :

La Bourse d'Alger s'apprête à accueillir le 3 Juin 2013 une quatrième valeur sur son compartiment actions, La Nouvelle conserverie algérienne (NCA-Rouïba), spécialisée dans la production de jus de fruits. Elle sera la seconde entreprise privée, après Alliance Assurances, à être cotée en Bourse. NCA- Rouïba a reçu, fin décembre 2012, le visa de la Cosob pour introduire environ 25% de son capital en Bourse, à travers une offre publique de vente (OPV). Cette opération, qui ne se traduira pas par une augmentation du capital, contrairement à celle d'Alliance Assurances, permettra la sortie partielle du fonds d'investissement AfricInvest⁶⁰⁶ du capital de NCA-Rouïba. En effet, le fonds d'investissement ne vendra que 20% de ses parts. Les 5% restants proviennent d'autres actionnaires privés.

Pour l'évaluation de cette entreprise, il a été retenu deux méthodes d'évaluation :

- La méthode patrimoniale, complétée et ajustée par la méthode du goodwill⁶⁰⁷. Ce choix a été fait sur la base de la nature capitalistique du secteur d'activité de NCR (Jus de boissons fruitées) .
- La Méthode DCF est basée sur les données du Business Plan, même si l'insuffisance d'informations peut être problématique.

A1 Méthode Patrimoniale + Goodwill :

NCA Rouïba a procédé, préalablement à la réévaluation de ses actifs immobilisés, tel que prévu par la loi de finance pour l'année 2007. En référence à ce texte, seuls les actifs fonciers ont été réévalués.

La Conseil d'administration de NCA- Rouïba a choisi d'appliquer une décote de 30%, sur l'évaluation des experts, lors de la réévaluation des actifs. Par ailleurs, les immobilisations incorporelles, ainsi que l'actif circulant, n'ont pas fait l'objet de réévaluation. Nous ne disposons pas d'explications sur ce dernier sujet.

⁶⁰⁵ COSOB, Bourse d'Alger- 2013- 2016.

⁶⁰⁶ AfricInvest est l'un des principaux investisseurs en capital en Afrique, pionnier et leader du segment mid-market du Private Equity en Afrique.

⁶⁰⁷ Voir – 1^{ère} Partie de la thèse.

Ces informations nous permettent d'établir l'actif net réévalué suivant :

Tableau 12 : L'actif net réévalué- NCA-Rouiba (en milliers de dinars)

| | VCN 12 | Réévaluation | Plus /Moins-value |
|-------------------------------|--------------|------------------|-------------------|
| Immobilisations incorporelles | 21 615 | 21 615 | |
| Immobilisations corporelles | 2 348 | 2 741 154 | |
| | 246 | | |
| Terrains | 398 571 | 580 750 | 182 179 |
| Bâtiments | 314 076 | 524 806 | 210 730 |
| Autres immobilisations | 1 550 | 1 550 378 | |
| Corporelles | 378 | | |
| Immobilisations en cours | 85 220 | 85 220 | |
| Autres actifs non courants | 22 591 | 22 591 | |
| Actifs circulant | 1 523 | 1 523 370 | |
| | 370 | | |
| TOTAL | 3 915 | 4 308 730 | 392 908 |
| | 822 | | |
| Actif net corrigé 2012 | | | |
| Total actif | 3 915 | | |
| | 822 | | |
| Dettes | 2 305 | | |
| | 004 | | |
| Actif net comptable | 1 610 | | |
| | 818 | | |
| Réévaluations | 392 908 | | |
| Actif net réévalué (DZD) | 2 003 | | |
| | 726 | | |

Source : Notice d'information NCA-Rouïba 2013. p.15.

Le résultat du goodwill a été obtenu par 2 approches :

- L'approche de la rente abrégée
- L'approche des Praticiens

1/ L'approche de la rente abrégée :

Le goodwill a été obtenu, par actualisation des fonds propres du superprofit, sur une durée correspondante à la période de prévision (5 années). Le superprofit se calcule comme étant la différence entre le résultat net récurrent⁶⁰⁸ et la rémunération du capital, correspondant au produit de l'ANR (Actif Net Réévalué) et le coût des fonds propres.

Tableau 13 : Le calcul par la méthode de la rente abrégée- NCA-Rouiba- (en milliers de dinars)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Résultat net récurrent | 188 042 | 193 948 | 271 208 | 337 691 | 456 531 | 543 164 | 583 729 |
| ANR | - | 2003 726 | | | | | |
| Coût des fonds propres | | 18,1% | | | | | |
| Rémunération du capital | | 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 | 363 213 |
| Superprofit | 188 042 | -169 265 | -92 005 | -25 522 | 93 318 | 179 951 | 220 516 |
| Superprofit actualisé | | -169 265 | -77 886 | -18 290 | 56 614 | 92 419 | 95 873 |
| Goodwill | 148 729 | | | | | | |
| Valeur Globale de l'entreprise | 2 152 455 | | | | | | |

Source : Notice d'information NCA-Rouïba, p.16, 2013.

Par conséquent, la valeur de l'entreprise s'obtient dans la sommation de l'ANR et du goodwill.

L'émergence d'un taux d'actualisation pertinent pose problème⁶⁰⁹, un test de sensibilité a été élaboré pour l'approche patrimoniale, qui nous fournit les résultats suivants :

⁶⁰⁸ Par exclusion du Résultat exceptionnel.

⁶⁰⁹ Problématique soulevée dans la 1^{ère} Partie et la 2^{ème} Partie de la thèse.

Tableau 14 : Test de sensibilité pour l'approche patrimoniale (en milliers de dinars)

| | | | | | |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Taux d'actualisation | 20,1% | 19,1% | 18,1% | 17,1% | 16,1% |
| Rente de goodwill | 14 534 | 80 078 | 148 729 | 220 402 | 295 540 |
| ANR au 31/12/2012 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 | 2 003 726 |
| Valeur globale de l'entreprise | 2 018 260 | 2 083 804 | 2 152 455 | 2 224 129 | 2 299 266 |

Source : Notice d'information NCA- Rouïba, p.16, 2013.

2/ L'approche des Praticiens⁶¹⁰

A travers la notice d'information NCR, la valeur de l'entreprise a été calculée par la moyenne entre la valeur de rendement et l'actif net corrigé. La valeur de rendement a été obtenue par l'actualisation au coût des fonds propres, du résultat net récurrent sur la période de prévisions (5 ans). Nous n'avons pas de précisions sur l'élaboration du taux d'actualisation⁶¹¹.

Cette méthode a conclu à une valeur de NCR égale à 5 521 997 millions de DA. La moyenne arithmétique des 2 méthodes aboutit à une valeur des actions de 3,8 milliards de DA. La modification du taux d'actualisation fait varier la valeur de l'entreprise entre 3,8 et 3,9 milliards de DA.

A2 Méthode DCF (*Discounted Cash Flows*)

La méthode DCF est une méthode d'évaluation intrinsèque qui permet de déterminer la valeur d'entreprise (c'est-à-dire la valeur de marché de l'actif économique) d'une société. Elle se fonde sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (« Free Cash Flows to the Firm » ou « FCF ») futurs générés par la Société au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds. La valeur est ainsi obtenue par addition (i) de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur un horizon de prévision explicite et (ii) de la valeur de la Société retenue à l'issue de la période de prévisions (couramment appelée « valeur terminale ») actualisée.

⁶¹⁰ Méthode développée dans la 1^{ère} Partie de la Thèse.

⁶¹¹ Saïdi A., op cité.

En référence à un mémoire sur la question⁶¹², une application intéressante a été élaborée à partir des données de NCA-Rouiba, à l'aide de la notice d'information NCA-Rouiba. La méthode consiste à actualiser au CPMC (Coût Moyen Pondéré du Capital) ⁶¹³. Les principales variables qui ont été extraites de cette source d'information sont les suivantes :

Tableau 15 : Calcul du cout moyen pondéré du capital.

| Année | 2012 | 2013 |
|--------------------------------|-------|-------|
| Rf (taux sans risque) | 3,0% | 3,0% |
| Rm (risque du marché) | 13,0% | 13,0% |
| Prime de risque (Rm-Rf) | 10,0% | 10,0% |
| Beta | 0,9 | 0,9 |
| Leveraged Beta | 1,41 | 1,61 |
| Cout des capitaux propres (Ke) | 17,1% | 19,1% |
| Moyenne Ke | 18,1% | |
| Cout de la dette | 5,7% | 5,7% |
| Cout de la dette net d'impôt | 4,5% | 4,5% |
| WACC | 11,8% | 11,7% |
| Moyenne WACC | 11,8% | |

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.12.

- Le taux sans risque a été calculé sur la base du taux estimé des Bons du Trésor Public sur 5ans.
- La prime de risque est estimée à 10 points.
- Le coefficient Bêta a été estimé à partir de la base de données spécialisées.

⁶¹² Mémoire, Saïdi A., op cité.

⁶¹³ Voir détail- 1^{ère} Partie de la thèse (Chapitre 2)

Le calcul de ces flux apparait dans le tableau suivant :

Tableau 16 : Calcul des Flux de Trésorerie (en milliers de dinars).

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|-----------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|-----------|
| Résultat d'exploitation | 367 859 | 361 211 | 454 218 | 565 256 | 705 995 | 800 416 | 837 336 |
| Impôt théorique sur EBIT | 80 929 | 79 466 | 99 928 | 124 356 | 155 319 | 176 091 | 184 214 |
| Dotations aux amortissements et provisions | 268 631 | 364 975 | 446 575 | 463 338 | 477 945 | 494 800 | 507 777 |
| Variation du BFR | 284 308 | 589 153 | 72 018 | 72 525 | 69 343 | 69 841 | 50 871 |
| Cash flows d'exploitation | 271 253 | 57 567 | 728 848 | 831 713 | 959 278 | 1 049 283 | 1 110 028 |
| Investissements | 618 381 | 585 144 | 1 105 531 | 400 000 | 225 000 | 85 000 | 60 000 |
| Cash flows net | - 347 128 | - 527 577 | - 376 683 | 431 713 | 734 278 | 964 283 | 1 050 028 |

Source : Adapté de Notice d'information NCA-Rouiba, p.13, 2013.

Tableau 17 : Valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars)- Source :(Idem).

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------------------------------|-----------|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| Valeur résiduelle | | | | | | | 6829291 |
| Somme des cash flow | -347 128 | -527 577 | -376 683 | 431 713 | 734 278 | 964 283 | 7879319 |
| Taux d'actualisation | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% | 11,8% |
| Cash flows nets actualisés | - 347 128 | - 527577 | - 337 062 | 345 670 | 526 092 | 618 215 | 4520198 |
| Valeur Globale de l'entreprise | 5 673 113 | | | | | | |
| Dette financière initiale | 1 180 693 | | | | | | |
| Actif immobilisé | 22 591 | | | | | | |
| Valeur des fonds propres (DZD) | 4 515 011 | | | | | | |

Source : Adapté de la notice d'information, NCA-Rouiba, p.14, 2013.

Pour obtenir la valeur des fonds propres, il a été déduit de la valeur globale de l'entreprise le montant de la dette financière initiale, et rajouté l'actif immobilisé. Ce dernier représente des actifs financiers quasi-liquides, qui peuvent être assimilés à de la quasi-trésorerie. Ce qui justifie qu'il soit rajouté à la valeur globale.

La valeur des actions de NCA-Rouiba, selon la méthode DCF, est égale à 4,5 milliards de dinars. Un test de sensibilité a été effectué, afin d'estimer la fourchette de variation de la valeur de l'entreprise. Ce test est basé, d'une part sur la variation du CMPC, et d'autre part de la variation du taux de croissance⁶¹⁴.

⁶¹⁴ Saïdi A., op cité.

Le tableau suivant présente les résultats du test de sensibilité.

Tableau 18 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode DCF (en milliers de dinars).

| Taux | 10,8% | 11,3% | 11,8% | 12,3% | 12,8% |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1,0% | 4 722 855 | 4 404 694 | 4 115 888 | 3 852 542 | 3 611 426 |
| 1,5% | 4 963 251 | 4 617 774 | 4 305 719 | 4 022 446 | 3 764 137 |
| 2,0% | 5 231 106 | 4 853 877 | 4 515 011 | 4 208 918 | 3 931 047 |
| 2,5% | 5 531 409 | 5 116 949 | 4 746 918 | 4 414 506 | 4 114 233 |
| 3,0% | 5 870 436 | 5 411 890 | 5 005 313 | 4 642 308 | 4 316 199 |

Source : Notice d'information NCA-Rouiba 2013. p.13.

Le test de sensibilité réalisé, montre que la valeur des actions de NCA-Rouiba varie entre 3,6 milliards de dinars et 5,9 milliards de dinars. L'examen de la Notice ne fournit pas le détail du calcul du coût du capital.

B L'évaluation de l'entreprise BIOPHARM

L'entreprise Biopharm a été créée en 1991. C'est une entreprise relevant du secteur de la santé et de la pharmacie.

Elle s'est constituée en groupe, présent dans les différents métiers de l'industrie pharmaceutique, comprenant le développement, la production, la distribution en gros, la répartition aux officines, l'information médicale et les services logistiques.

Plus d'un médicament sur dix disponible en pharmacie, est fabriqué ou distribué par Biopharm. Cette entreprise distribue plus de 500 médicaments et fabrique localement 59 médicaments. Elle répartit, également aux officines, plus de 4000 références.

Le groupe s'est développé de façon continue, au cours de ces dernières années, à travers l'amélioration des standards de qualité de son outil de production, le renforcement de son réseau de distribution et l'optimisation de ses performances managériales.

Biopharm a poursuivi son évolution, en ouvrant son capital en Bourse, et en donnant la possibilité, à l'épargne nationale algérienne, de participer aux opportunités de croissance du secteur pharmaceutique, en investissant dans une entreprise qui est

aujourd'hui bien positionnée, pour poursuivre son développement de façon performante⁶¹⁵.

La diversification de son actionariat est l'une des causes de son introduction en bourse. La première étape s'est déroulée en 2013. Elle a décidé d'ouvrir son capital à l'épargne publique pour 20% de son capital, ainsi qu'aux investisseurs institutionnels internationaux.

Un cabinet de renom a procédé à son évaluation (Grant THORTON Spa). Il a utilisé deux méthodes pour évaluer la Société Biopharm⁶¹⁶ :

- La méthode DCF (Discounted Cash-Flows) : appelée communément méthode d'actualisation des flux de trésorerie, elle consiste à procéder à l'actualisation des flux de trésorerie futurs, sur la période projetée, au coût moyen pondéré du capital (CMPC). La valeur « Equity value » (fonds propres) s'obtient, en retranchant la dette financière de la valeur « Enterprise value » (valeur de l'entreprise) .
- La méthode des multiples comparables : Elle permet d'apprécier la valeur de marché de l'entreprise, en fonction des principales références, du secteur pharmaceutique. Pour cela, il a été tenu compte du multiple de la seule entreprise pharmaceutique cotée, sur le marché algérien Saidal Spa, ainsi que des multiples des principales entreprises pharmaceutiques, au niveau des marchés mondiaux (références boursières). A cet effet, des coefficients multiplicateurs sectoriels (Chiffre d'affaires, EBITDA, PER, P/B) sont calculés à partir des chiffres clés, extraits de cet échantillon. Ils sont ensuite appliqués à la société à valoriser

La valorisation proposée est calculée à partir de la moyenne arithmétique des deux méthodes présentées ci-dessus.

B1 La méthode DCF (Discounted Cash Flows)

Cette méthode, étant basée sur le plan d'affaires (business-plan), élaboré par la société, caractérise la valeur de l'entreprise obtenue par l'actualisation des cash-flows de trésorerie futurs, résultats de son exploitation⁶¹⁷.

⁶¹⁵ Référence : la notice d'information de la COSOB, p.8, 2016.

⁶¹⁶ Saïdi A., op cité.

⁶¹⁷ Développé dans la Partie 1 de la thèse.

Les flux de liquidité sont définis comme les flux de trésorerie disponibles, après financement par la société de ses investissements de développement et maintenance et la variation de ses besoins en fonds de roulement. Les cash-flows disponibles sont obtenus par la formule suivante :

$$\text{Flux de Trésorerie Disponible} = \text{Résultat Avant Impôt} - \text{IBS} + \text{Amortissement} - \text{CAPEX} - \text{Variation BFR}$$

Ces flux de trésorerie, ainsi définis, correspondent à la rémunération de l'actif économique de la société. Ils sont pris avant frais financiers et sont actualisés au coût moyen pondéré du Capital de la société. Le coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital ou WACC) prend en compte :

- la structure financière de l'entreprise,
- le coût de marché de la dette,
- le coût de marché des fonds propres

$$\text{WACC} = \text{COE} \times \text{Cx propres} / \text{Cx employés} =$$

$$I (\text{intérêt après IS} \times \text{Dettes} / \text{Cx employés})$$

$$\text{WACC} = \text{COE} * \frac{c_x \text{ propres}}{C_x \text{ Employés}} + (\text{intérêt après IS}) * \frac{\text{Dettes}}{C_x \text{ Employés}}$$

$$c_x = \text{Capitaux.}$$

B2 La méthode des multiples comparables

L'entreprise BIOPHARM a choisi la méthode des multiples, en procédant à une régression linéaire pour déterminer le multiple de valorisation appliqué.

La référence à la méthode des multiples est appliquée à la seule entreprise pharmaceutique cotée à la bourse d'Alger (SAÏDAL SPA) ⁶¹⁸.

La question préliminaire posée est : Est-ce suffisant comme échantillon ?⁶¹⁹

Dans l'échantillon, a été retenu 2 variables (Chiffre d'affaires – EBITDA).

Précisons que la notice d'information ne fournit pas d'explications sur les critères de choix des sociétés constituant l'échantillon, de même que sur la mise en œuvre de la régression linéaire.

⁶¹⁸ SAÏDAL, Op cité, 2^{ème} Partie de la Thèse, consacrée à la bourse d'Alger.

⁶¹⁹ Voir 1^{ère} Partie, Chapitre 3 : La Méthode des comparables.

Tableau 19 : Evaluation par la méthode des multiples-BIOPHARM- (en millions de dinars)

| | |
|--------------------------|--------|
| EBITDA | 4 957 |
| Valeur de l'entreprise | 49 227 |
| Dette nette | 1 552 |
| Valeur des fonds propres | 47 675 |
| Valeur de l'action | 1 868 |

Source : Notice d'information BIOPHARM 2015. p.12.

Le multiple est représenté par les variables suivantes :

$$VE / EBITDA = 49\,227 / 4\,957 = 9,93$$

Selon cette méthode des Multiples, la valeur des fonds propres de Biopharm SPA est de 47,7 Milliards de DA, soit une valeur de 1868 DA/Action.

La valorisation proposée est calculée à partir de la moyenne arithmétique des trois méthodes présentées à savoir : la méthode DCF, la méthode des multiples comparables et la méthode patrimoniale. Les résultats sont les suivants :

Tableau 20: Résultat de la méthode des multiples comparables

| VALEUR | METHODE DCF | MULTIPLES COMPARABLES | MOYENNE |
|--------------------------|----------------|--------------------------|---------|
| Valeur de l'entreprise | 37 463 | 49 228 | 43 345 |
| Dette Nette | 1 552 | 1 552 | 1 552 |
| Valeur des fonds propres | 35 910 | 47 675 | 41 793 |
| Valeur de l'action | 1 407 | 1 868 | 1 638 |

En conclusion, selon le rapport d'évaluation, la valeur moyenne de l'entreprise BIOPHARM SPA est de 43,3 milliards de dinars. La valeur des fonds propres est de

41,8 milliards de dinars. L'action, d'un nominal de 200 dinars, est valorisée, dans le rapport présenté par l'évaluateur reconnu par la COSOB, à 1 638 dinars.

Conclusion

L'analyse de ces évaluations montre, qu'un certain nombre de difficultés existent, pour pratiquer l'évaluation de ces entreprises. Cette opération a été confiée à des cabinets d'expertise extérieurs qui ont suivi des démarches non équivalentes. Il ressort ainsi que, certaines évaluations n'ont pas procédé à une analyse prévisionnelle, et ont insuffisamment traité le risque d'entreprise.

Les difficultés rencontrées, dans l'estimation du taux d'actualisation approprié, n'ont pas permis de distinguer clairement entre la valeur totale et la valeur des fonds propres de l'entreprise.

Il existe des difficultés d'ordre méthodologique. Il faut utiliser une méthodologie standard en matière d'évaluation de l'entreprise :

- soit utiliser la méthode des cash-flows actualisés,
- soit utiliser la méthode de la valeur comptable nette corrigée.

