

Université Abdelhamid BEN BADIS MOSTAGANEM

Faculté des Sciences Economiques, des Sciences Commerciales et des Sciences de Gestion



Thèse pour l'obtention du diplôme de doctorat LMD

Option : Audit et système financier comptable

Thème

Interaction Entre l'Evaluation de l'Entreprise et la Gouvernance

Cas de la Société Saidal

Présentée par :

Mme TLAMSI Ismahene née DRAOU

Sous la direction de :

Encadreur : Dr DOUAH Belkacem

Co-Encadreur : Dr BOUCHERF Djilali

Jury de Soutenance

Pr BRAINIS Abdelkader	Professeur	Université de Mostaganem	Président
Dr DOUAH Belkacem	Maitre de conférences -A-	Université de Mostaganem	Rapporteur
Pr BACHOUNDA Rafik	Professeur	Université de Sidi Bel Abbas	Examineur
Dr GODIH Jamel Turkey	Maitre de conférences -A-	Université de Mostaganem	Examineur
Dr BOUZIANE Ladjel	Maitre de conférences -A-	Université de Mostaganem	Examineur
Dr LAZREG Mohamed	Maitre de conférences -A-	Université de Sidi Belabess	Examineur

Année universitaire : 2017-2018

Remerciements

Merci, DIEU

C'est un honneur pour moi de remercier toutes les personnes, qui ont contribué, de près ou de loin, à la réalisation de ce travail de recherche.

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude au Docteur DOUAH Belkacem, directeur de ma thèse, et au Docteur BOUCHERF Djilali, codirecteur, pour leurs encouragements, leurs orientations et leurs précieux conseils.

Je remercie les membres de jury, d'avoir accepté d'évaluer ce travail.

Je remercie, le Professeur BACHOUNDA Rafik, pour son aide.

Je remercie le personnel du décanat, le responsable et le personnel de la bibliothèque de notre faculté, pour leur disponibilité.

J'exprime également, ma reconnaissance, mon affection et ma gratitude à mes parents, mon mari, mes filles, mon fils, mes sœurs et mes frères, pour leur soutien, leur présence, leurs encouragements et surtout leur patience.

MERCI.

Sommaire

Introduction générale	08
Partie Théorique	
Chapitre I Cadre Théorique de L'évaluation de L'entreprise	
Section I : Concepts fondamentaux	24
Section II : Evaluation au sein de L'entreprise	46
Chapitre II Méthodes d'évaluation , patrimoniale et des flux	
Section I : Méthode patrimoniale	68
Section II : Les méthodes de flux : (rentabilité, capitalisation, actualisation des flux disponibles)	91
Chapitre III Méthodes d'évaluation des options ; comparative et autres	
Section I : La méthode des options	110
Section II : Autres méthodes	118
Chapitre IV Gouvernance d'entreprise	
Section I : Historique et concepts fondamentaux	144
Section II : Les théories de la gouvernance et les codes de la gouvernance d'entreprise	171
Chapitre V La relation entre l'évaluation et la gouvernance de l'entreprise	
Section I : Impact de l'évaluation de l'entreprise sur la gouvernance	190
Section II : Impact de la gouvernance De l'entreprise sur la création de valeur	196
Partie Empirique	
Axe I Evaluation de l'entreprise	222
Axe II La gouvernance au sein de la société Saidal	267
Axe III Relation entre évaluation de l'entreprise et la gouvernance	296
Conclusion générale	333

Liste des schémas

N°	Désignation	Page
01	Les rapports de force entre vendeur et acquéreur	29
02	Les acteurs d'une opération d'évaluation	31
03	Les différentes étapes de l'évaluation financière d'une entreprise	54
04	Données stratégiques à évaluer (dans le cadre d'une estimation d'entreprise)	60
05	Arbre d'évolution du prix de l'actif sous-jacent dans le modèle binomial.	114
06	L'entreprise et ses parties prenantes	213
07	Organisation de la société Sidal	235

Liste des graphiques

01	Evolution du nombre des produits.	237
02	Effectif par catégorie	238
03	Evolution du chiffre d'affaires	241
04	Evolution de la production	242
05	Répartition des ventes	243
06	Répartition des ventes du réseau de distribution	244
07	Evolution des créances	245
08	Les approvisionnements de Sidal durant l'année 2015	247
09	Les approvisionnements (2012-2015)	298
10	Chiffre d'affaires (2012-2015)	299
11	Dépenses marketing	300
12	Stocks (2012-2015)	301
13	SProduction (2012-2015)	302
14	Créances clients (2012-2015)	304
15	Charges personnel (2012-2015)	305
16	Evolution de l'effectif (2012-2015)	306
17	Evolution du résultat (2012-2015)	307
18	Evolution du chiffre d'affaires de Sidal	319
19	Evolution du résultat d'exploitation	321
20	Evolution du cours de l'action de Sidal	326