Les écarts méthodologiques ainsi soulevés sont intégrés dans un cadre de difficultés d'évaluation des entreprises en vue de privatisation, dans un contexte de transition, vers l'économie de marché.

La détermination du prix de l'entreprise, en privatisation, dans un contexte de transition est une opération délicate en raison des bouleversements économiques, faisant suite au changement de système économique. En effet, dans un environnement en transformation profonde, il est difficile de faire des anticipations fiables, concernant l'avenir de l'entreprise.

De plus, le faible développement des mécanismes de marché rend problématique l'utilisation satisfaisante des méthodes standard d'évaluation. Ainsi, en l'absence de normes et de références relativement stables, l'évaluation de l'entreprise comporte un risque d'erreur assez élevé dans la mesure où la valeur « estimée » peut s'écarter de la valeur « intrinsèque » de l'entreprise.

L'utilisation de la méthode des cash-flows actualisés s'avère délicate dans un contexte de transition vers l'économie de marché. Malgré ses difficultés d'application, cette méthode semble être, néanmoins une référence lors des négociations entre l'acheteur et le vendeur. La nécessité de disposer de références fiables contraint souvent les parties, intervenant dans les privatisations à utiliser des méthodes approximatives. Ces difficultés ont été rencontrées dans le processus de privatisation des pays d'Europe centrale et orientale.

L'approche générale adoptée repose sur les étapes suivantes :

- Audit industriel des installations.
- Audit et retraitement des comptes aux standards internationaux.
- Evaluation proprement dite.

Comme nous l'avons indiqué, l'une des principales difficultés, de l'évaluation d'une entreprise, réside dans la complexité de la prévision des cash-flows futurs. Cette difficulté est encore plus grande lorsqu'il s'agit d'une entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché.

Il existe, en effet, une période de rupture dans les séries statistiques des entreprises, ce qui rend faible la visibilité de l'entreprise. De ce fait, les séries statistiques existantes sont d'un apport limité par la prévision. La période de rupture dans l'information de l'entreprise, a pour origine le bouleversement introduit dans le fonctionnement macro-économique. La libération des prix et du commerce extérieur peut modifier la position concurrentielle de l'entreprise. De sorte que la performance passée ne peut plus être une référence fiable pour la prévision de la performance future.

Ainsi, le changement des prix relatifs peut modifier la rentabilité du bien produit. C'est le cas, par exemple, si l'ancien système de prix maintenait artificiellement bas le prix des « inputs » utilisés, ou lorsque la planification du commerce extérieur assurait à l'entreprise un marché interne, ou externe, suffisant et assuré.

Les bouleversements, provoqués par la présence de cette période de rupture sont une source importante d'incertitude et peuvent de ce fait, expliquer une partie de la sous-évaluation des entreprises dans un contexte de transition.

Cette incertitude peut être amplifiée, par l'absence d'une politique économique fiable et crédible. En présence d'une faible visibilité de l'entreprise, la subjectivité prend une part importante dans l'évaluation, ce qui peut remettre en cause sa fiabilité.

Une des difficultés de l'évaluation, dans un contexte de transition, c'est que l'entreprise, en privatisation, est généralement dépourvue de stratégie en étant notamment en situation d'attente de changement de propriétaire et de contrôle de l'entreprise. A ce titre, on peut citer l'exemple des entreprises russes, dont les dépenses de recherche et développement ont sensiblement diminué, notamment en raison d'un défaut de stratégie.

L'évaluateur se trouve dans ce cas dans une situation délicate, n'étant pas lui-même en mesure d'élaborer la stratégie adéquate.

Le risque est un élément essentiel de la valeur de l'entreprise. La mesure du « risque pays » est une des difficultés de l'évaluation de l'entreprise dans les pays en transition. Il y a lieu, dans ce cas, d'envisager l'utilisation d'approches approximatives. Par exemple, le risque pays peut être dérivé, à partir des coefficients de risque qu'on attribue aux émissions obligataires, ou à partir du marché secondaire de la dette extérieure des pays en développement.

Dans les économies de marché avancées, le marché financier permet d'établir, même approximativement, des normes qui rendent possible l'évaluation par utilisation de méthodes comparatives. L'absence, ou le faible développement du marché financier, ne permet pas de déterminer, de façon objective, le prix du risque. De plus, les pays en transition font généralement face à une forte volatilité des taux d'intérêt, due à des taux d'inflation élevés. Dans un tel contexte, il n'est pas aisé de déterminer un taux d'intérêt sans risque. Les difficultés de déterminer le taux d'intérêt sans risque, et le prix du risque, rend problématique la détermination du taux d'actualisation, ce qui rend également délicate l'utilisation adéquate de la méthode des cash-flows actualisés.

Ceci étant, même si les résultats ne sont pas tous exacts, il vaut mieux utiliser des méthodes éprouvés, quitte à améliorer progressivement la collecte des chiffres et l'évaluation des résultats.

Section 2. Présentation de l'étude empirique et de l'échantillon

L'évaluation des entreprises en Algérie a été mise en question, à partir des premières opérations des évaluations, entrant dans le cadre de la privatisation des entreprises publiques⁶²⁰.

Sous-section 1 LE CONTEXTE DE L'ÉTUDE EMPIRIQUE

Devant l'influence de la crise des années 1990, l'Algérie a adopté une nouvelle stratégie de libéralisation et d'ouverture économique. La privatisation est un moyen de restructuration de l'appareil économique. C'est également un outil de désengagement de l'État de la sphère économique et de rééquilibrage budgétaire. De ce cadre, le pays a connu une vaste campagne de privatisation des entreprises publiques, qui s'est déroulé entre 2001 et 2008.

Le processus de privatisation a commencé, en Algérie, au début de 1980. Avec la promulgation de la loi 81-01 du 07 Février 1981, portant cession des biens immobiliers à usage d'habitation, professionnel, commercial ou artisanal, l'opération de vente des "biens immobiliers vacants", des immeubles et villas gérés par les différentes administrations de l'Etat à des particuliers. Elle a été suivie, à partir de 1987, par des opérations de démantèlement des entreprises agricoles autogérées et une distribution des terres agricoles⁶²¹.

⁶²⁰ Voir Section 1, Chapitre 2: Introduction en bourse.

⁶²¹ Peu de temps avant la Conférence nationale sur l'Agriculture, qui s'est tenue à Alger du 11 au 13 mai 1992, le responsable du département ministériel concerné a indiqué qu'il était envisagé de privatiser définitivement 35.000 exploitations agricoles, représentant 135.000 fermes, et que le transfert de propriété sur ces exploitations serait effectué en priorité au profit des paysans qui y travaillent. Cependant, il est à signaler "qu'au cours de cette rencontre des experts ont exprimé leur crainte que la vente des terres, loin de représenter une solution-miracle, pourrait engendrer des conséquences désastreuses pour l'agriculture telles que la spéculation foncière et la disparition des ceintures

Dès 1988, la privatisation a été étendue au secteur pétrolier. Puis le processus s'est accéléré dans ce secteur, sous couvert du règlement du problème de la dette extérieure. Mais, ce n'est qu'avec l'ordonnance n° 01-04 du 20 Août 2001, que ce processus commence à se mettre en place. Ce texte loi définit le cadre de la privatisation.

Le bilan de cette opération est mitigé. Les entreprises éligibles à la privatisation étaient de l'ordre de 1200, alors que les entreprises qui ont été vraiment privatisées ne sont que de 464 entreprises. Le tableau suivant retrace les résultats de ce bilan pendant la période 2001 à 2008.

Tableau 21 : le bilan des privatisations de 2001 à 2008

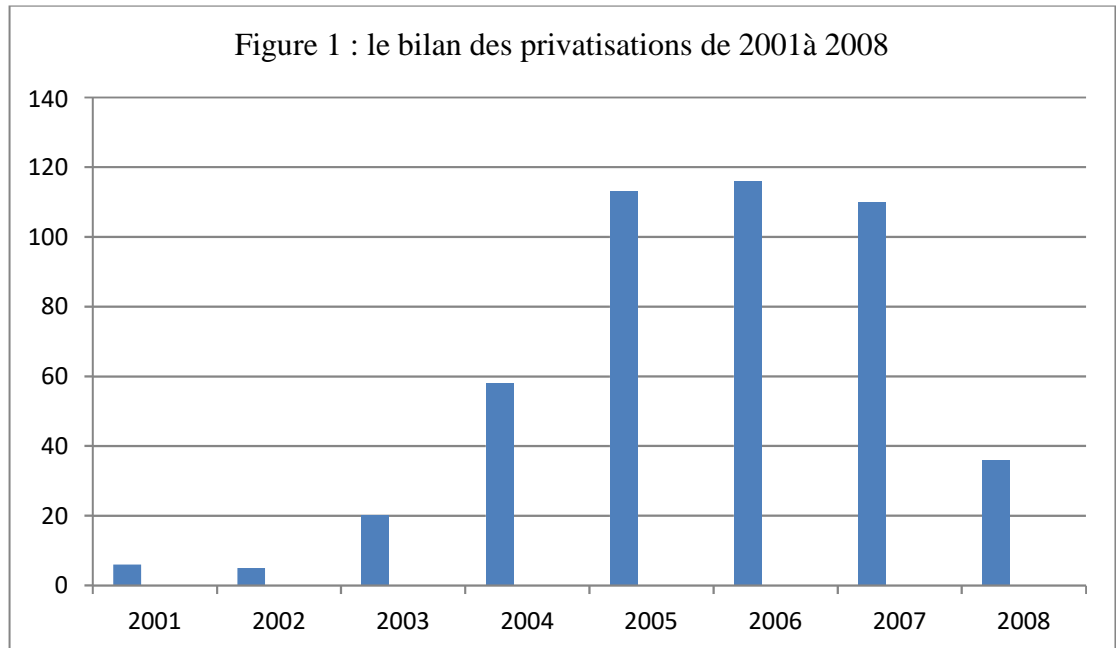
| Nombre d'opérations | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | Total |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Privatisation totale | | 1 | 5 | 7 | 50 | 62 | 68 | 18 | 211 |
| Privatisation >50% | | | 1 | 2 | 11 | 12 | 7 | 1 | 34 |
| Privatisation <50% | | | | 3 | 1 | 1 | 6 | 2 | 13 |
| Reprise par les salariés | | | 8 | 23 | 29 | 9 | | 7 | 76 |
| Partenariat (joint-venture) | 5 | 3 | 4 | 10 | 4 | 2 | 9 | 1 | 38 |
| Cession d'actifs à des repreneurs privés | 1 | 1 | 2 | 13 | 18 | 30 | 20 | 7 | 92 |
| Total | 6 | 5 | 20 | 58 | 113 | 116 | 110 | 36 | 464 |

Source : Ministère de l'Industrie et de la Promotion des Investissements⁶²² (MIPI).

marâchères autour des villes au profit d'une urbanisation sauvage." (Rapporté par Marchés Tropicaux du 22 mai 1992, p. 1299) .

⁶²² Bendiff H., directeur du département privatisation au MIPI, *Processus de privatisation en Algérie : stratégie, bilan et perspectives*, Forum économique , 24/09/2008, Lausanne, Suisse.

Le tableau suivant donne les résultats annuels et montre que la privatisation a connu le plus de succès dans les années 2005, 2006 et 2007.



Source : Tableau établi par l'auteur à partir des données du MIPI⁶²³

Les opérations de privatisation ont suscité, par la suite, une vague de protestation émanant des représentants syndicaux et des partis politiques et académiques sur la façon d'évaluer ces entreprises. Ils accusent l'Etat de procéder au bradage de ces entreprises. Ils signifient que l'évaluation de ces entreprises a été pratiquée aux dépens de ces entreprises et des intérêts des salariés⁶²⁴ dans certains secteurs d'activité.

Ces accusations portent entre autres sur les compétences des opérateurs, chargés de l'évaluation, et sur le choix des méthodes d'évaluation. En Algérie, les compétences des institutions intervenant dans le processus de privatisation sont le Conseil des Participations de l'État (CPE), avec l'appui opérationnel du ministère des Participations de l'Etat. Cette compétence est mise en œuvre par 28 Sociétés de gestion des participations (SGP), créées pour gérer les fonds propres des entreprises privatisables. Le management des privatisations a été confié à ces institutions, qui en assument la charge technique et politique.

⁶²³ Ministère de l'Industrie et de la Promotion des Investissements (MIPI).

⁶²⁴ Mebtoul M., *Les enjeux de la privatisation des soins en Algérie*, Journal des anthropologues, Globalisation. Tome I, pp. 96-97, 2004.

Ces reproches exprimés contre ces institutions, sont fondés par exemple sur les véritables compétences de ces institutions, sur leur capacité technique pour bien gérer le processus et sur leur légitimité en termes de compétences des personnes qui composent ces institutions. Les critiques se portent surtout sur le choix des méthodes d'évaluation retenues pour la cession des entreprises publiques.

En effet, le Conseil des Participations de l'État (CPE) a retenu deux méthodes d'évaluation, la méthode de l'Actif Net Corrigé (ANC) et la méthode du Cash-Flow. Les « contestataires » de ce choix considèrent que le CPE obéit à des critères politiques ; Ils soulignent que ces deux méthodes ne parviennent pas à estimer les entreprises publiques à leur juste valeur, ils dénoncent l'Etat qui veut se débarrasser de ces entreprises, coûte que coûte, et forcer la réussite de l'opération de privatisation, pour montrer aux instances internationales, notamment au FMI, sa bonne foi pour mener à bien ses politiques de réformes.

Au-delà de ces considérations politiques, la question de l'évaluation des entreprises a été mise sérieusement à débat. Le débat s'est installé à deux niveaux. Le premier se situe au niveau théorique sur le choix des méthodes⁶²⁵. Le second se situe au niveau du « sens » de la valeur, obtenue par telle ou telle méthode, si on ne peut objectivement appliquer aucune des deux méthodes⁶²⁶.

Le débat « philosophique » sur le choix des deux méthodes s'est imposé en Algérie, mais n'a pas suscité beaucoup d'intérêt. Le choix de la méthode de l'Actif Net Corrigé a été imposé aux entreprises qui se sont arrêtées de fonctionner. Par contre, le choix de la méthode du Cash-Flow est retenu pour celles qui arrivaient à dégager toujours du chiffre d'affaires.

Le vrai débat portait essentiellement sur le sens. à donner aux valeurs obtenues ? par l'application de ces deux méthodes d'évaluation. Les interrogations étaient orientées sur la rationalité et l'utilité de ces méthodes, dans un environnement peu approprié à la pratique d'une méthode d'évaluation. Les questions se sont multipliées, surtout sur les prix pratiqués : prix administrés ou prix de marché ?

⁶²⁵ Nous avons consacré tout un chapitre sur « les débats autour des méthodes d'évaluation » pour comprendre les enjeux et les objectifs de l'évaluation des entreprises, 2^{ème} chapitre, de la 1^{er} partie.

⁶²⁶ Notre travail de recherche tente de répondre à cette problématique propre à l'économie et à l'environnement en Algérie.

Après 2008, la privatisation des entreprises publiques est devenue un enjeu secondaire. Il semble que le choix du libre-échange, comme mode d'organisation de l'économie algérienne depuis une quinzaine d'années, ne fait plus l'objet d'un consensus large. Le rôle de l'Etat est reconsidéré, entraînant ainsi l'arrêt du processus de privatisation, au nom d'un nouveau patriotisme économique⁶²⁷. Ceci s'est traduit par exemple par la création de 13 grandes entreprises publiques⁶²⁸.

Par contre, l'abandon de la privatisation ne signifie pas que la question de l'évaluation des entreprises, en Algérie, a été négligée ou délaissée. L'entrée en Bourse de certaines entreprises⁶²⁹ a renforcé l'idée de la nécessité de l'évaluation. En outre, l'émergence de certaines entreprises privées à caractère industriel consolide le besoin de l'évaluation⁶³⁰. Ces nouvelles entreprises privées, adoptent les nouvelles approches managériales dans la gestion et utilisent l'outil de l'évaluation financière, comme mesure de leur performance.

Le paysage économique en Algérie commence à s'habituer aux grandes entreprises commerciales et de distribution utilisant les grandes surfaces⁶³¹. Ces entreprises cherchent également à tirer profit des méthodes d'évaluation.

Dans ce contexte, l'étude empirique pose le problème des difficultés de l'évaluation dans un environnement peu adéquat, d'une part. D'autre part, l'étude dévoilera la nécessité de bien préparer l'environnement pour une pratique rationnelle des diverses méthodes d'évaluation.

⁶²⁷Discours du chef de l'Etat algérien devant les présidents d'APC et de wilaya. In : *Quotidien d'Oran*, 27/07/2008.

⁶²⁸ Le journal El-Watan, 23-24/01/2009.

⁶²⁹ Il s'agit de 5 entreprises : Alliance Assurance, Biopharm, HotelAurassi, NCA-Rouiba, Saidal.

⁶³⁰ Il s'agit de Cevital, Amor Benamor, Hasnaoui, etc...

⁶³¹L'Algérie compte 9 hypermarchés et 244 supermarchés

Sous-section 2 TAILLE ET IDENTIFICATION DE L'ÉCHANTILLON

L'étude concerne un public bien précis. Il a participé à la campagne de l'évaluation des entreprises publiques, dans le cadre de la privatisation de 2001 à 2008. Le choix de ce public a été effectué sur la base d'une qualification professionnelle et d'une expérience dans le processus d'évaluation, dans le cadre des privatisations.

Trois professions ont été choisies. Il s'agit de la profession des experts comptables, des consultants d'entreprise et des directeurs financiers au sein des entreprises.

A La profession de l'expertise comptable

Les missions principales de la profession de l'expertise comptable sont la tenue de la comptabilité et la préparation des comptes annuels. Cette profession atteste la fiabilité des comptes et leur sincérité. L'expertise comptable doit être conforme à la réglementation, ce qui est la principale demande des entreprises.

Par ailleurs, l'expert-comptable analyse les comptes de l'entreprise et apporte des conseils de gestion. Il intervient sur toutes les questions financières de l'entreprise. Il est également doté d'une grande capacité d'analyse, de synthèse, d'organisation et d'anticipation.

Le choix de la population des experts comptables, dans notre échantillon, est justifié par les missions principales accordées à ce type de professionnels en Algérie. Les statistiques sur le nombre des experts-comptables qui sont intervenus dans l'évaluation des entreprises algériennes, dans le cadre de la privatisation des entreprises publiques ne sont pas connues. Mais il est démontré, empiriquement, que ce sont essentiellement les experts-comptables qui ont eu la tâche de l'évaluation des entreprises publiques, à partir de 2004.

B La profession de consultant d'entreprise

La profession de consultant d'entreprise représente un service spécialisé dans l'analyse et la solution de problèmes de gestion dans une entreprise. Elle fait appel à un consultant, parce qu'elle juge que les conditions dans lesquelles elle évolue sont insatisfaisantes et doivent être améliorées. Le consultant en gestion financière, a pour mission de trouver les meilleurs moyens pour une entreprise, de se procurer des

ressources financières et de mesurer sa performance et ses résultats. Le champ d'intervention du consultant en gestion financière est axé sur cinq secteurs de consultation : le développement de l'entreprise, les études économiques, les programmes d'amélioration de la rentabilité, l'assistance aux entreprises en difficultés financières et enfin, la gestion des ressources financières.

C La profession de directeur financier

Le directeur financier de l'entreprise a pour mission de garantir la régularité des comptes, la maîtrise des délais de clôture et du respect des obligations fiscales. Il assure le contrôle interne des processus de la direction financière, visant à garantir la fiabilité des comptes et la mise sous contrôle des risques financiers. Il doit assurer la liquidité de l'entreprise et veiller au respect des échéances.

Sous-section 3 RÉPARTITION DU QUESTIONNAIRE

Sur la base de ces critères, le choix a été fait sur 100 professionnels de l'évaluation, répartis sur le territoire algérien. Le tableau suivant montre la répartition, par profession et par région, des professionnels consultés.

Tableau 22 : Répartition du questionnaire (par profession et par région)

| N° | Qualification | Région Nord | Région Ouest | Région Est | Région Sud | Total |
|----|---------------------------|-------------|--------------|------------|------------|-------|
| 01 | Experts comptables | 30 | 10 | 15 | 05 | 60 |
| 02 | Consultants d'entreprises | 12 | 05 | 06 | 02 | 25 |
| 03 | Directeurs financiers | 08 | 03 | 03 | 01 | 15 |
| | Total | 50 | 18 | 24 | 08 | 100 |

Sur la base de 100 questionnaires distribués, après vérification, nous n'avons retenu que 36, pouvant être analysés et interprétés. 25 d'entre eux ont été éliminés, faute de

cohérence dans les réponses et les autres sont incomplets. Les 36 répondants à notre questionnaire sont ensuite répartis par profession et par appartenance aux quatre régions du pays. Le tableau 19 et les figures 3 et 4 suivantes montrent que les experts comptables ont répondu le plus, suivi des consultants d'entreprises et des directeurs financiers.

Tableau 23 : Identification de l'échantillon et sa répartition par région

| N° | Qualification | Région | Région | Région | Région | Total |
|----|-----------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | | Nord | Ouest | Est | Sud | |
| 01 | Experts comptables | 12 | 05 | 04 | 01 | 22 |
| 02 | Consultants | 06 | 02 | 01 | 01 | 10 |
| 03 | Directeurs Financiers | 02 | 01 | 01 | 00 | 4 |
| | Total | 20 | 08 | 06 | 02 | 36 |

Figure 03 : Présentation de l'échantillon

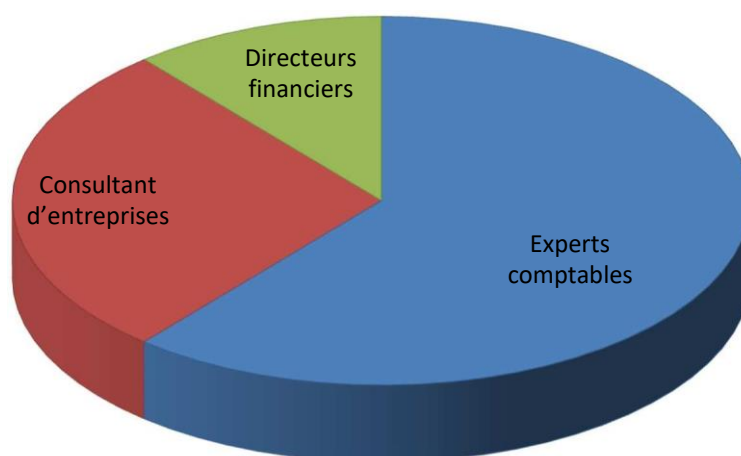
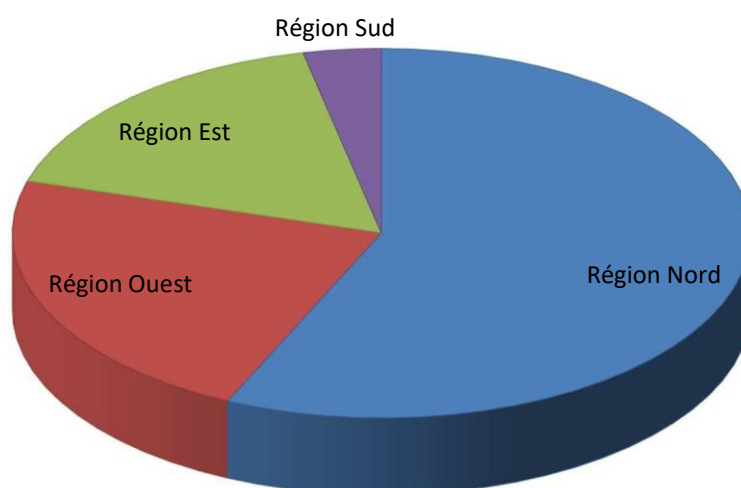


Figure 4: Répartition de l'échantillon par région



Les experts comptables représentent 22 réponses, soit un taux de réponse global de 61,11%. En ce qui concerne les consultants d'entreprises, le nombre des répondants étant de 10, ils totalisent un taux de réponse de 27,77%. Les directeurs financiers ont été 4 à répondre, ce qui représente un taux de réponse de 13,88%.

Géographiquement, les répondants de la région du Nord du pays ont été plus nombreux, avec 20 réponses sur 36 qui traduisent un taux de participation de 55,55%. Ceux de la région Ouest suivent, avec 8 réponses, soit un taux de réponse de 22,22%. La région Est a obtenu 6 réponses, ce qui traduit un taux de réponse 16,66%. La région Sud totalise 02 réponses qui égalisent un taux de réponse de 5,55%.

La supériorité de la région Nord du pays peut s'expliquer aussi par la concentration de nombreux professionnels dans cette région⁶³²dynamique.

Sous-section 4 OBJET DU QUESTIONNAIRE

L'objet principal du questionnaire est d'examiner les difficultés rencontrées, par les professionnels, à l'occasion de la pratique de l'évaluation des entreprises en Algérie. Le questionnaire comporte 39 questions qui sont réparties sur 8 sections. Il figure en annexe de l'étude (p.488 et suivantes).

⁶³² Par exemple, le cabinet d'expertise CETIC est basé à Alger et compose de plusieurs professionnels de l'évaluation.

A Identification du répondant

Dans cette première section du questionnaire, il s'agit de quatre questions, pour identifier et définir le rôle, les missions et l'objet de l'intervention du répondant dans l'opération de l'évaluation. Pour être complet, il a été demandé dans quelle région a été exercée l'opération d'évaluation et la nature des activités des entreprises évaluées.

B Relations avec les acteurs impliqués dans l'opération

Dans cette section, il s'agit de connaître comment les répondants jugent l'accès à l'information (facile ou difficile) et de définir le degré de fiabilité de l'information. Est évoquée aussi, l'inexpérience des agents, chargés de fournir les informations.

C Choix de la méthode de l'évaluation

Une section a été consacrée au choix de la méthode d'évaluation. Trois questions sont proposées. La première question est axée sur les motivations et les critères qui ont poussé les répondants à faire le choix de la méthode d'évaluation. Les deux dernières questions sont consacrées à connaître la méthode d'évaluation la plus utilisée et les raisons de ce choix.

D Utilisation de la méthode de la valeur patrimoniale

La pratique et l'utilisation de la méthode dite de la valeur patrimoniale ont fait l'objet de six questions. Elles sont proposées pour comprendre, comment s'effectuent les corrections des valeurs du bilan et quelles sont les difficultés rencontrées. L'accent est mis sur la valorisation de l'ensemble des éléments du bilan : éléments incorporels, terrains, stocks, créances-clients, etc...

E Utilisation des autres méthodes

La pratique et l'utilisation des autres méthodes a fait l'objet d'une attention particulière dans le questionnaire. Il s'agit de savoir si d'autres méthodes, autre que celle de la valeur patrimoniale, sont pratiquées. Quatre questions sont proposées aux répondants, pour connaître les raisons du choix de la méthode et les aspects techniques qui justifient ce choix : disponibilité ou non des outils d'évaluation, taux d'actualisation, existence d'un marché transparent de l'immobilier, fonctionnement de la bourse, etc...

D'autre part, il est question de savoir s'il y a un consensus, autour de cette question, par les autres acteurs de l'évaluation,

F Rôle de la législation en vigueur

Dans cette partie, on s'intéresse au rôle de la législation en vigueur, pour organiser la pratique de l'évaluation. Deux questions sont proposées. Il s'agit de savoir quels sont les textes en vigueur, qui régissent l'opération d'évaluation, surtout en matière de textes sur la fiscalité et le foncier, pour la pratique de la méthode de la valeur patrimoniale. D'autre part, l'accent est mis sur les initiatives personnelles dont font preuve les répondants, en cas d'absence de directives et de législation en matière d'évaluation.

G Mise en place du SCF (Inspiré des IFRS)

La mise en place du SCF (Système Comptable et Financier) comme système de collecte de l'information comptable et financière, innovation majeure de ces dernières années dans le champ comptable algérien. Sa mise place est soumise à des contraintes d'environnement économique et quels sont les apports du SCF en matière d'évaluation des entreprises et sur l'entreprise elle-même. Le principe de la juste valeur peut-il être appliqué ?

H La question de la Gouvernance

La question de la Gouvernance fait l'objet de la dernière section. Il s'agit de savoir si des difficultés majeures ont été rencontrées, par les répondants, au cours de l'évaluation, mais aussi de connaître leur perception sur la relation entre l'évaluation, en tant que démarche rationnelle, et l'environnement économique et technique dans sa globalité. Enfin, deux questions importantes ont été proposées aux répondants. Elles concernent l'adaptabilité des méthodes d'évaluation à cet environnement (mauvaise ou bonne) et comment ils jugent le niveau de participation de l'ensemble des intervenants, dans le processus d'évaluation (appréciable, moyenne ou insuffisante).

Conclusion :

Cette partie (section 2) a été consacrée à la présentation de l'étude empirique et de l'échantillon de l'enquête. D'une manière générale, l'étude empirique se pose dans le contexte de l'environnement de l'économie algérienne.

Dans une première sous-section, nous avons mis en lumière ce contexte de l'évaluation des entreprises en Algérie. Les premières opérations d'évaluation ont été déclenchées par le gouvernement algérien, pour la cession des entreprises publiques, dans le cadre de la privatisation de 2001 à 2008. Ensuite, cette pratique de l'évaluation a trouvé son essor, avec la création de la Bourse d'Alger, et de l'entrée en Bourse de certaines entreprises. L'émergence de plusieurs PME privées, dans l'industrie et dans la grande distribution, a engendré le besoin d'utilisation de ce processus d'évaluation.

Dans une deuxième sous-section, nous avons présenté notre échantillon, qui comporte 36 réponses, à un questionnaire détaillé. Initialement, le nombre de questionnaires envoyés était de 100. Certains n'ont pas répondu pour diverses raisons... Trois catégories de population ont été visées par notre enquête : les experts-comptables, les consultants d'entreprises et les directeurs financiers exerçant au sein des entreprises. Le choix de cette population a été réalisé sur des critères professionnels, liés à la pratique de l'évaluation en Algérie. L'enquête a été effectuée au cours de l'année 2015.

Enfin, nous avons analysé le contenu du questionnaire qui se composait de 8 sections pour répondre sur des différents aspects touchant la pratique de l'évaluation des entreprises en Algérie. L'accent est mis, notamment, sur l'accès à l'information, la fiabilité de cette information, le choix de la méthode d'évaluation et les difficultés rencontrées lors de la pratique de l'évaluation.

Cette partie introduit les conclusions de l'étude empirique, et les résultats de l'enquête, qui pourraient mettre en cause l'environnement de l'entreprise algérienne comme principal obstacle à une pratique rationnelle et conforme des méthodes d'évaluation. C'est ce que nous allons maintenant démontrer.

Sous-section 5 RÉSULTATS ET INTERPRÉTATIONS

Le traitement et l'analyse des données a été fait sur la base de 36 observations. Cette analyse a permis de dégager huit orientations qui nous donnent une vision sur l'étude empirique.

D'une manière générale, les statistiques descriptives de notre échantillon (de 36 observations), nous montrent que l'accès à l'information est relativement facile et sa fiabilité est bonne. Par contre, l'adaptabilité des méthodes d'évaluation à l'environnement économique en Algérie est plus difficile avec un niveau moyen de participation pour l'ensemble des intervenants.

Tableau 24 : Résultats descriptifs

| | Objet de l'intervention | Région où l'opération d'évaluation s'est déroulée | Activité de l'entreprise évaluée | Accès à l'information | Fiabilité de l'info | L'inexpérience des agents explique le degré de fiabilité constaté | L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous même | Adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie | Niveau de participation des intervenants dans l'évaluation |
|---------------------|-------------------------|---|----------------------------------|-----------------------|---------------------|---|--|---|--|
| Mode | 1 | 2 | 1 | 1 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Minimum | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 1 |
| Maximum | 1-2 | 1-2-3-4 | 1-3 | 1-2 | 4 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Nbre d'observations | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 | 36 |

Objet de l'Intervention

Sur la question « *Quelle était l'objet de votre intervention ?* » les résultats montrent que 47% de notre échantillon indiquent des interventions pour un objectif de privatisation. Par ailleurs, nous relevons que 33,3% des répondants de notre échantillon, ont choisi la modalité « *Autre* » en ce qui concerne l'objet de leur intervention.

Lieu d'exercice de l'évaluation

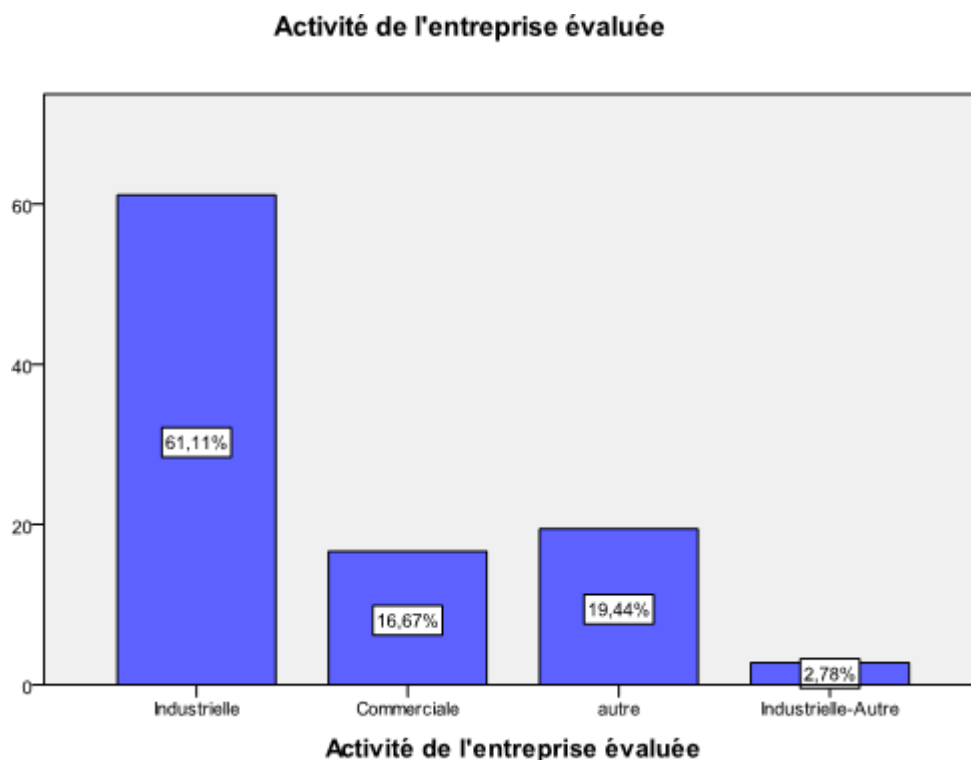
Sur la question « *Dans quelle région du pays, avez-vous exercé l'opération d'évaluation ?* », les résultats montrent que les opérations d'évaluation ont été effectuées dans des entreprises se trouvant au Centre de l'Algérie qui correspond à la région Nord du pays avec 30,6%. En seconde position, on trouve la région Ouest avec 19,4% et, enfin, la région Est avec 16,7%. Par ailleurs, nous remarquons le faible pourcentage pour la région du Sud avec seulement 5,6%. Le tableau ci-dessous nous révèle également que des opérations d'évaluation ont été effectuées dans les deux zones Centre-Est (13,9%) et Centre-Sud (2,8%). Ceci peut être expliqué, par la présence de filiales réparties dans les régions du pays.

Tableau 25: Régions où l'opération d'évaluation s'est déroulée

| | Fréquence | % | Pourc. Valid | % Cumulé |
|----------------------|-----------|-------|--------------|----------|
| Ouest | 7 | 19,4 | 19,4 | 19,4 |
| Centre | 11 | 30,6 | 30,6 | 50,0 |
| Est | 6 | 16,7 | 16,7 | 66,7 |
| Sud | 2 | 5,6 | 5,6 | 72,2 |
| Ouest-Centre | 2 | 5,6 | 5,6 | 77,8 |
| Ouest-Est | 1 | 2,8 | 2,8 | 80,6 |
| Centre-Est | 5 | 13,9 | 13,9 | 94,4 |
| Centre-Sud | 1 | 2,8 | 2,8 | 97,2 |
| Ouest-Centre-Est-Sud | 1 | 2,8 | 2,8 | 100,0 |
| Total | 36 | 100,0 | 100,0 | |

Nature des activités des entreprises évaluées

Sur la question « *Quelle est la nature d'activité des entreprises que vous avez évaluées ?* » les résultats montrent que, la plupart des entreprises évaluées, sont à caractère industriel. L'histogramme ci-dessous, montre que 61,11% des entreprises évaluées sont du secteur industriel, tandis que 16,67% sont du secteur commercial et le reste dans d'autres secteurs (services et divers...).



Accès à l'information

A la question « *Est-ce que l'accès à l'information a été facile, difficile, peu facile ou difficile ?* », les résultats révèlent que l'accès à l'information est en général facile, pour 56,6% des répondants. Par contre, 36,1% d'entre eux pensent que l'accès est peu facile. Seulement 5,6% trouvent que l'accès à l'information pour évaluer une entreprise est difficile. On peut signaler qu'il y a eu une observation, avec deux réponses en même temps (Facile et peu facile).

Accès à l'information

| | Fréquence | Pourc. | Pourc. Validé | Pourc. Cumulé |
|-------------------|-----------|--------|---------------|---------------|
| Facile | 20 | 55,6 | 55,6 | 55,6 |
| Peu facile | 13 | 36,1 | 36,1 | 91,7 |
| Peu difficile | 2 | 5,6 | 5,6 | 97,2 |
| Facile-Peu facile | 1 | 2,8 | 2,8 | 100,0 |
| Total | 36 | 100,0 | 100,0 | |

Fiabilité de l'information

A la question « ***A quel degré estimez-vous ces informations fiables, excellente ou mauvaise*** ». Les répondants sont partagés, sur le degré de fiabilité des informations recueillies pour pratiquer l'évaluation. La fiabilité de ces informations est très bonne pour 36,1% des répondants, 47,2% confirment qu'elle est bonne et 16,7% répondent qu'elle est moyenne comme le démontre le tableau ci-dessous.

Si, l'accès à l'information est en général facile, sa fiabilité ne fait pas l'unanimité des répondants.

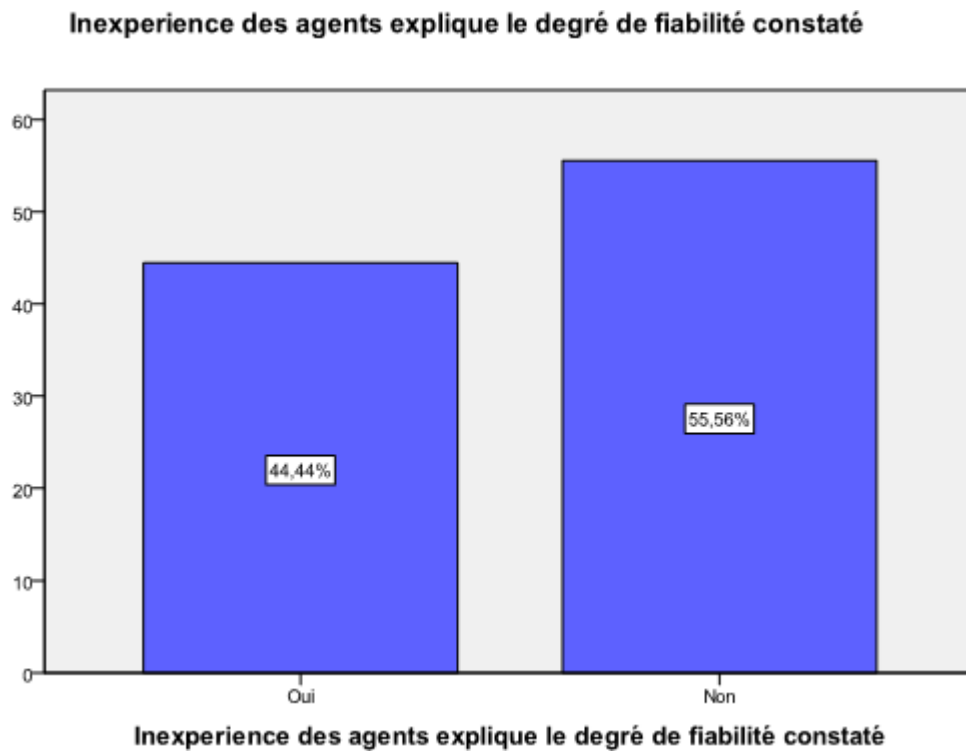
Fiabilité de l'info

| Fiabilité | Fréquence | Pourc. | Pourc. Validé | Pourc. Cumulé |
|------------|-----------|--------|---------------|---------------|
| Excellente | 3 | 8,3 | 8,3 | 8,3 |
| Très bonne | 10 | 27,8 | 27,8 | 36,1 |
| Bonne | 17 | 47,2 | 47,2 | 83,3 |
| Moyenne | 6 | 16,7 | 16,7 | 100,0 |
| Total | 36 | 100,0 | 100,0 | |

Manque d'expérience des agents

A la question « ***l'inexpérience des agents chargés de fournir les informations est-il un facteur explicatif du degré de fiabilité constaté ?*** ». Les résultats montrent que

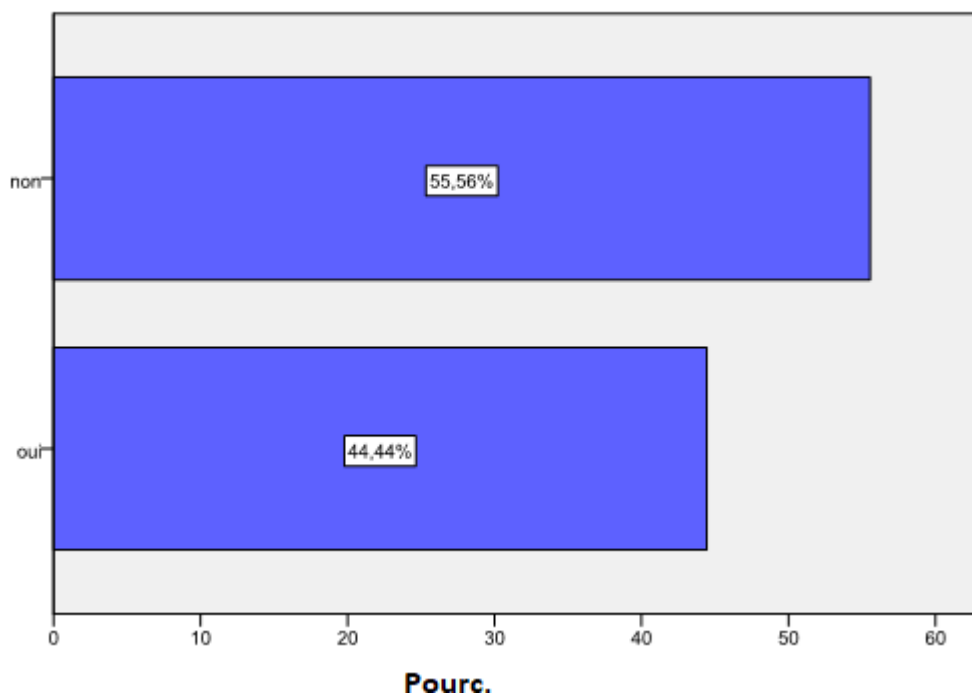
seulement 44,44% des 36 répondants croient que l'inexpérience des agents, chargés de fournir les informations, est un facteur explicatif du degré de fiabilité constaté. Ce qui montre qu'il y a d'autres facteurs qui expliquent le degré de fiabilité constaté.



Relation entre l'information recueillie et la technique d'évaluation appliquée

A la question « *Les informations recueillies ont-elles permis d'appliquer la méthode, ou les techniques d'évaluation choisies par vous-même* », l'histogramme ci-dessus montre que 55,56% des répondants révèlent que les informations recueillies ne permettent pas d'appliquer les techniques d'évaluation choisies par eux-mêmes.

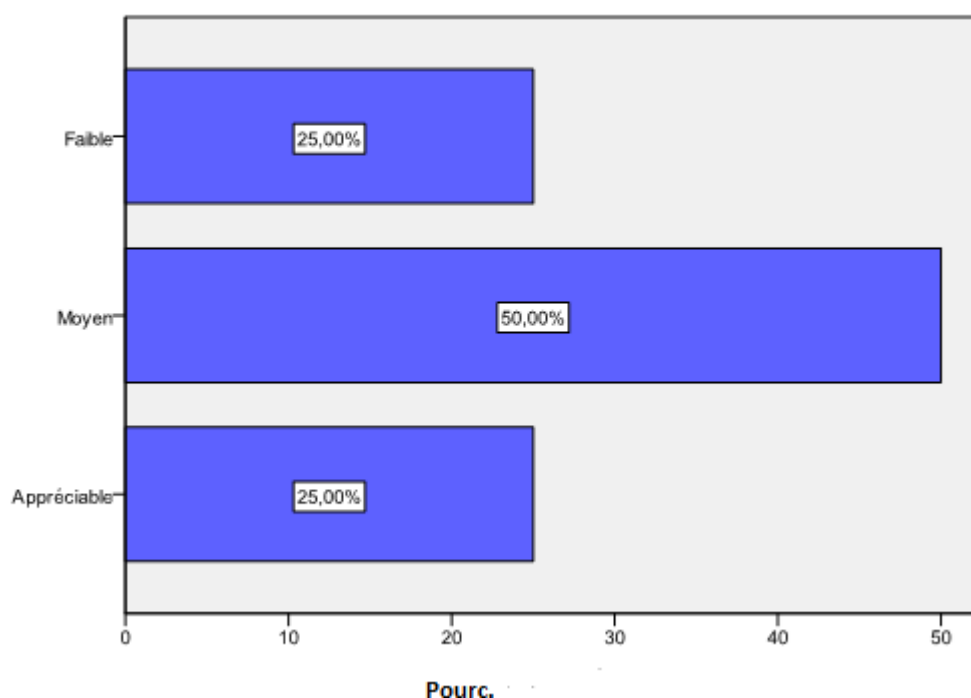
L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous même



Niveau de participation des intervenants dans le processus d'évaluation

A la question « *Comment jugez-vous le niveau de participation de l'ensemble des intervenants dans le processus d'évaluation ?* », la moitié des répondants disent que le niveau de participation des intervenants est moyen. Le reste de notre échantillon est divisé entre appréciable et faible.

Niveau de participation des intervenants dans l'évaluation



Adaptabilité des méthodes d'évaluation

A la question « Comment jugez-vous l'adaptabilité des méthodes dans le processus d'évaluation ? », les résultats montrent que 58% des répondants jugent qu'elle est mauvaise.

D'après le tableau ci-dessous, on peut constater que l'adaptabilité des méthodes d'évaluation, à l'environnement économique et technique en Algérie, est mauvaise d'après 58,3% des répondants. Le reste considère qu'elle est juste moyenne et aucun répondant n'a signalé qu'elle est bonne ou très bonne.

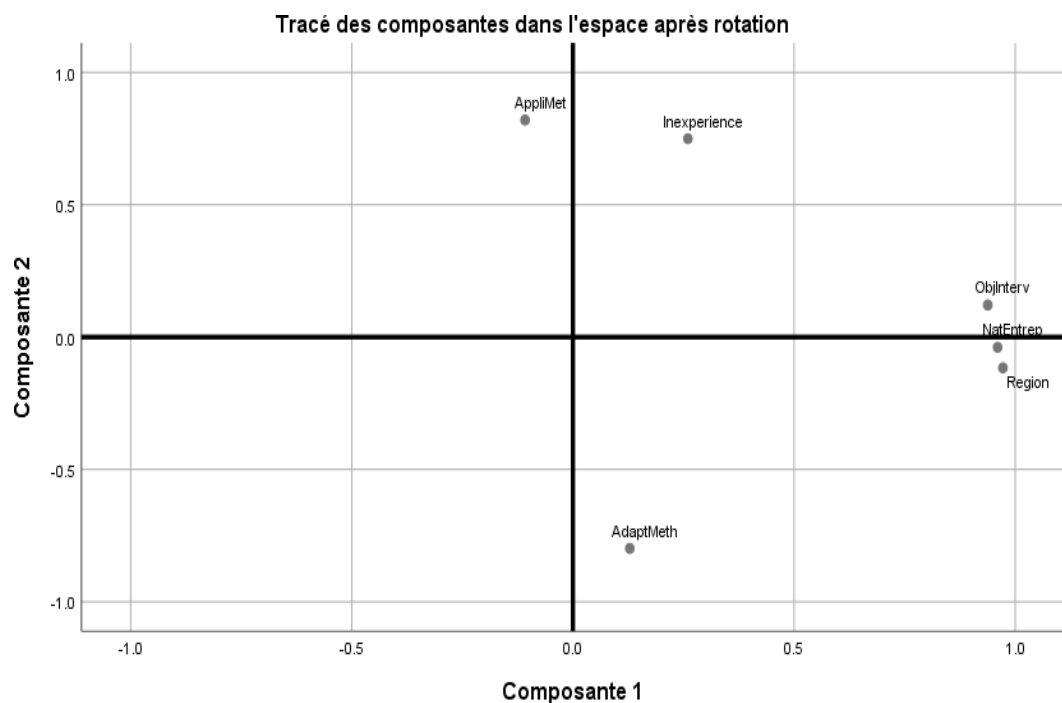
La non-compétence des dirigeants, peut fausser l'application d'une bonne évaluation, suite à un environnement non favorable, ce qui induit à un faux diagnostic au départ.

Adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie

| | Fréquence | Pourc. | Pourc. Validé | Pourc. Cumulé |
|----------|-----------|--------|---------------|---------------|
| Mauvaise | 21 | 58,3 | 58,3 | 58,3 |
| Moyenne | 15 | 41,7 | 41,7 | 100,0 |
| Total | 36 | 100,0 | 100,0 | |

Fiabilité du questionnaire

Nous utilisons le test de KMO et celui de Barlett à travers l'indice de Kaiser-Meyer-Olkin pour mesurer la qualité de l'échantillonnage. L'indice est de l'ordre de 0.693 qui est supérieur à 0.5, ce qui nous amène à valider l'échantillon de 36 observations. Le tableau ci-dessous nous indique aussi que les corrélations entre les items sont de bonne qualité. Enfin, le résultat du test de sphéricité de Bartlett est significatif ($p < 0,0005$), ce qui démontre que les variables sont indépendantes les unes des autres.



La carte de l'ACP montre que les trois variables objet de l'intervention, la région où l'opération d'évaluation s'est déroulée et l'activité de l'entreprise évaluée sont sur l'axe 1. Les trois autres variables : l'inexpérience des agents qui explique le degré de fiabilité constaté. L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous-même et l'adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie se trouvent dans l'axe 2 avec une opposition de l'adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie, avec l'Inexpérience des agents explique le degré de fiabilité constaté et l'info qui permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous-même.

Cette méthode quantitative nous permet de constater les insuffisances majeures dans une opération d'évaluation que nous avons tirés de cet échantillon. La formation des

agents, ainsi que la fiabilité de l'information, seront d'une grande importance afin de lancer une opération d'évaluation des entreprises d'une manière efficace.

Les détails relatifs à cette application se retrouvent en annexe (p.495 et suivantes).

Conclusion

L'enquête empirique que nous avons menée apporte des éléments qui permettront de tirer plusieurs conclusions qui confortent notre sujet de recherche, consolident notre problématique et valident nos principales hypothèses.

L'enquête a révélé que 44% des répondants ont exercé l'évaluation dans le cadre de la privatisation des entreprises publiques, entre 2001 et 2008. Notre travail de recherche s'est efforcé de démontrer que l'application des méthodes d'évaluation s'est effectuée dans la précipitation pour réussir la privatisation des entreprises publiques algériennes. Les résultats ont révélé que 30% des opérations d'évaluation se sont réalisées dans le Nord du pays. Cela se justifie par la concentration des entreprises et par les professionnels de l'évaluation, nombreux dans cette région. Les conclusions de l'enquête illustrent le fait que les entreprises qui ont subi des évaluations sont à 61% des entreprises industrielles. Cela signifie que celles qui sont le plus concernées par les évaluations en Algérie sont les entreprises industrielles.

L'accès à l'information et sa fiabilité est également un aspect important dans la validation d'une de nos hypothèses. Les réponses sont parfois confuses. D'une part, il y a 55% des répondants affirment qu'il est facile d'accéder à l'information permettant de pratiquer l'évaluation. Par ailleurs, ils sont 36% à juger que l'information est très bonne et ils trouvent que 56% des agents chargés de fournir l'information ont assez d'expérience pour exercer leur fonction.

Mais, les mêmes répondants révèlent à 55,56% que les informations recueillies ne permettent pas d'appliquer les techniques d'évaluation. Ils confirment ces propos, en déclarant que les méthodes d'évaluation choisies, par eux-mêmes ne sont pas adaptées à l'environnement économique et technique en Algérie. Ils qualifient cette adaptabilité de mauvaise. Les réponses sont équivoques.

Cette enquête avait pour objectif de vérifier si les conditions, posées par les théoriciens de l'évaluation, étaient réunies actuellement en Algérie.

Etant donné que ces conditions ne peuvent exister que si l'environnement le permet, il devenait impératif d'étudier l'environnement algérien. On constate une absence de

concertation, entre l'administration fiscale et la structure chargée de la normalisation comptable, faute d'un système d'information efficace. Par exemple, l'administration fiscale impose uniquement la méthode de l'avancement dans les travaux, alors qu'au plan comptable, deux méthodes sont admises).

L'applicabilité des méthodes préconisées par le Système comptable et financier (SCF) est complexe avec l'absence de marchés organisés, pouvant édicter des référentiels de prix. La présence d'une activité informelle importante fait que la juste valeur n'est pas appliquée, le coût historique demeurant la seule référence.

Enfin, l'entreprise se débat dans les problèmes de coordination entre les fonctions qui doivent toutes être impliquées dans l'élaboration des états financiers et de synthèse.

De manière simple, l'environnement nécessaire à l'application des différentes méthodes d'évaluation est peu présent, voir peu existant en Algérie.

Si de telles conditions ne peuvent être réunies, l'application des différentes méthodes d'évaluation est très difficile, voire même impossible pour certaines.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Notre thèse de recherche explore la difficulté d'appliquer des méthodes d'évaluation d'entreprises dans un environnement de transition économique, en se concentrant sur le cas de l'Algérie. Elle souligne que les économies en transition, comme celle de l'Algérie, sont caractérisées par des changements, depuis des systèmes centralisés vers des marchés plus libres et concurrentiels, où la mise en place de principes de transparence et de concurrence est souvent difficile. Cette transition crée un environnement complexe et peu favorable à l'application des méthodes d'évaluation traditionnelles, conçues pour des contextes stables et développés.

La première partie de la thèse s'intéresse aux méthodes d'évaluation, avec un débat sur leurs avantages et inconvénients. Elle souligne l'importance d'un environnement adéquat pour leur application réussie. Elle démontre que les entreprises algériennes, lors de la transition, font face à des défis particuliers qui rendent l'évaluation traditionnelle problématique.

Dans la seconde partie, l'étude se penche sur le cas de l'économie algérienne, en examinant son contexte économique, les caractéristiques des entreprises et les obstacles spécifiques rencontrés dans l'application des méthodes d'évaluation. Elle utilise des études de cas, des enquêtes et des analyses pour illustrer les défis de l'évaluation d'entreprises dans un environnement de transition.

Nous avons pu relever nombre de difficultés dues à un environnement économique de l'entreprise, peu propice à la mise en place des méthodes initialement étudiées (système comptable peu adapté, quasi-absence de marché financier, difficulté pour la détermination du taux d'actualisation,). Le processus de privatisation a été le révélateur de ces insuffisances. Bien au-delà, dans la vie économique des entreprises algériennes, nous retrouverons ces contraintes, en d'autres circonstances que celles des évaluations effectuées en période de privatisation.

Notre recherche indique que l'application des méthodes d'évaluation traditionnelles est problématique dans les économies en transition telles que l'Algérie. Elle recommande une adaptation et une révision de ces méthodes pour mieux répondre aux conditions et aux réalités locales, ainsi qu'une amélioration de l'environnement économique et réglementaire pour faciliter une transition plus efficace vers une économie de marché. Notre objectif était de démontrer cet état de fait par une enquête. Celle-ci a confirmé nos hypothèses.

A partir du début de notre recherche et de diverses enquêtes (2016), jusqu'à aujourd'hui (2024), l'économie algérienne a connu des évolutions dans sa structure, en effet, de multiples réformes ont eu lieu dans la gouvernance comptable et financière (SCF- réactivation de la Bourse en 2023, numérisation de nombreuses institutions, émergence des start-ups...).

C'est désormais à travers l'évolution d'un système bancaire et boursier que des progrès pourraient être réalisés en matière de croissance, de créations d'emplois et d'attrait des IDE. Cela devrait faciliter la prise en considération de différents types d'informations (quantitatives et qualitatives). Cette condition est indispensable pour parvenir à une évaluation pertinente des entreprises algériennes.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

1) OUVRAGES DE REFERENCE

1. Abdi N., *Algérie, Maghreb : le pari méditerranéen*, Paris, Institut du Monde arabe, 2003.
2. Ait Amara H. & Gallot B. & Mediène P. & Sindic P., *Algérie, débat pour une issue*, Publisud, OPU, Alger, 2000.
3. Andreff W., *Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie. Point de vue d'un outsider, 1988-1994*, Confluences Méditerranée, L'Harmattan, Paris, 2009.
4. Apoth B., *Particuliers de traitement comptable et d'évaluation, lien entre la comptabilité financière et la comptabilité de gestion* – Presses Polytechniques et universitaires Romandes, Lausanne, 2008.
5. Arif S.E, Zga K., *Dépendance envers les approvisionnements extérieurs ; Rupture de cette dépendance : Le cas algérien*, Publisud- OPU, Alger, 1989.
6. Attali B., Ouziel J., Trigano G., *Valoriser le capital des entreprises innovantes*, Revue Banque, 2020.
7. Avenel J.D., *Comptabilités nationales et normalisation internationale*, Ellipses, Paris, 2005.
8. Barbe O. & Didelot L., *Si la Compta m'était « comptée ?* Ordre des Experts Comptables, Paris, 2014.
9. Barrer P.& Thibierge C., *L'évaluation des entreprises et la mesure de la valeur*, Vuibert, Paris, 2002.
10. Batsch L. & Casta J.F., *Evaluation financière et IFRS*, Economica, Paris, 2015.
11. Bedjaoui M., *Une Révolution algérienne à hauteur d'homme*, Riveneuve, 2018
12. Belaïboud M., *Gestion stratégique de l'entreprise publique algérienne*, OPU, Alger, 2018.
13. Belkaïd A., *Un regard calme sur l'Algérie*, Le Seuil, Paris, 2005.

-
14. Belkaïd A., *L'Algérie en 100 questions*, Tallandier, 2019.
 15. Belkaroui A., *Théorie comptable*, Presse de l'Université du Québec, Sillery, 1984.
 16. Benachenhou A., *L'expérience algérienne de la planification et du développement de 1962 à 1982*, OPU, Alger, 1984.
 17. Benachenhou A., *Les nouveaux entrepreneurs algériens*, Alpha design, Alger, 2007.
 18. Benbitour A., *Radioscopie de la Gouvernance Algérienne*, Edif, Alger, 2000.
 19. Benhafsi Y., *L'Algérie, un développement pas comme les autres*, Houma, Alger, 2008.
 20. Benissad M-E., *Economie du développement de l'Algérie, sous-développement et socialisme*, p. 16, OPU, Alger, 1982.
 21. Benosmane M., *Ajustement structurel et privatisation*, CREAD, Alger, 1999.
 22. Berk J. & De Marzo P., *Finance d'entreprise*, Pearson, Paris, 2020.
 23. Bessiere V. & Coispeau O., *L'évaluation des entreprises*, Edition d'Organisation, Paris, 1996.
 24. Betbèze J.P & Saint-Étienne C., *Une stratégie PME pour la France*, la Documentation française. Paris, 2006.
 25. Bettahar R., *La privatisation en Algérie*, Serra-Graphic Alger, 1993.
 26. Billon Tardieu, *Les nouvelles techniques du marketing*, Chiron, 2002.
 27. Bodie Z. & Merton R., *Finance*, Pearson, Paris, 2007.
 28. Boileau G., *Comprendre les comptes de l'entreprise*, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2011.
 29. Boisselier.P, *L'investissement immatériel*, De Boeck, 2013.
 30. Bonnafous-Boucher M., *Anthropologie et gestion*, Economica, Paris, 2005.
 31. Bonsel O., *L'économie immatérielle*, Industries et marchés d'expérience, Gallimard, 2010.
 32. Bonsergent D., Ramond O. & Batsch L., *Les 100 mots de la comptabilité*, Puf (Que sais-je ?), Paris, 2009.
 33. Boudjenah Y., *Algérie : décomposition d'une industrie*, l'Harmattan, Paris, 2002.

-
34. Boughaba A., *Comptabilité générale approfondie*, Berti, Alger, 2001.
 35. Bounfour, *Le Management des ressources immatérielles*, Dunod, 2019.
 36. Bouzidi A., *25 questions sur le mode de fonctionnement de l'économie algérienne*, APN, Alger, 1988.
 37. Bouzidi A., *Les années 90 de l'Economie Algérienne*, ENAG, Alger, 1999.
 38. Brealey R.& Myers S.& Allen F., *Principes de gestion financière*, Pearson, London, 2006.
 39. Bresse P. & Kaiser A., *L'évaluation des droits de propriété industrielle*, Paris, Gualino, 2004
 40. Brilman J. & Maire C., *Manuel d'évaluation des Entreprises*, Edition d'Organisation, Paris, 1988.
 41. Brissy Y. & Guigou D., *Gouvernance et communication financière*, Eyrolles, Paris, 2008.
 42. Cabane P., *Manuel de Gouvernance*, Eyrolles, 2018.
 43. Caby J. & Hirigoyen G., *Création de valeur de l'entreprise*, Economica, 2002.
 44. Camblain E., *Les pièges de l'évaluation d'entreprise*, Vuibert, Paris, 2009.
 45. Campos P., *Evaluation d'une entreprise non cotée, le point de vue d'un praticien*, Manuel Pratique, 2018.
 46. Capron M., *Les enjeux de la mise en œuvre des normes comptables internationales*, Sous la direction de M. Capron, La Découverte, Paris, 2005.
 47. Chaïbi K., *Atlas historique de l'Algérie*, Nouvaveu monde, 2022.
 48. Chapalain G., *Pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*, EMS, Paris, 2004.
 49. Chapin Metz.H., *Algeria a country study*, Federal Research Division, Library of Congress, 1994.
 50. Charreaux G. & Wirtz P., *Gouvernance des entreprises : nouvelles perspectives*, Economica, Paris, 2006.
 51. Cherbi M., *Algérie*, Deboeck, Bruxelles, 2015.
 52. Cherif M., *Techniques modernes d'évaluation des entreprises*, Ellipses, Paris, 2007.
 53. Colasse B., *Les grands auteurs de la comptabilité*, EMS, Paris, 2005.

-
54. Colasse. B, Burlaud A., *Normaliser la comptabilité des entreprises*, EMS, Paris, 2008.
 55. Combin F., *Théorie du langage comptable*, l'Harmattan, Paris, 2004.
 56. Copeland & Koller & Murrin, *La stratégie de la valeur : l'évaluation de l'entreprise en pratique*, Edition d'Organisation, Paris, 2002.
 57. Coulaud A., *Diagnostic financier et évaluation financière de l'entreprise*, Demos, Paris, 2009.
 58. Dahmani A., *L'Algérie à l'épreuve : économie politique des réformes de 1980 à 1997*, Casbah, Alger, 1999.
 59. Daniel J.M., *Histoire vivante de la pensée économique*, Pearson, London, 2021
 60. De La Chapelle P., *L'évaluation des entreprises*, Economica, Paris, 2004.
 61. De Preville Y., *Finance d'entreprise clés en main*, Presse Polytechnique. et Universités Romandes, Lausanne, 2001.
 62. Degos J.G., *La comptabilité*, Flammarion (Domino), Paris, 1998.
 63. Denglos G., *La création de valeur : Modèles-Mesures-Diagnostic*, Dunod, Paris, 2003.
 64. Denis Judicis X., *Les privatisations*, Puf, Paris, 1996.
 65. Do Soto H., *Le mystère du capital*, Flammarion, Paris, 2005.
 66. Domadaran A., *Pratique de la Finance d'Entreprise*, De Boeck, Louvain-La-Neuve, 2010.
 67. Douhane A. & Rocchi J.M., *Techniques d'ingénierie financière : pratique et méthodologie des montages financiers*, Collection Finance/Sefi 1997, Paris, 1997.
 68. Dubuc R., *Vocabulaire essentiel de l'évaluation d'entreprise : anglais - français*, Linguatex, Paris, 2011.
 69. Dumontier P. & Teller R., *Faire de la recherche en comptabilité financière*, Vuibert, Paris, 2001.
 70. Dupuis J.C., *Economie et Comptabilité de l'immatériel, les Enjeux du reporting financier*, De Boeck, Louvain, 2014.
 71. Ecrément M., *Indépendance politique et libération économique*, OPU, Alger, 1986.
 72. Elimam A., *Après Tamazigh, la Darija (Le Maghribi)*, Fanon. F., 2020.

-
73. Favrey J., *L'entreprise de la valeur : quand les RH font la différence*, Dunod, Paris, 2001.
 74. Ferkous S., *L'histoire de l'Algérie, des Phéniciens à l'indépendance*, Dar El Ouloum, Alger, 2007.
 75. Filippi L. & Janin R., *Lire et analyser l'information financière des entreprises*, Presse Universitaire de Grenoble, 2006.
 76. Fustec A. & Marois B., *Valoriser le capital immatériel de l'entreprise*, Edition d'Organisation, Paris, 2002.
 77. Greffe X., *La valeur économique du patrimoine*, Documentation Française, Paris, 2003.
 78. Grenouilleau O., *Et le marché devint roi*, Flammarion, Paris, 2013.
 79. Guerraoui D. & Richet X., *Stratégies de privatisation : comparaison Maghreb-Europe*, l'Harmattan, Paris, 1995.
 80. *Guide de la Bourse et d'opérations boursières : la Bourse d'Alger*, MLP, Alger, 1998.
 81. Haskel J. & Westlake S., *Le capitalisme sans capital*, PUF, 2019.
 82. Haulotte R. & Strvelinck E., *Luca Pacioli, sa vie, son œuvre*, Pragnos, Bruxelles, 1975.
 83. Hoareau C., *Analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes*, Vuibert, Paris, 2008.
 84. Hood B., *Posséder*, Fyp, Oxford University Press, 2021.
 85. Hufty M., *Pensée comptable Etat*, Puf, Paris, 1998.
 86. Husson B., *Evaluation d'entreprise*, Puf, 2022.
 87. Ifrah G., *L'histoire universelle des chiffres*, Seghers, Paris, 2002.
 88. Institut de Recherches et d'Etudes Publicitaires, *Mesurer l'efficacité de la publicité*, Edition d'Organisation, Paris, 1988.
 89. Judicis X.D. & Petit J.P., *Les privatisations*, Montchrestien, Paris, 1998.
 90. Kerviller I., *Les Marques : un Actif pour les entreprises*, Vuibert, Paris, 1992.
 91. La Bourse d'Alger, *Guide de la Bourse et des opérations boursières*, MLP, Alger, 1998.
 92. Labidi M., *Manuel de comptabilité nationale et analyse des comptes économiques de l'Algérie*, OPU, Alger, 1988.

-
93. Lanz J.S., *Valorisation stratégique et financière*, Dunod, Paris, 2010.
 94. Lazar M & Nehad.S.M., *L'Algérie aujourd'hui*, Michalon, Paris, 2014
 95. Lecointre G., *J'évalue mon entreprise*, Gualino, Paris, 2004.
 96. Liauzu C., *Dictionnaire de la colonisation française*, Larousse à présent, Paris, 2007.
 97. Loudiyi L., *Evaluation des entreprises de services*, Demos, Paris, 2004.
 98. Maaref, *Algérie, horizon 2020 : Vers une autonomie économique minimale*, Imprimerie El Maaref, Alger, 2002.
 99. Madluche H., *L'entreprise et l'économie algérienne, quel avenir ?* Laphomic, Alger, 1988.
 100. Mekideche M., *L'Algérie, entre économie de rente et économie émergente*, Dahlab, 2000.
 101. Merabbi H., *Programme pour une nouvelle Algérie*, Dar El Gharb, 2001.
 102. Mercure D., Harricane B., Seghir A. & Steenhaut A., *Culture et Gestion en Algérie*, ANEP Alger, 2006.
 103. Meynier G., *l'Algérie des origines*, La Découverte, Paris, 2007.
 104. Meunier F., *Comprendre et évaluer les entreprises du numérique*, Eyrolles, Paris, 2017.
 105. Miloudi B., *La distribution en Algérie : enjeux et perspectives*, OPU, Algérie, 1995.
 106. Nahmias. M., *L'essentiel des normes IAS/IFRS*, Edition d'Organisation, Paris, 2004.
 107. Nezeys B., *Economie politique*. 405, Economica, Paris, 1998.
 108. Obert R., *Pratique des normes IAS-IFRS : Référentiel et guide d'application*, Dunod, Paris, 2021.
 109. Oumansour B., *L'Algérie, un rebond diplomatique*, Eyrolles, 2024.
 110. Paget Blanc E., *La notation financière*, Dunod, Paris, 2007.
 111. Palard J.E. & Imbert F., *Guide pratique d'évaluation d'entreprise*, Eyrolles, Paris, 2013.
 112. Palou J.M., *Les méthodes d'évaluation d'entreprise*, Groupe Revue Fiduciaire, Paris, 2008.
 113. Papin R., *L'Art de diriger*, Dunod, Paris, 2006.

-
114. Pene D., *Méthode d'évaluation*, Edition d'Organisation, Paris, 1992.
 115. Pene D., *Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise*, Economica, Paris, 1993.
 116. Peyrard J., Avenel J.D., & Peyrard M., *Analyse financière : normes françaises et internationales IAS/IFRS*, Vuibert, Paris, 2006.
 117. Pinturier L., Lejonette C. & Rosson D., *Précis de comptabilité anglo-saxonne*, Lexis Nexis, Paris, 2012.
 118. Portait R., Charley P., Dubois D. & Noubel P., *Les décisions financières de l'entreprise : méthodes et applications*, Puf, Paris, 2004 .
 119. Potsth I., *La communication financière, un outil stratégique pour le Groupe SEB - Rapport annuel*, 2013.
 120. Ramond O., Paugam L., Casta J.F. & Batsch L., *Evaluation financière et normes IFRS*, Economica, Paris, 2012.
 121. Redjmi Necib ., *l'entreprise publique, socialisme et participation*, OPU, Alger, 1987.
 122. Remaoun H., *Dictionnaire du passé de l'Algérie, de la préhistoire à 1962*, DGRSDT/CRASC, Oran, 2015.
 123. Rice A., *Comptes d'entreprise*, Village Mondial, Pearson, Paris, 2015.
 124. Richard J., *Comptabilités et pratiques comptables*, Dalloz, Paris, 2018.
 125. Richard J. et Collette C., *Système comptable français et normes IFRS*, Dunod, Paris, 2008.
 126. Richard J., *Comptabilité et développement durable*, Economica, Paris, 2012.
 127. Robyn C.A., *Que vaut ma start-up ?* Edipro, Belgique, 2022.
 128. Rocchi J.M., *MBA Finance*, Eyrolles, Paris, 2010.
 129. Ross S. & Westerfield R.W., *Finance Corporate*, Dunod, Paris, 2018.
 130. Ruedy J., *Modern Algeria*, Indiana University Press, USA, 2005.
 131. Ruiz C., *Les Etats du Maghreb*, Clartés, Paris, 2000.
 132. Saci D., *Comptabilité de l'entreprise et système économique : l'expérience algérienne*, OPU, Alger, 1991.
 133. Sadi N.E., (2005), *La privatisation des entreprises publiques en Algérie : objectifs-modalités et enjeux*, PU Grenoble- OPU (Alger), 2005 .

-
134. Sage E., *Evaluation d'entreprise*, Edition d'Organisation, Paris, 1991.
 135. Salva M.& Anderson K., *Pratique de l'évaluation d'entreprise*, Paris, Vuibert, 2020.
 136. Sari D., *La crise algérienne et sociale. Diagnostic et perspectives*, Paris, Publisud, 2001.
 137. Sid Ahmed A., *Un projet pour l'Algérie : éléments pour un réel partenariat Euro-Méditerranéen*, Publisud, Algérie, 1995.
 138. Souchon P., *L'évaluation des titres non cotés en bourse*, Librairie du Journal des notaires et des avocats, Paris, 1974.
 139. Samek S., Boulton R. & Libert B., *Comment décoder les valeurs de tous les actifs ?* Village Mondial, Pearson, Paris, 2001.
 140. Smaïl B., *le massacre comptable*, Dar el Izza wa el karama lil kitab, 2019.
 141. Stutely R., (2006), *Maitriser les chiffres*, Village Mondial, Pearson, Paris, 2006.
 142. Temmar H., *La transition de l'économie émergente*, OPU, Alger, 2011.
 143. Temmar H., *L'économie de l'Algérie. Les stratégies de développement*, OPU, (tome1), Alger, 2015.
 144. Thauvron A., *Evaluation des entreprises*, Economica, Paris, 2020.
 145. Thomas P., *Principe de finance d'entreprise, Corporate Finance, Création de valeur*, Revue Banque, Paris, 2019.
 146. Tournier J.C. & Tournier J.B., *Evaluation d'entreprise*, Edition d'Organisation, Paris, 2001.
 147. Tournier J.C., (2000), *La révolution comptable*, Organisation, Paris, 2000.
 148. Tuvi P., *Le Maghreb dans son contexte international*, Dauphin, 2015.
 149. Vatin J.C., *L'Algérie politique, histoire et société*, El Maarifa, Alger, 2010.
 150. Vernimmen P., Quiry P., & Le Fur Y., *Finance d'entreprise*, Dalloz, Paris, 2022.
 151. Vlaemeinck J.H., *Histoire des doctrines de la comptabilité*, Pragmos, Bruxelles, 1956.
 152. Walliser E. & Bessieux Ollier C., *Le Capital immatériel de l'entreprise : un défi pour les comptables et les managers*, EMS, Paris, 2011.

-
153. Greffe X., *La Valeur économique du patrimoine*, La documentation Française, 2003.
 154. Zardet V.& Favall H, *Revue des Sciences de gestion, Observer l'objet complexe, Approche qualimétrique*, Economica, Paris, 2004.

2) ARTICLES

1. Abaci M., *Passage du PCN au NSCF : La nécessaire adaptation managériale*, Journal Le Financier, 11/07/2010, Alger.
2. Abaci M., *Le bilan dans les entreprises algériennes : Importance et Intérêt*, Journal, Le Quotidien d'Oran, 20/06/2012.
3. Albouy M., *Théorie, applications et limites de la mesure de la création de la valeur*, Revue française de gestion, Janv.& Fev.1999.
4. Arif S.E., *Le NSCF (Nouveau système comptable et financier) : Opportunité pour la communication financière en Algérie ?* Colloque International organisé par l'INTEC (CNAM) : Les IFRS- PME, Paris, Avril 2007
5. Assala K., *PME en Algérie : de la création à la mondialisation*, 8eme Congrès international Francophone en entrepreneuriat et PME, p.3, 2006.
6. Astolfi P., *Evaluation d'entreprise : effets pervers de la méthode des multiples*, Revue Option Finance, 2012.
7. Attali B., *Management et financement de l'innovation*, Revue Banque, 2015.
8. Bachagha S., *Le système d'information de l'entreprise, rôle de l'expert-comptable*, Journal Le Quotidien d'Oran, 18/02/2009.
9. Bachagha S., *Article critique sur la juste valeur*, Journal El Watan, Algérie, 19/11/2012.
10. Bancel Usha F. & Mitto R., *Théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise*, Revue Analyse Financière N°48, 2013.
11. Barbara L.& Pluchart J.J., *Le processus d'évaluation financière de l'entreprise*, La Revue du Financier, 2010.
12. Barbaret C., *DCF : Regardez donc sous le capot*, Revue Analyse Financière-SFAF, Sept 2003.
13. Barker R., *L'évaluation des entreprises*, Les Echos, 2002.

-
14. Bchir L., *Tunisie : Le nouveau système comptable*, Revue de Droit Comptable, N° 97-4, pp. 84-108, 1997.
 15. Belkharroubi H., *Gouvernement d'entreprise et gouvernance comptable*, Colloque sur quatre ans d'application du SCF, Ecole préparatoire en Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion d'Oran, 10/12/2011.
 16. Bendiff H., *Processus de privatisation en Algérie : stratégie, bilan et perspectives*, Forum économique, Lausanne, Suisse, 24/09/2008.
 17. Benaïssa A., *L'évolution de la propriété foncière à travers les textes et les différents modes d'accès à la propriété foncière*, *Land Property System in Algeria*, Conférence régionale, Marrakech, 02 au 05/12/2003.
 18. Benmansour M.B., *La transition du PCN au SCF et ses retombées sur la profession comptable*. Colloque sur quatre ans d'application du SCF, Ecole préparatoire en Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion d'Oran, 10/12/2011.
 19. Bennaceur S. et al., *Evaluation des politiques de mise à niveau des entreprises de la rive sud de la Méditerranée : les cas de l'Algérie, l'Egypte, le Maroc et la Tunisie*, FEMISE, Marseille, 2007.
 20. Bennour A., *Le système d'information comptable et financière du secteur algérien des postes et télécommunications : Réalités et perspectives*, Revue des sciences commerciales et de gestion, 2004.
 21. Berger F. & Chastenet E., *Méthodes d'évaluation de l'entreprise : quelles évolutions ?* Revue Option Finance, Mai 2011.
 22. Bessaoud O., *Agriculture et paysannerie en Algérie, De la période coloniale aux politiques agricoles et rurales aujourd'hui (1962-2019)*, Revue « Confluences méditerranéennes », 2020.
 23. Bessieux-Ollier C., *Les déterminants culturels des choix comptables : le cas des éléments incorporels* – Revue AFC (Association Française de Comptabilité), 11/02/2002.
 24. Bohbot G., *Evaluation des entreprises : un art, plus que des méthodes*, Revue Convergences N°4, 1995.
 25. Boubekir K., *L'harmonisation internationale et la refonte du PCN*, Journal El Watan, Alger, 12/03/2012.
 26. Boukrami.S.A., 1^{er} président de la COSOB - *Marché Financier : Les premières entreprises cotées* -Revue Echanges- N° 159-Octobre 1999.
 27. Boulton R.H, Stephen & Cole S.R., *Ne brûlons pas les étapes*, CA Magazine, 1998.

-
28. Bourenane C., *Problématique du passage du PCN au SCF dans les entreprises publiques et privées*, Colloque sur quatre ans d'application du SCF, Ecole préparatoire en Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion d'Oran, 10/12/2011.
 29. Burleau A., *Les comptes doivent-ils dire le « vrai » ou le « bon » ? à propos du cadre conceptuel de l'IASC/IASB ?*, Revue française de comptabilité Juil let 2013.
 30. Bricard A. & Colle J.P., *Réussir une évaluation d'entreprise*, Revue Fiduciaire Comptable, Juillet 2013.
 31. Chastenet De Castaingt E., *Une norme sur l'évaluation financière des marques*, Revue française de comptabilité N°453, 2012.
 32. Chastenet E. & Berger F. *Méthodes d'évaluation de l'entreprise : quelles évolutions ?* Option Finance, Mai 2011.
 33. Chaussois G., *Conséquences de la Loi de Finance 2013 sur l'évaluation d'entreprise*, Revue Analyse financière, Juillet 2013.
 34. Chevalier A., *Immobilier : un secteur en mouvement*, Revue Analyse Financière, Déc, 2012.
 35. Choinel A., *L'ingénierie financière » Revue Banque*, Paris, 2002.
 36. Clèdes.S, *Revue Convergence*, Août 2019, p. 27
 37. Clevenot J.P., *Le choix des méthodes : rappel des principales méthodes*, Revue d'Economie industrielle, N°243, Juin 2009.
 38. Colasse B. : *Les Cahiers Français : Repères Historiques*, N° 210, Mars-Avril 2003.
 39. Colasse.B & Standish.P., *L'Etat, les entreprises et la profession comptable : Mise en perspective socio-historique de la réforme inachevée de 1996-1997 du dispositif français de normalisation comptable*, p.9, CREFIGE, 2012 .
 40. *Contribution à une Critique du Plan Comptable National Algérien*, Document de travail du CNC (Conseil National de la Comptabilité), Ministère des Finances, Alger, 2012.
 41. Corm G., *La réforme économique algérienne : Une réforme mal aimée*, Revue du Monde arabe Maghreb, Machrek, N°139, Janvier-Mars, pp. 9-27, 1993.
 42. Coupez B. – Président de la SFAF, *Il faut combiner les méthodes d'évaluation*, Revue Investir, N°1442, 2001.
 43. Cros I., *Evaluation des entreprises*, Les Echos, 12/11/2008.

-
44. Daugeras E., *Plus pertinent que le Bêta ? La cascade des risques !* Revue Analyse Financière N°49, 2013.
 45. De Bernis G.D., *Deux stratégies pour l'industrialisation du Tiers Monde : les industries industrialisantes et les options algériennes*, Revue Tiers Monde, N°47, Juillet-Sept., pp. 545-563, 1971.
 46. Debruyne M., *Propositions pour un modèle multidimensionnel d'évaluation des PME*, Revue française de comptabilité, Janv.2013.
 47. Delessalle E., *La comptabilité et les dix commandements*, Fiduciaire, Paris, 2000.
 48. Dijols.R., *L'évaluation des startups : Quand le pragmatisme prend le pas sur la technique*, Revue Convergences, N°27, pp. 5-8, 2019.
 49. Djoudi .K., *Ministre de l'économie et des finances .Déclaration faite à la presse (La Nouvelle République), 10/06/09.*
 50. Document de travail du CNC : *Contribution à une critique du PCN (Plan Comptable National Algérien)*, Alger, 2017.
 51. Dumontier P., *Information comptable et création de valeur : le cours de la bourse ne suffit pas*, Revue Française de Gestion, pp.99-105, 1999.
 52. El Attar A., *Evaluation de la valeur de l'entreprise par l'approche basée sur le triptyque coût-qualité-temps*, Laboratoire « Economie et Management des Organisations », Faculté d'Economie, Oujda, Maroc, Dec 2014.
 53. El Kobbi F. *Le nouveau système comptable tunisien*, Revue Française de Comptabilité, N° 292, pp. 68-73, 1997.
 54. Farcane N. & Delesalle E., *Normalisation comptable en Roumanie : de la notion de transition à la réforme comptable*, Actes du congrès de l'Association Française de Comptabilité, AFC pp. 81-94, 1996.
 55. Ferbos J.& Salles G., *Création de valeur*, Revue Societal (trimestriel), N° 55-Article, 2008.
 56. Fried M. & Prohin J., *Une comparaison de la situation financière des sociétés cotées et non cotées*, Revue Problèmes économiques, Nov 1991.
 57. Gélard G. *Pourquoi le Goodwill pose problème (s) ?*, Revue Française de Comptabilité-Juin 2013.
 58. Gintrac F., *Révolution en matière d'évaluation d'entreprises !* Revue Option Finance, Mars 2012.
 59. Goodman J.& Loveman G., *Réussir une privatisation*, Revue L'Expansion printemps, 1992.

-
60. Groupement Français, *Modernisation du Plan Comptable National et renforcement du Conseil National de la Comptabilité de la République Démocratique et Populaire Algérienne – Rapport de la phase 1*, 2001.
 61. Guemmache H., *Le problème du foncier en voie de règlement* »-Journal Le Quotidien d'Oran, 8 Octobre 2007.
 62. Hadj Ali A., *Nouveau plan comptable : dernières retouches de la monture*, El Watan, Journal algérien, 16/03/04.
 63. Hadj Ramdane Y.C., Expert Financier- Article, *La Bourse d'Alger*, Journal El Watan, 21/01/2012.
 64. Harbi M., *La guerre d'Algérie a commencé à Sétif*, Le Monde diplomatique, Syros, Mai 2005.
 65. Haudeville. B & Younes bouacida.R : *Les relations entre activités technologiques, innovation et croissance, dans les PME algériennes : étude empirique basée sur un échantillon d'entreprises*. Université Paul Cézanne - Aix Marseille III, 2006.
 66. Henner. H.F., *Ajustement structurel et compétitivité des économie africaines*, CERDI, Document E.96.34, 1996.
 67. Husson B., *Incontournable et insaisissable Wacc*, Revue Option Finance, 2013.
 68. Husson. B., *Quelle méthodologie d'évaluation mettre en œuvre dans les fairness opinion*, Revue Analyse Financière p.5, Mars 1999.
 69. Iweins P., *Dépréciations d'actifs : les entreprises nettoient leur bilan*, Revue Option Finance, Mars 2013.
 70. Jacquillat C., *La main invisible du marché : les grands indices boursiers ne sont pas représentatifs des économies*, Le Nouvel Economiste, Octobre 2013.
 71. Kerdellant C., *Evaluer une entreprise : un exercice difficile*, Problèmes économiques, Novembre 1991.
 72. Kezoul L., *Forte pression sur le foncier*, Journal Le Financier, 30/08/2010.
 73. Khouatra D § Merhoum.M.E.H., *Elaboration et mise en œuvre du nouveau Système Comptable Financier en Algérie*, Revue Française de Comptabilité, N°487, Mai 2015.
 74. Klibi M.F., *Le système comptable des entreprises tunisiennes après 15 ans d'application*, Colloque sur quatre ans d'application du SCF, Ecole préparatoire en Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion d'Oran, 10/12/2011.
 75. KPMG Groupe, *Guide Investir en Algérie*, Guide, 2011.

-
76. Lamara Randa., *Bourse d'Alger : pourquoi ça ne fonctionne pas ?* Interview du DG de la Bourse d'Alger, Mr Benmouhoub, Journal TSA, Alger, 02/04/2017.
 77. Lamri M., *Hôtel El Aurassi : de la gestion socialiste à l'introduction en bourse*, Revue Les Echanges, N° 159, Octobre 2019.
 78. Latifa B. § Pluchart J.J., *Le processus d'évaluation financière de l'entreprise*, Revue Le Financier, 2010.
 79. Le Figaro, *Evaluation des entreprises*, Les Echos, Les cahiers pédagogiques, 12 Novembre 2008.
 80. *Les clefs pour évaluer au mieux une entreprise*, Les Echos, 2008.
 81. Levasseur M., *Evaluation du Coût du Capital d'une Start-Up*, Revue Le Financier, 2012.
 82. Manita.R & Chemangui.M ., *Les approches d'évaluation et les indicateurs de mesure de la qualité d'audit : une revue critique*, Comptabilité et Environnement, Paris, mai 2007.
 83. Marion A. & Chastenet E., *Evaluation d'entreprise par la méthode des multiples : quelques multiples à retenir*, Revue Analyse financière, 2011.
 84. Marion A.& Chastenet E., *Comment appliquer la méthode DCF*, Revue Française de comptabilité, 2012.
 85. Mathew.Nelson, *Is your non-financial performance revealing the true value of your business to investors ?*, EY, p.3-4.
 86. Mebtoul M., *Les enjeux de la privatisation des soins en Algérie*, Journal des anthropologues, Association française des anthropologues, Globalisation. Tome I, pp. 96-97, Paris, 2004.
 87. Mebtoul A., *Le pouvoir algérien face au nouveau système d'information. Quelle gouvernance ?* Journal, Le Financier, 13/07/2011.
 88. Mebtoul A., *La Bourse d'Alger : 15 ans de léthargie*, Journal, Le Matin DZ, 15/Août/2012.
 89. Meunier F., *Comprendre et évaluer les entreprises numériques*, Eyrolles, 2017
 90. Mighri N., *Evaluation de la compagnie des phosphates de Gafsa*, p.12, Mémoire à l'ISCAE de Tunis, 2015.
 91. Miraoui A., *Le rapport de l'entreprise publique au marché, en Algérie de 1962 à 1995*, p.2-19, Perspectives, Alger 1998.
 92. Pairault T § Wang W., *A propos de financement des PME chinoises*, Techniques financières et développement, N°79, 2005.

-
93. Pansard J.F., & Preau P., *Les dix erreurs les plus fréquentes en matière d'évaluation d'entreprise*, Revue SIC Janvier 2012.
 94. Pansard-J.F.. & Préau P., *Evaluation d'entreprise : L'actif net comptable* , Revue SIC- Septembre 2012.
 95. Pansard J.F., Préaud P.§ de Montabert A., *La Crise : Quel impact sur l'évaluation d'entreprises ?*, Revue Fiduciaire et Comptable, Juin 2009.
 96. Pansard.J.F., *L'analyse stratégique des entreprises innovantes*, Revue Française de Comptabilité,2020.
 97. Pebereau M., *La valeur juste n'est plus la valeur du marché*, Revue Challenge N°143 Novembre 2008.
 98. Porter M., *How competitive forces shape strategy*, Harvard Business Review,Avril 1979.
 99. Potsth I., *La communication financière, un outil stratégique pour le Groupe SEB* - Rapport annuel, Décembre 2013.
 100. Problèmes Economiques, *Le problème des réformes comptables dans une économie de marché*, Problèmes économiques N°2288, pp. 28-32, 2017.
 101. Renaud P., *L'évaluation des entreprises n'est plus ce qu'elle était*, Revue La profession Comptable, Juin 2013.
 102. Rolland G. &Thion E., *Méthodologie d'évaluation des entreprises*, Revue Echanges, Nov 2000.
 103. Salles G. & Ferbos M., *Expropriation et évaluation des biens*, Actualité juridique, 1992.
 104. Sari M., *Le marché financier est-il viable en Algérie ?* Revue Perspectives, Alger,pp. 20-44, 1998.
 105. Skander M., Consultant, Expert Financier, *La Bourse d'Alger*, Journal El Watan, 01 Septembre 2014.
 106. Schatt A. & Roy T, *Faut-il faire évoluer les méthodes d'évaluation d'entreprise ?* Revue Française de Comptabilité, N°442, 2009.
 107. Ternisien M., *L'évaluation d'entreprise à l'heure de Monte-Carlo*, Revue Convergence, N°3, p.8, 2021.
 108. Thabet M.S., *Un aperçu sur les PME en relation avec le partenariat en Algérie*, Revue des sciences commerciales et de gestion, 2004.
 109. Tort E., *Evaluation des sociétés et de leurs titres : les méthodes patrimoniales et les méthodes basées sur la rentabilité*, Revue Option Finance, 2010.

-
110. Toubache C., *Système comptable financier et normes comptables internationales IAS/IFRS : totale conformité ou simple inspiration ?* Colloque sur quatre ans d'application du SCF, Ecole préparatoire en Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion d'Oran, 10/12/2011.
 111. Vatteville E., *Création de Valeur : de l'exclusivité actionnariale à la diversité partenariale ?* N°55, N°18, P. 83 à 108, Revue Sociétal, 2008
 112. Veraldi.M., B, *Evaluation d'entreprise*, Revue Convergence, N°21, 2017.
 113. Yon B., *Management et financement de l'innovation*, Revue Banque, 2015.
 114. Younès B., *Nouveau système financier comptable ; La comptabilité algérienne se met à l'heure mondiale*, Journal Liberté, N° 473, Alger, 26 Mars 2008

3) MEMOIRES D'EXPERTS COMPTABLES

1. Aimlon M., *Responsabilité Sociale des entreprises et création de valeur*, Paris, 2013.
2. Aouane H., *L'entreprise privée en Algérie :sa place dans l'économie nationale, ses aspects fiscaux et le rôle de l'expert-comptable*, Paris, 1986.
3. Bobis. B., *La prise en compte des informations extra-financières dans la valorisation des entreprises*, Paris, 2008.
4. Conseil Supérieur de la Comptabilité, comptables, experts-comptables et conseillers fiscaux, Ministère & Conseil Supérieur, Ministère des Finances, Algérie, 2018.
5. Dray. E., *Expertise indépendante lors de la privatisation : Respiration du Service Public*, 2014 Potot X., *Privatisation au Tchad* », Paris, 2012 Schneider. K., *Privatisation en Afrique Noire*, Paris, 2012.
6. Malicet N., *Evaluation d'entreprise en Expertise Judiciaire : Contribution à l'élaboration d'une démarche méthodologique-* Paris, 2000.
7. Mehadjbia M., *Essai d'adaptation de la comptabilité aux besoins de l'économie d'un pays : Le plan Comptable National algérien*, Paris, 1998.
8. Picard E., *L'introduction des Normes Comptables en Algérie* , Bibliothèque des Experts-Comptables, Paris, 1995.
9. Picard E. (Mémoire), *L'introduction des normes comptables en Algérie*, Bib. Experts Comptables, 2013.
10. Potot X., *Privatisation au Tchad* - Paris, 2012

4) THESES DE DOCTORAT

1. Abadli Riad., *Processus d'ouverture de l'économie algérienne, vingt ans de transition. Evolution et performance*, Thèse de Doctorat, Université Paris 8, Vincennes-Saint-Denis, 2011.
2. Bouraoui N., *D'une comptabilité d'économie planifiée à une comptabilité d'économie de marché : stratégie de réforme comptable en Algérie*, Thèse de Doctorat-Université Paris-Dauphine, 2007
3. Combes Thuelin E., *Contribution à l'évaluation comptable dans un contexte d'asymétrie d'information : la crise de l'immobilier et le secteur bancaire*, Université de Paris-Dauphine, 2001.
4. Digna A. *Vers un modèle latino-américain ? Analyse comparative de l'organisation et du contenu des normes comptables adoptées en Argentine, au Brésil et au Chili*, Thèse de Doctorat, Université de Paris-Dauphine, 2001.
5. Gliz A., *Valeur de l'entreprise et méthode de privatisation, dans un contexte de transition vers l'économie de marché*, Thèse de Doctorat, Université d'Alger, 2001.
6. Idrissi Boussouf H., *Théories et stratégies de développement intégré*, Thèse de Doctorat, Paris VII, 1989, p. 51.

5) TEXTES DE LOIS

1. Code de commerce, Algérie
2. Loi N 95- 25, du 25 Septembre 1995, relative à la gestion des capitaux marchands de l'Etat
3. Ordonnance N° 95/22, du 26 Août 1998, relative à la privatisation des entreprises publiques.
4. Loi du 24 Novembre sur le Système comptable et financier (SCF)
5. Ordonnance N°08-01, du 28 Février ANNEE ? relative à l'organisation à la gestion et à la privatisation des entreprises publiques économiques
6. Loi 10-01 du 29 Juin 2010, relative aux Professions d'expertise comptable et de commissaires aux comptes et comptables agréés.

6) Sites Web

1. www.analyse-sectorielle.fr
2. www.businessmodelfab.com
3. www.edubourse.com
4. www.insee.fr
5. www.valorisation-entreprise.com
6. www.lesechos.fr
7. http://www.douane.gov.dz/memoires_fichiers/memFR/valeur.pdf
8. Ministère de la PME : [http ://www.pmeart-dz.org/fr/gouvernement.ph](http://www.pmeart-dz.org/fr/gouvernement.ph)
9. Journal Officiel
10. www.cosob.org
11. www.sgbv.dz

PLAN DÉTAILLÉ DE LA THÈSE

| | |
|--|-----------|
| SOMMAIRE | 3 |
| AVANT-PROPOS LIMINAIRE..... | 7 |
| INTRODUCTION GENERALE..... | 9 |
| PARTIE 1. LES METHODES D'ÉVALUATION : ETAT DE L'ART | 23 |
| Chapitre 1. Les techniques d'évaluation..... | 24 |
| Introduction..... | 24 |
| Section 1. Les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale..... | 27 |
| Sous-section 1 L'actif | 31 |
| A Les frais d'établissement | 31 |
| B Les éléments incorporels | 32 |
| B1 Le droit au bail | 32 |
| 1) La méthode des coefficients..... | 33 |
| 2) La méthode par comparaison | 33 |
| 3) Méthode de la valeur actuelle..... | 34 |
| B2 Les brevets, licences, concessions | 34 |
| B3 Procédés, modèles et dessins | 37 |
| 1/ L'évaluation des procédés..... | 37 |
| 2/ L'évaluation des modèles et des dessins..... | 38 |
| B4 Éléments incorporels commerciaux..... | 38 |
| 1/ L'organisation interne | 39 |
| 2/ Vente à partir de succursales, agences, dépôts | 40 |
| B5 La marque | 40 |
| B6 Clientèle | 43 |
| 1/ À partir du coût | 44 |
| 2/ À partir du revenu | 45 |
| 3/ À partir du bénéfice comptable..... | 45 |
| 4/ À partir du bénéfice d'exploitation | 45 |
| 5/ À partir du bénéfice brut..... | 46 |
| C Les Terrains..... | 46 |
| C1 L'appréciation directe | 47 |
| 1/ Le prix du marché | 48 |
| 2/ Appréciation par comparaison | 49 |
| C2 Méthode de la charge foncière | 49 |
| D Les constructions | 50 |
| D1 Méthode indiciaire | 51 |
| D2 Estimation basée sur le coût de reconstruction ou de reconstitution | 52 |

| | |
|--|----|
| 1/ L'évaluation par le prix de revient | 52 |
| 2/ L'évaluation par le coût de reconstitution..... | 53 |
| D3 Les méthodes directes..... | 53 |
| 1/ Le prix du marché | 53 |
| 2/ L'évaluation par comparaison | 53 |
| D4 Estimation par le revenu | 54 |
| E Les matériels | 55 |
| E1 La méthode indiciaire..... | 55 |
| E2 La méthode directe | 55 |
| 1/ Le coût de remplacement..... | 56 |
| 2/ L'évaluation par comparaison | 56 |
| 3/ La méthode de la valeur au kilo ou à la tonne..... | 56 |
| E3 La valeur de casse | 57 |
| F Les éléments acquis par contrat de crédit-bail (ou leasing)..... | 58 |
| G Agencements, aménagements et installations | 60 |
| H Les immobilisations financières | 61 |
| H1 Les titres de participations | 61 |
| H2 Les prêts à plus d'un an..... | 62 |
| H3 Les dépôts et cautionnements | 62 |
| H4 Les avances et acomptes sur commandes versés aux fournisseurs ou reçus des clients | 62 |
| I Les Valeurs d'exploitation..... | 63 |
| J Les Valeurs Réalisables et Disponibles..... | 63 |
| J1 Les clients..... | 63 |
| J2 Les avances au personnel..... | 64 |
| J3 Les impôts et Taxes | 64 |
| J4 Les associés et filiales | 64 |
| J5 Les débiteurs divers | 65 |
| J6 Le compte de régularisation–actif..... | 65 |
| J7 Les prêts accordés à moins d'un an | 65 |
| J8 Les effets et warrants à recevoir | 66 |
| J9 Les disponibilités | 66 |
| Sous-section 2 Le passif | 66 |
| A Les capitaux propres et les quasi-fonds propres..... | 66 |
| A1 Le capital | 66 |
| A2 Les réserves..... | 67 |
| A3 Les primes d'émission et d'apport | 67 |
| A4 Le bénéfice | 68 |
| A5 Les subventions d'investissement..... | 68 |

| | | |
|----------------|---|-----|
| A6 | Les provisions pour risques et charges | 69 |
| | Les provisions pour pertes | 69 |
| | Les provisions pour charges à répartir sur plusieurs exercices | 70 |
| B | Les dettes | 71 |
| B1 | Les emprunts à plus d'un an | 71 |
| B2 | Les comptes de tiers et comptes financiers | 72 |
| C | Les engagements | 72 |
| Sous-section 3 | La valeur substantielle | 73 |
| A | Distinction entre l'actif net comptable et la valeur substantielle | 73 |
| B | Les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CNPE) | 78 |
| Conclusion | | 80 |
| Section 2. | Les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement | 81 |
| Sous-section 1 | La méthode d'évaluation basée sur les bénéfices | 84 |
| A | Les variables de base | 84 |
| A1 | Le bénéfice de référence..... | 84 |
| A2 | Le taux d'actualisation | 86 |
| 1/ | Le taux sans risque..... | 89 |
| | Le coefficient bêta (β)..... | 90 |
| A3 | Quelle durée d'actualisation ? | 94 |
| | La Première période de prévision ou « période du business plan »..... | 95 |
| | La Deuxième période de prévision ou « Valeur Terminale »..... | 95 |
| B | Le Price Earning Ratio (PER)..... | 96 |
| B1 | Comment se fixe le cours de bourse d'une action ? | 98 |
| B2 | Sur le bénéfice..... | 99 |
| C | La méthode du délai de recouvrement | 100 |
| Sous-section 2 | La méthode d'évaluation basée sur les dividendes | 102 |
| A | La formule de base..... | 102 |
| B | Le modèle de Gordon-Shapiro..... | 104 |
| C | Le modèle de Molodovski | 105 |
| D | Le modèle de Rosenfeld..... | 106 |
| E | Le Modèle de Marcel Odier | 107 |
| F | Le modèle de L. Fray et R. Wackerman | 107 |
| G | Le Modèle « B » | 108 |
| H | Le modèle de Bates..... | 108 |
| I | Le modèle de Holt..... | 110 |
| J | Le modèle de G. de Murard | 111 |
| Sous-section 3 | La méthode du cash-flow et de la valeur résiduelle..... | 112 |
| A | Un aperçu historique sur l'émergence du concept de la CAF (Capacité d'Autofinancement) | 112 |

| | | |
|--|--|-----|
| B | Du résultat net à la capacité d'autofinancement..... | 113 |
| C | De la capacité d'autofinancement au cash-flow..... | 114 |
| D | Du cash-flow au discounted cash-Flow | 115 |
| D1 | Présentation de la démarche | 117 |
| D2 | La construction du business plan..... | 118 |
| E | Évaluation de la valeur résiduelle | 120 |
| E1 | La signification de la valeur terminale | 120 |
| E2 | L'estimation de la valeur terminale..... | 121 |
| | Conclusion | 122 |
| Section 3. Les méthodes d'évaluation des nouvelles approches et de la méthode des comparables | | |
| | | 123 |
| Sous-section 1 Les méthodes intermédiaires..... | | |
| | | 123 |
| A | La méthode du goodwill | 123 |
| B | La méthode fondée sur des moyennes pondérées | 129 |
| B1 | Les méthodes de pondération classique | 129 |
| B2 | La méthode recommandée par l'administration fiscale..... | 131 |
| Sous-section 2 Les approches modernes d'évaluation..... | | |
| | | 133 |
| A | La théorie des options | 133 |
| B | La théorie des primes et des scores..... | 134 |
| C | Réflexion sur la valeur des droits de vote | 135 |
| Sous-section 3 La méthode des comparables ou multiples « la valeur du voisin » | | |
| | | 137 |
| A | Les Multiples transactionnels..... | 138 |
| A1 | Les Principes | 138 |
| A2 | La mise en place d'un échantillon d'entreprises comparables..... | 139 |
| A3 | Le choix des indicateurs (ou multiples)..... | 140 |
| A4 | Exemples chiffrés | 141 |
| B | Les Multiples boursiers..... | 144 |
| | Conclusion | 145 |
| Chapitre 2. Débats autour des méthodes d'évaluation | | |
| | | 147 |
| Introduction..... | | |
| | | 147 |
| Section 1. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale | | |
| | | 148 |
| Sous-section 1 L'actif net et l'Actif net réévalué..... | | |
| | | 152 |
| A | L'Actif Net..... | 152 |
| B | L'Actif Net Réévalué ou Corrigé..... | 153 |
| Sous-section 2 La Valeur Substantielle | | |
| | | 157 |
| Section 2. Débats sur les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement..... | | |
| | | 159 |
| Sous-section 1 La Méthode Basée Sur Les Bénéfices Et Les Dividendes | | |
| | | 159 |
| A | La méthode basée sur les bénéfices | 160 |
| B | La méthode basée sur les dividendes | 162 |

| | | |
|--------------------|--|------------|
| Sous-section 2 | La Méthode Basée Sur Le Cash-Flow..... | 163 |
| Section 3. | Débats sur les nouvelles approches et les méthodes des comparables ou multiples . | |
| | | 165 |
| Sous-section 1 | Les méthodes intermédiaires..... | 165 |
| A | La méthode du goodwill..... | 165 |
| B | La méthode des moyennes pondérées..... | 167 |
| Sous-section 2 | Les approches modernes de l'évaluation..... | 168 |
| A | L'apport de la théorie des options..... | 168 |
| B | Les primes et les scores..... | 169 |
| C | La réflexion sur la valeur des droits de vote..... | 169 |
| Sous-section 3 | Débats sur la Méthode des comparables ou Multiples..... | 169 |
| Conclusion..... | | 171 |
| Section 4. | La dimension immatérielle et l'évaluation des start-ups..... | 172 |
| Sous-section 1 | La dimension immatérielle..... | 172 |
| A | Les principes..... | 172 |
| B | Le traitement comptable des intangibles..... | 175 |
| Sous-section 2 | L'évaluation des start-ups..... | 177 |
| A | Le changement de paradigme..... | 177 |
| B | L'émergence de l'immatériel et les modèles d'évaluation..... | 180 |
| B1 | Les limites des méthodes usuelles..... | 180 |
| B2 | Méthodologie d'évaluation des actifs et fixation de la valeur financière de la startup..... | 182 |
| C | Les méthodes alternatives d'évaluation des start-ups..... | 192 |
| C1 | Les besoins d'évaluation des startups..... | 192 |
| C2 | La détermination du facteur humain..... | 193 |
| C3 | Les aspects non financiers des startups..... | 196 |
| Chapitre 3. | Conditions requises pour l'évaluation..... | 199 |
| Introduction..... | | 199 |
| Section 1. | Conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur patrimoniale..... | 199 |
| Sous-section 1 | L'existence d'institutions pérennes..... | 200 |
| A | L'existence d'un système comptable adéquat..... | 200 |
| B | L'existence d'une administration spécialisée..... | 202 |
| B1 | Le plan d'occupation du sol (POS)..... | 203 |
| B2 | Les coefficients d'abattement..... | 204 |
| B3 | Les taux de vétusté..... | 206 |
| B4 | Le coefficient d'emplacement et de qualité du local à louer..... | 207 |
| B5 | L'indice de valeur résiduelle..... | 208 |
| C | L'assistance de notaires, d'agents immobiliers, d'experts, d'installateurs, de promoteurs et de publicitaires..... | 208 |

| | | |
|--|--|-----|
| C1 | Les notaires et les agents immobiliers..... | 209 |
| C2 | Les Promoteurs | 210 |
| C3 | Les installateurs..... | 210 |
| C4 | Les publicitaires | 210 |
| C5 | Les autres experts..... | 211 |
| D | L'existence d'un marché structuré de l'immobilier et du matériel..... | 213 |
| D1 | Spécificités du marché de l'immobilier et des constructions..... | 213 |
| D2 | Spécificités du marché du matériel..... | 216 |
| Sous-section 2 Existence d'institutions financières et judiciaires..... | | 219 |
| A | Autres institutions spécialisées et le marché financier | 219 |
| A1 | Détermination des indices | 219 |
| | 1) La méthode indiciaire des méthodes directes | 220 |
| | 2) La méthode de la valeur résiduelle de l'investissement annuel | 220 |
| | 3) La méthode indiciaire des appréciations globales | 220 |
| A2 | Le taux de capitalisation ou d'actualisation..... | 221 |
| | a) L'évaluation des constructions | 221 |
| | b) L'évaluation du droit au bail | 221 |
| | c) L'évaluation des éléments incorporels commerciaux..... | 221 |
| | d) L'évaluation des prêts et emprunts à plus d'un an..... | 221 |
| B | L'existence d'une réglementation portant sur les titres de participation | 222 |
| C | L'évaluation préalable des entreprises émettrices de titres de participation..... | 222 |
| D | L'existence d'un système judiciaire pour régler les litiges | 222 |
| Section 2. Les conditions requises pour les méthodes d'évaluation de la valeur de rendement | | 223 |
| Sous-section 1 Les conditions préalables | | 224 |
| A | L'existence d'une capacité bénéficiaire de l'entreprise | 224 |
| B | L'ouverture du capital à l'actionnariat | 225 |
| C | L'existence d'une bourse des valeurs | 230 |
| Sous-section 2 L'existence d'un marché déterminant le coût du capital et le taux d'actualisation | | 233 |
| A | L'existence d'un marché déterminant le coût du capital | 233 |
| B | La détermination du taux d'actualisation | 235 |
| B1 | Les approches traditionnelles | 235 |
| B2 | Les approches classiques..... | 236 |
| B3 | Les approches modernes | 237 |
| Section 3. Préalables pour l'usage des nouvelles approches d'évaluation et de la méthode des comparables | | 240 |
| Sous-section 1 Les conditions requises pour les méthodes intermédiaires | | 240 |
| A | L'existence d'une capacité bénéficiaire pour dégager des bénéfices et des superbénéfices | 240 |

| | | |
|--|--|------------|
| B | L'évaluation préalable de l'entreprise par la valeur de rendement et la valeur patrimoniale..... | 241 |
| C | L'existence d'une administration fiscale..... | 242 |
| D | L'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique..... | 242 |
| E | L'existence d'analystes hautement qualifiés..... | 243 |
| Sous-section 2 | Les conditions requises pour les approches modernes | 243 |
| A | La théorie des options | 243 |
| B | La théorie des primes et des scores | 245 |
| Sous-section 3 | Les conditions requises pour la Méthode des comparables ou multiples | 246 |
| Conclusion | | 247 |
| | | |
| PARTIE 2. | ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT DE L'ENTREPRISE ALGERIENNE POUR L'APPLICATION DES METHODES D'EVALUATION | 248 |
| Brève présentation de l'Algérie | | 249 |
| Introduction..... | | 249 |
| A | Aperçu historique..... | 249 |
| A1 | L'Antiquité..... | 250 |
| A2 | La période phénicienne (814/146 av.J.C.)..... | 250 |
| A3 | La période romaine(146 av. J. – C. / 429 apr. J.- C.)..... | 251 |
| A4 | Les Vandales (429 / 534 apr. J.-C.) | 251 |
| A5 | Les Byzantins (534 / 647 apr. J.-C.)..... | 252 |
| A6 | La conquête islamique (647/776)..... | 252 |
| A7 | La gouvernance turco-ottomane(1513 / 1830)..... | 253 |
| A8 | L'occupation française de l'Algérie (1830 / 1962)..... | 254 |
| A9 | L'indépendance de 1962 | 255 |
| B | La Gouvernance Politique depuis 1962 | 255 |
| B1 | Le Président Ben Bella (1962-1965)..... | 255 |
| B2 | Le Président Boumediene (1965 à 1978) | 256 |
| B3 | Le Président Chadli Bendjedid (1979 à 1992) | 256 |
| B4 | Le Président Boudiaf (1992)..... | 257 |
| B5 | Le Président Ali Kafi (1992- 1994)..... | 257 |
| B6 | Le Président Zeroual (1995- 1999) | 257 |
| B7 | Le Président Bouteflika (1999- 2019)..... | 257 |
| B8 | Le Président Tebboune(2019-)..... | 258 |
| C | L'Algérie : vue d'ensemble..... | 258 |
| C1 | La géographie physique | 258 |
| C2 | Démographie..... | 259 |
| C3 | Climat..... | 260 |

| | | |
|--------------------|---|------------|
| C4 | Régions administratives | 260 |
| C5 | Dimension linguistique | 261 |
| C6 | Dimension religieuse..... | 261 |
| C7 | Relations Internationales | 262 |
| Chapitre 1. | L'économie algérienne : Entre planification et ouverture..... | 265 |
| Section 1. | L'économie post indépendance : 1962-1989 | 266 |
| Sous-section 1 | Les entreprises autogérées..... | 267 |
| Sous-section 2 | Les entreprises nationales..... | 268 |
| Sous-section 3 | entreprises socialistes..... | 268 |
| Section 2. | Bilan de l'économie algérienne à la veille de l'ouverture économique | 270 |
| Sous-section 1 | Un secteur agricole négligé | 270 |
| Sous-section 2 | Des entreprises publiques défaillantes..... | 271 |
| Section 3. | Les politiques d'ouverture de l'économie algérienne de 1992 à aujourd'hui | 272 |
| Sous-section 1 | Le secteur des hydrocarbures | 272 |
| Sous-section 2 | Le secteur hors hydrocarbures..... | 274 |
| Section 4. | Les principales étapes des réformes économiques et le rôle des institutions internationales..... | 285 |
| Sous-section 1 | Libéralisation des échanges commerciaux..... | 283 |
| Sous-section 2 | Investissement dans l'infrastructure | 284 |
| Sous-section 3 | Diversification économique | 285 |
| Sous-section 4 | Réforme fiscale | 286 |
| Sous-section 5 | Réforme du secteur bancaire..... | 286 |
| Sous-section 6 | Le rôle des organisations internationales dans le développement de ces réformes :..... | 287 |
| A | L'impact du rôle du FMI | 288 |
| B | L'impact du rôle de la banque mondiale..... | 290 |
| C | L'impact du rôle de l'Union Européenne | 292 |
| D | Les critiques soulevées sur le rôle de l'UE | 293 |
| E | Le soutien de l'UE à la promotion des PME en Algérie | 294 |
| Conclusion..... | | 295 |
| Section 5. | La problématique des investissements directs étrangers (IDE) en Algérie | 296 |
| Sous-section 1 | Le contexte historique du recours aux IDE | 297 |
| A | Définition des IDE | 298 |
| B | Rôle des Institutions dans l'accompagnement des IDE..... | 298 |
| C | Justifications des IDE..... | 299 |
| D | Quels sont les indicateurs pour les IDE ? | 300 |
| E | Les indicateurs du « Doing Business » de la Banque Mondiale | 301 |
| F | Impacts attendus des IDE par les pays d'accueil..... | 303 |
| Sous-section 2 | Etat des lieux des IDE en Algérie..... | 304 |

| | | |
|--|--|------------|
| A | Evolution générale | 304 |
| B | IDE par secteurs | 306 |
| C | IDE par pays | 306 |
| D | Comparaisons avec les pays du Maghreb et l’Egypte | 307 |
| E | Perspectives des IDE | 312 |
| Sous-section 3 Facteurs de blocage des IDE | | 316 |
| A | Importance de l’économie informelle | 316 |
| A1 | Mesures macro-économiques | 318 |
| A2 | Mesures structurelles et sectorielles | 319 |
| A3 | Lutte contre la contrebande | 320 |
| A4 | Politique des subventions | 320 |
| B | Les difficultés d’accès au foncier industriel | 321 |
| C | Les contraintes d’information..... | 322 |
| D | Les difficultés d’obtention de crédits à l’investissement | 322 |
| CONCLUSION | | 323 |
| Section 6. Place et rôle des PME dans l’économie algérienne..... | | 324 |
| Sous-section 1 Situation des PME en Algérie | | 325 |
| Sous-section 2 Mesures prises pour le développement de la PME en Algérie | | 330 |
| En guise de conclusion | | 334 |
| | | |
| Chapitre 2. Gouvernance financière et analyse de l’environnement de l’entreprise algérienne | | |
| | | 339 |
| Introduction..... | | 339 |
| Section 1. L’application des méthodes d’évaluation de la valeur patrimoniale..... | | 340 |
| Sous-section 1 Le système comptable | | 341 |
| A | L’information comptable et financière | 345 |
| A1 | Historique comptable en Algérie..... | 345 |
| A2 | L’information comptable et financière à la veille du SCF | 346 |
| A3 | Les apports des nouvelles normes comptables internationales | 349 |
| A4 | La prééminence du fond sur la forme, de la substance sur l’apparence..... | 352 |
| | 1/Changements au niveau du cadre conceptuel..... | 354 |
| | 2/Changements au niveau de la présentation des états financiers | 354 |
| | 3/Changement au niveau des méthodes d’évaluation..... | 354 |
| | 4/Changements au niveau de l’évaluation et de la comptabilisation de certaines opérations spécifiques..... | 354 |
| B | Comment les Nouvelles Normes Comptables Internationales, vont affecter les méthodes d’évaluation ?..... | 355 |
| C Rôle et importance de la fonction « ressources humaines » dans la mise en place du SCF | | 359 |
| C1 | Adaptation au SCF..... | 359 |

| | | |
|--|---|-----|
| C2 | Les contraintes liées à l'application du SCF | 360 |
| C3 | La formation du personnel : un enjeu stratégique pour les RH | 361 |
| D | L'impact organisationnel du SCF | 361 |
| Sous-section 2 | Les administrations spécialisées..... | 366 |
| A | L'administration des domaines des biens de l'État | 367 |
| A1 | L'évaluation des immobilisations | 367 |
| 1/L | l'évaluation des terrains..... | 367 |
| 2/L | l'évaluation des constructions | 369 |
| 3/L | l'évaluation des fonds de commerce | 371 |
| Méthode à partir du chiffre d'affaires | 371 | |
| Méthode à partir du bénéfice..... | 372 | |
| 4/L | l'évaluation du matériel mobilier | 372 |
| B | L'administration chargée de l'urbanisme..... | 374 |
| C | L'administration fiscale..... | 376 |
| Sous-section 3 | Notaires, agents et experts immobiliers, publicitaires, promoteurs, installateurs | 377 |
| A | Les notaires..... | 377 |
| B | Les agences immobilières | 379 |
| C | Les Agences foncières | 379 |
| D | Les experts géomètres..... | 379 |
| E | les agences de promotion immobilière..... | 380 |
| F | Les Installateurs | 381 |
| G | Les publicitaires | 382 |
| Sous-section 4 | Le marché structuré de l'immobilier et du matériel | 383 |
| A | Le marché de l'immobilier..... | 383 |
| B | Le marché du matériel | 385 |
| C | Les offices de statistiques | 386 |
| D | La législation spécifique portant sur les titres de participation | 386 |
| Sous-section 5 | L'évaluation préalable des entreprises émettrices des titres de participation et le système judiciaire | 387 |
| A | L'évaluation préalable des entreprises émettrices de titres de participation..... | 387 |
| B | Le système judiciaire | 388 |
| Section 2. | L'environnement algérien et l'usage des méthodes d'évaluation de la valeur de rendement | 389 |
| Sous-section 1 | La capacité bénéficiaire et l'ouverture du capital social..... | 389 |
| A | La capacité bénéficiaire | 389 |
| B | L'ouverture du capital social de l'entreprise algérienne..... | 390 |
| Sous-section 2 | La Bourse des Valeurs | 391 |
| A | Bref rappel historique | 392 |
| B | Difficile fonctionnement de la Bourse d'Alger | 393 |

| | | |
|--------------------|--|------------|
| C | Mission d'évaluation de la bourse d'Alger diligentée par le PNUD | 398 |
| D | Correction des anomalies | 398 |
| Sous-section 3 | Le marché..... | 400 |
| Section 3. | L'application des nouvelles approches d'évaluation et la méthode des comparables. | 401 |
| Sous-section 1 | La capacité de l'entreprise algérienne pour dégager des bénéfices | 402 |
| A | La Capacité de l'entreprise algérienne pour dégager des bénéfices et des superbénéfices | 402 |
| B | L'existence d'un taux de capitalisation et d'un taux de rentabilité théorique..... | 403 |
| C | L'existence d'une administration fiscale..... | 403 |
| D | L'existence d'analystes capables de chiffrer les coefficients de pondération | 403 |
| Sous-section 2 | Environnement de la méthode des comparables..... | 404 |
| Conclusion | | 405 |
| Chapitre 3. | Analyse empirique sur les méthodes d'évaluation en Algérie | 406 |
| Introduction..... | | 406 |
| Section 1. | Expériences d'évaluation d'entreprises algériennes introduites à la bourse d'Alger | 406 |
| Sous-section 1 | Les premières évaluations des entreprises cotées a la bourse d'Alger..... | 408 |
| A | Évaluation de l'entreprise Saïdal (secteur de l'industrie pharmaceutique)) | 409 |
| B | L'évaluation de l'entreprise Eriad-Sétif (Industries alimentaires, céréalières)..... | 411 |
| C | L'évaluation de l'entreprise Hotel El-Aurassi (secteur du tourisme) | 413 |
| Sous-section 2 | La deuxième vague d'évaluations | 416 |
| A | L'évaluation de l'entreprise NCA Rouiba..... | 417 |
| A1 | Méthode Patrimoniale + Goodwill | 417 |
| 1/ | L'approche de la rente abrégée | 419 |
| 2/ | L'approche des Praticiens | 420 |
| A2 | Méthode DCF (Discounted Cash Flows)..... | 420 |
| B | L'évaluation de l'entreprise BIOPHARM | 424 |
| B1 | La méthode DCF (Discounted Cash Flows)..... | 425 |
| B2 | La méthode des multiples comparables..... | 426 |
| Section 2. | Présentation de l'étude empirique et de l'échantillon..... | 431 |
| Sous-section 1 | Le contexte de l'étude empirique | 431 |
| Sous-section 2 | taille et identification de l'échantillon..... | 436 |
| A | La profession de l'expertise comptable..... | 436 |
| B | La profession de consultant d'entreprise..... | 436 |
| C | La profession de directeur financier | 437 |
| Sous-section 3 | Répartition du questionnaire | 437 |
| Sous-section 4 | objet du questionnaire | 439 |
| A | Identification du répondant | 440 |

| | | |
|--|---|------------|
| B | Relations avec les acteurs impliqués dans l'opération | 440 |
| C | Choix de la méthode de l'évaluation | 440 |
| D | Utilisation de la méthode de la valeur patrimoniale..... | 440 |
| E | Utilisation des autres méthodes | 440 |
| F | Rôle de la législation en vigueur..... | 441 |
| G | Mise en place du SCF (Inspiré des IFRS)..... | 441 |
| H | La question de la Gouvernance..... | 441 |
| Sous-section 5 Résultats et interprétations | | 443 |
| | <i>Objet de l'Intervention</i> | 445 |
| | <i>Lieu d'exercice de l'évaluation</i> | 445 |
| | <i>Nature des activités des entreprises évaluées</i> | 446 |
| | <i>Accès à l'information</i> | 446 |
| | <i>Fiabilité de l'information</i> | 447 |
| | <i>Manque d'expérience des agents</i> | 447 |
| | <i>Relation entre l'information recueillie et la technique d'évaluation appliquée</i> | 448 |
| | <i>Niveau de participation des intervenants dans le processus d'évaluation</i> | 449 |
| | <i>Adaptabilité des méthodes d'évaluation</i> | 450 |
| | Conclusion | 452 |
| CONCLUSION GENERALE..... | | 454 |
| BIBLIOGRAPHIE | | 457 |
| 1) | Ouvrages de référence | 457 |
| 2) | Articles | 465 |
| 3) | Mémoires d'experts comptables | 472 |
| 4) | Thèses de doctorat | 473 |
| 5) | Textes de lois | 473 |
| PLAN DETAILLE DE LA THESE | | 475 |
| LISTE DES SIGLES ET ACRONYMES..... | | 488 |
| LISTE DES TABLEAUX | | 490 |
| ANNEXES..... | | 492 |
| Questionnaire | | 493 |
| Cartes géographiques d'Algérie postindépendance | | 504 |

| | |
|--|------------|
| BIBLIOGRAPHIE | 457 |
| 1) Ouvrages de référence | 457 |
| 2) Articles | 465 |
| 3) Mémoires d'experts comptables..... | 472 |
| 4) Thèses de doctorat..... | 473 |
| 5) Textes de lois..... | 473 |
| | |
| PLAN DETAILLE DE LA THESE | 475 |
| LISTE DES SIGLES ET ACRONYMES | 488 |
| LISTE DES TABLEAUX | 490 |
| ANNEXES | 492 |
| | |
| Questionnaire..... | 493 |
| Cartes géographiques d'Algérie postindépendance | 504 |

LISTE DES SIGLES ET ACRONYMES

- AMF** : Autorité des Marchés Financiers
- ANC** : Actif Net Comptable
- ANDI** : Agence Nationale de Développement de l'Investissement (Algérie)
- ANEP** : Agence nationale d'édition et de publicité(Algérie)
- ANGEM** : Agence Nationale de Gestion du Micro Crédit (Algérie)
- ANSEJ** : Agence Nationale de Soutien à l'emploi des Jeunes (Algérie)
- BFR** : Besoin en fonds de roulement
- BPA** : Bénéfice par action
- CAPM** : Capital Asset Pricing Model
- CETIC** : Centre des techniques de l'information et de la communication (Algérie)
- CF** : Cash-Flow
- CGCI- PME** : Caisse de Garantie des Crédits d'Investissements-PME
- CI** : Capitaux investis
- CNC** : Conseil National de la Comptabilité
- CNCC** : Compagnie des commissaires aux comptes
- CNAC** : Caisse Nationale d'Assurance Chômage (Algérie)
- CNAS** : Caisse nationale des assurances sociales (Algérie)
- CNES** : Centre national des études et des stratégies (Algérie)
- COS** : Coefficient d'occupation des sols
- COSOB** : Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (Alger)
- CMPC** : Coût Moyen Pondéré du capital (WACC= Weighted Average Cost of Capital)
- EBE** : Excédent Brut d'exploitation
- EBITDA** : Excedent before interest, taxes and dotation amortization
- EVA** : Valeur ajoutée économique
- FCE** : Forum des chefs d'entreprise
- FGAR** : Fonds de Garantie des Crédits aux PME
- FNI** : Fonds national d'investissement
- FTD** : Flux de trésorerie disponible
- GW** : Goodwill
- HH** : Hors Hydrocarbures
- IBS** : Impôt sur les bénéfices (Algérie)
- Kcp** : Le coût du capital : Rentabilité financière

IOB : Intermédiaire des opérations de bourse (Algérie)
MEDAF : Modèle d'évaluation des actifs financiers
MENA : Middle East North Africa
ONS : Office national des statistiques (Algérie)
OPGI : Office de promotion et de gestion immobilière
PCN : Plan comptable national (ancien plan en Algérie)
PDAU : Plan directeur d'aménagement et d'urbanisme (Algérie)
PER : Price Earning Ratio
POS : Plan occupation des sols
PNUD : Programme des nations unis pour le développement
RE : Résultat d'Exploitation
RFC : Revue Française de Comptabilité
ROIC : Résultat économique des capitaux engagés
SCF : Système Comptable et Financier (Algérie)
SGBVM : Société de Gestion de la Bourse et des Valeurs Mobilières (Algérie)
SGP : Société de Participation et de Gestion (Algérie)
SIC : Système d'information comptable
SPA : Société par actions (Algérie)

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Estimation de la valeur des grandes marques mondiales (2022)

Tableau 2 : Montant des IDE entrants pour la période 2012-2022 (en milliards \$) au Maghreb et en Egypte.

Tableau 3 : Evolution de la population (en milliers d'habitants) - 2023.

Tableau 4 : Climat des affaires au Maghreb et en Egypte (Classement sur 190 Pays).

Tableau 5 : Indicateur de création d'entreprises (comparatif avec les pays du Maghreb et l'Egypte).

Tableau 6 : Obtention de prêts en comparaison avec les pays du Maghreb et l'Egypte.

Tableau 7 : Evolution des PME/PMI en Algérie (2004-2021).

Tableau 8 : Evolution des PME par secteurs d'activité (2021-2022).

Tableau 9 : Evolution de l'effectif global des PME (2021-2022).

Tableau 10 : Mortalité des PME en 2021.

Tableau 11 : Mortalité des PME en 2022.

Tableau 12 : Les crédits octroyés par type de financement.

Tableau 13 : Répartition des crédits octroyés par secteurs d'activité.

Tableau 14 : Principales caractéristiques de l'introduction à la Bourse d'Alger des entreprises Eriad-Sétif, Saïdal, El Aurassi.

Tableau 15 : Activité de la Bourse d'Alger.

Tableau 16 : L'Actif net réévalué- NCARouiba- (en milliers de dinars).

Tableau 17 : Le calcul par la méthode de la rente abrégé- NCARouiba-(en milliers de dinars).

Tableau 18 : Test de sensibilité pour l'approche patrimoniale- NCARouiba- (en milliers de dinars).

Tableau 19 : Calcul du CMPC (Coût Moyen Pondéré du Capital) - NCARouiba.

Tableau 20 : Calcul des Flux de Trésorerie- NCARouiba- (en milliers de dinars).

Tableau 21 : Valorisation par la méthode des DCF- NCARouiba- (en milliers de dinars).

Tableau 22 : Test de sensibilité de la valorisation par la méthode DCF- NCARouiba- (en milliers de dinars).

Tableau 23 : Evaluation par la méthode des multiples- BIOPHARM- (en millions de dinars).

Tableau 24 : Résultat par la méthode des multiples comparables- BIOPHARM- (en milliers de dinars).

Tableau 25 : Bilan des privatisations (2001-2008).

Tableau 26 : Répartition du questionnaire.

Tableau 27 : Identification de l'échantillon et sa répartition par région.

Tableau 28 : Résultats descriptifs

Tableau 29 : Résultats où l'opération s'est déroulée.

QUESTIONNAIRE

PREAMBULE :

Ce questionnaire est destiné aux patriciens de l'évaluation d'entreprise ayant intervenu en Algérie. L'objectif est de collecter l'ensemble des informations et données qui peuvent être traduites comme difficultés à la pratique de ce processus dans ce pays. L'environnement économique et financière existant en Algérie est-il favorable à une bonne pratique des différentes méthodes d'évaluation ? Telle est la question posée dans ce questionnaire.

La population ciblée dans ce questionnaire sera tous les intervenants dans le processus de l'évaluation : experts-comptables, Consultants d'entreprise, etc...

Les données collectées seront utilisées seulement pour des fins académiques.

I. Identification du répondant

1.1- Son rôle dans l'opération de l'évaluation :

- Quelles étaient vos missions et rôles dans l'exercice de l'opération de l'évaluation ?

.....
.....
.....
.....
.....

- Quelle était l'objet de votre intervention ?

- a- Privatisation (Veuillez cocher par sur la réponse choisie)
- b- Fusion-Acquisition
- c- Autres

1.2- Dans quelle région du pays avez-vous exercé l'opération d'évaluation ?

- a. Ouest (Veuillez cocher par sur la réponse choisie)
- b. Centre
- c. Est
- d. Sud

1.3- Quelle est la nature d'activité des entreprises que vous avez évaluées ?

- a. Industrielles (Veuillez cocher par sur la réponse choisie)
- b. Commerciales

C. Autres (Veuillez préciser

II. Relation avec les acteurs impliqués dans l'opération de l'évaluation

2.1- Accès à l'information

a. Est-ce que l'accès à l'information a été :

Facile Difficile

Peu facile Peu difficile

b. Pouvez-vous donner une explication sur cette réponse (précédente) ?

.....
.....
.....
.....
.....
.....
.....

2.2- Fiabilité de l'information

a. A quel degré estimez-vous ces informations fiables ?

Excellent - Très bon

Bon - Moyenne - Mauvais

b. Pouvez-vous donner une explication sur ce degré de fiabilité ?

.....
.....
.....
.....
.....
.....

c. L'inexpérience des agents chargés de fournir les informations est-elle un facteur explicatif du degré de fiabilité constaté ?

Oui - Non

d. Dans l'affirmative, pouvez-vous apporter une explication ?

.....
.....
.....
.....
.....
.....

2.3- La perception du travail finalisé par les parties concernées.

a- Les informations recueillies ont-elles permis à appliquer la méthode ou les techniques d'évaluation choisies par vous-même ?

Oui - Non

b-Si la réponse est négative, pouvez- vous apporter une explication ?

.....
.....
.....
.....
.....

III. Le choix de la méthode ou des techniques d'évaluation

3.1- Quelles sont les motivations qui vous poussent à faire le choix de la méthode ?

a- Parce que la méthode choisie est facile à appliquer et, par conséquent, on ne peut appliquer que celle-ci.

b-Parce que les autres méthodes ne peuvent être appliquées.

c-Parce que la méthode choisie dépend des informations disponibles.

d-Parce que la méthode choisie maximise ou minimise la valeur de l'entreprise.

3-2 -Quelle est la méthode la plus utilisée ?

.....
.....

3-3 Pourquoi ?

.....
.....
.....
.....

IV - La valeur patrimoniale

4-1 -Comment a été procédé la correction des valeurs du bilan ?

.....
.....
.....
.....

4-2 Quelles sont les difficultés rencontrées pour faire la correction ?

.....
.....

.....
.....
4-3 Quelles sont les difficultés entravant l'évaluation correcte des terrains, des bâtiments et des outils de production ?

.....
.....
.....
.....

4-4 Quelles sont vos références pour la valorisation des éléments incorporels dans le bilan ?

.....
.....
.....
.....

4-5 Quelles sont les difficultés rencontrées pour la valorisation de ces postes du bilan ?

.....
.....
.....
.....

4-6 Quelles étaient les entraves constatées lors de la valorisation des stocks et des clients ?

.....
.....
.....
.....
.....

V / AUTRES METHODES :

4.1- Dans le cas où vous auriez procéder à une méthode d'évaluation autre que celle par la valeur patrimoniale ; quelle autre méthode avez-vous

4.2-
.....
.....
.....

4.3- Justifiez votre choix?

.....
.....
.....

4.4- Le choix a-t-il été consensuel ?

.....
.....
.....

4.5- Avez-vous utilisé d'autres outils pour aboutir à l'utilisation de ces autres méthodes (taux d'actualisation), si oui, selon quelle procédure ?

.....
.....
.....

VI / ROLE DE LA LEGISLATION EN VIGUEUR EN ALGERIE :

6.1 Les Textes de lois ont-ils favorisé la mise en pratique de votre évaluation ?
(Fiscalité- Foncier-....) .

.....
.....
.....

6.2 En l'absence de directives, avez-vous pris des initiatives personnelles pour procéder à l'évaluation ?

.....
.....
.....

VII / MISE EN PLACE DU SCF (Inspiré des IFRS) :

7.1 Sa mise en application a-t-elle été soumise à des contraintes d'environnement économique, lesquelles ?

.....
.....
.....

7.2 Par rapport au PCN Algérien, quels sont les apports du SCF en matière d'évaluation des entreprises ?

.....
.....
.....

7.3 Comment a été résolue l'application du principe de la **Juste Valeur**,
concept-clé dans les Nouvelles Normes Comptables ?

.....
.....
.....

7.4 Degré de satisfaction de l'entreprise algérienne dans la mise en place du
SCF ?

.....
.....
.....

VIII / Question de Gouvernance

8.1 Avez-vous rencontré d'autres difficultés dans l'exercice du processus
d'évaluation et qui vous paraît importante à signaler ?

.....
.....
.....

8.2 Que pensez-vous de la relation entre l'évaluation en tant que démarche
rationnelle et l'environnement économique et technique dans sa
globalité ?

.....
.....
.....
.....

8.3 Sur une échelle de 1 à 5, quelle note donnez-vous sur l'adaptabilité des
méthodes d'évaluation à l'environnement économique et technique en
Algérie ? (1 : mauvaise ; 5 : excellent)

1 - 2 - 3 - 4 - 5

8.4 Comment jugez-vous le niveau de participation de l'ensemble des
intervenants dans le processus d'évaluation ?

Appréciable - Moyen - Faible

8.5 Pouvez-vous apporter une explication à ce niveau de participation ?

.....
.....
.....
.....

Annexe du Résultat du Questionnaire :

Indice KMO et test de Bartlett

Indice de Kaiser-Meyer-Olkin pour la mesure de la **.693** qualité d'échantillonnage.

| | | |
|--|---------------|-------------|
| Test de sphéricité deKhi-carré approx. | 162.633 | |
| Bartlett | ddl | 36 |
| | Signification | .000 |

Qualités de représentation

| | Initiales | Extraction |
|--|-----------|------------|
| Objet de l'intervention | 1.000 | .878 |
| Région où l'opération d'évaluation s'est déroulée | 1.000 | .943 |
| Activité de l'entreprise évaluée | 1.000 | .908 |
| Accès à l'information | 1.000 | .145 |
| Fiabilité de l'info | 1.000 | .158 |
| Inexpérience des agents explique le degré de fiabilité constaté | 1.000 | .665 |
| L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous même | 1.000 | .666 |
| Niveau de participation des intervenants dans l'évaluation | 1.000 | .148 |
| Adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie | 1.000 | .523 |

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

En ce qui concerne la qualité de représentation, l'extraction par l'analyse en composantes principales nous indique que les trois variables : accès à l'information,

fiabilité de l'information et niveau de participation des intervenants dans l'évaluation, ont des valeurs d'extraction inférieure à 0.5. Ceci dit, nous pouvons continuer le processus de l'analyse factorielle en composantes principales.

Les six variables suivantes qui ont toutes des valeurs supérieures à 0.5.

Qualités de représentation

| | Initiales | Extraction |
|--|-----------|------------|
| Objet de l'intervention | 1.000 | .894 |
| Région où l'opération d'évaluation s'est déroulée | 1.000 | .959 |
| Activité de l'entreprise évaluée | 1.000 | .923 |
| Inexpérience des agents explique le degré de fiabilité constaté | 1.000 | .629 |
| L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous même | 1.000 | .684 |
| Adaptabilité des méthodes d'évaluation en Algérie | 1.000 | .654 |

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Pour la variance totale expliquée, nous remarquons que 47.38 % de l'information est présente dans la première composante, tandis que 31.66% est présente dans la deuxième composante. Au total, 79% de l'information est présente dans les deux premiers axes.

Variance totale expliquée

| Composante | Valeurs propres initiales | | | Sommes extraites du carré des chargements | | | Sommes de rotation du carré des chargements | | |
|------------|---------------------------|----------|---------|---|----------|--------|---|----------|--------|
| | Total | % de la | % | Total | % de la | % | Total | % de la | % |
| | | variance | cumulé | | variance | cumulé | | variance | cumulé |
| 1 | 2.843 | 47.389 | 47.389 | 2.843 | 47.389 | 47.389 | 2.842 | 47.369 | 47.369 |
| 2 | 1.900 | 31.661 | 79.050 | 1.900 | 31.661 | 79.050 | 1.901 | 31.680 | 79.050 |
| 3 | .585 | 9.745 | 88.794 | | | | | | |
| 4 | .496 | 8.264 | 97.058 | | | | | | |
| 5 | .118 | 1.970 | 99.027 | | | | | | |
| 6 | .058 | .973 | 100.000 | | | | | | |

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Matrice des composantes^a

| | Composante | |
|--|------------|-------|
| | 1 | 2 |
| Objet de l'intervention | .933 | .154 |
| Région où l'opération d'évaluation s'est déroulée | .976 | -.082 |
| Activité de l'entreprise évaluée | .961 | -.005 |
| Inexpérience des agents explique le degré de fiabilité constaté | .233 | .758 |
| L'info permet d'appliquer une technique d'évaluation choisie par vous même | -.137 | .816 |
| Adaptabilité des méthodes d'évalu en Algérie | .156 | -.793 |

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

a. 2 composantes extraites.

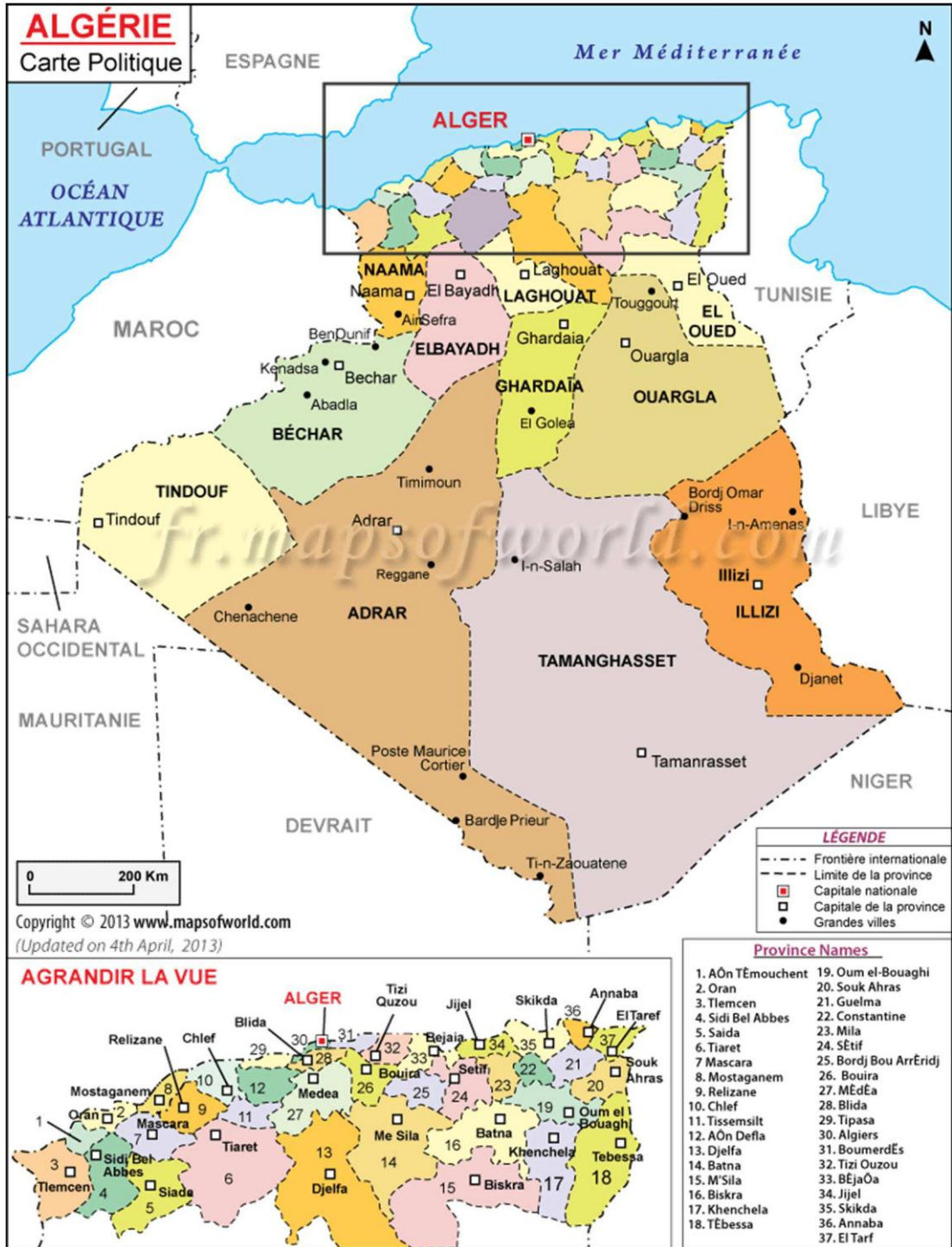
Matrice de transformation des composantes

| Composante | 1 | 2 |
|------------|------|-------|
| 1 | .999 | -.035 |
| 2 | .035 | .999 |

Méthode d'extraction : Analyse en composantes principales.

Méthode de rotation : Varimax avec normalisation Kaiser.

Carte politique et administrative de l'Algérie



CARTES GEOGRAPHIQUES DE L'ALGERIE POSTINDEPENDANCE