Liste des tableaux

N°	Désignation	Page
01	Evaluation des actifs et des passifs financiers	36
02	Les principales informations collectées au sein de l'entreprise	51
03	Une base de données est établie par produit en reprenant les éléments suivants	61
04	Les méthodes d'évaluation de la marque	87
05	Les paramètres d'une option d'expansion	116
06	Les paramètres d'une option d'abandon	116
07	Gouvernance et profil d'entreprise publique économique algérienne (entreprises cotées en bourse)	182
08	Les 04 thématiques pointées par la gouvernance d'entreprise :	186
09	La contribution des parties prenantes à la création de valeur	215
10	Principales caractéristiques de l'introduction de Saida là la bourse d'Alger	
11	Evolution du nombre des produits.	237
12	Evolution de l'effectif	238
13	Les principaux agrégats de gestion de l'exercice 2015	239
14	Les principaux éléments de l'actif	239
15	Evolution du chiffre d'affaires	240
16	La production durant l'exercice 2015	241
17	La répartition des ventes :	242
18	Répartition des ventes du réseau de distribution	243
19	Evolution des créances	244
20	Les principaux éléments du passif	245
21	les approvisionnements par nature	246
22	Evaluation de Saidal par la méthode patrimoniale	257
23	Les flux de trésorerie	260
24	Calcul du CMPC	262
25	Résultat d'exploitation moyen	263
26	Calcul du goodwill	264
27	Bénéfice net	265
28	comparaison des méthodes d'évaluation	265

29	les approvisionnements (2012-2015)	298
30	Chiffre d'affaires (2012-2015)	299
31	Dépenses marketing	300
32	Stocks (2012-2015)	301
33	Production (2012-2015)	302
34	Créances clients (2012-2015)	303
35	Charges personnel (2012-2015)	304
36	Evolution de l'effectif (2012-2015)	305
37	Evolution du résultat (2012-2015)	307
38	Evolution du chiffre d'affaires de Saidal	318
39	Evolution du résultat d'exploitation	320
40	Evolution du capital économique de Saidal	322
41	Evolution de la rentabilité économique	323
42	Evolution du PER, price earning ratio	324
43	Evolution du cours de l'action de Saidal	325
44	Evolution de la rentabilité financière(ROE)	327
45	Evolution de la valeur ajoutée du marché (MVA)	328
46	Evolution de la valeur ajoutée économique (EVA)	329

Liste des Sigles et Acronymes

AGE : Assemblée Générale Extraordinaire

AGO : Assemblée Générale Ordinaire

ANC : Actif Net Comptable

APAB : Association des Producteurs Algériens de Boissons

BFR : Besoins en Fonds de Roulement

BPA : Bénéfice Par Action

CA : Conseil d'Administration

CF : Cash Flow

CI : Capitaux Investis

CMPC : Coût Moyen du Capital (WACC : Weighted Average Capital).

CNPM : Centre National de Pharmacovigilance et de Matéiovigilance

CNRC : Centre National du Registre de Commerce

CRD : Centre de Recherche et de Développement

CS : Conseil de Surveillance

DGRST : la Direction Générale de la Recherche Scientifique et du Développement technologique

DMIM : Direction Marketing et de l'information Médicale

EBE : Excédent Brut d'exploitation

ENPP : l'entreprise Nationale de Production Pharmaceutique

EVA : Valeur Ajoutée Economique

FCE : Forum des Chefs d'Entreprise

FNI : Fond National d'Investissement

FTD : Flux de Trésorerie Disponibles

GW : Goodwill

IGF : Inspection Générale des Finances

INAPI : Institut National Algérien de la Propriété Industrielle

ISO : Organisation Internationale de la Normalisation

Kcp : le Coût du Capital : Rentabilité Financière

MEDAF : Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers

MRP : Le Ministère Chargé des Réformes et des Participations

MVA : Valeur Ajoutée du Marché

OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Economique

OMPI : Organisation Mondiale de la Propriété Intellectuelle

OPV : Offre Publique de Vente

PBR : Price Book Ratio

PCA : Pharmacie Centrale Algérienne

PCH : Pharmacie Centrale des Hôpitaux

PCN : Plan Comptable National

PER : Price Earning Ratio

RE : Résultat d'Exploitation

REAI : Résultat d'Exploitation Moyen

RN : Résultat Net

ROIC : Rentabilité Economique des Capitaux Engagés

SARL : Société à Responsabilité Limitée

SGB : Société de Gestion Boursière

SGP : Sociétés de Participation de Gestion

SPA : Société par Action

SWOT : Forces, Faiblesses, Opportunités et Menaces

TR : Tableau des Résultats

UCC : Unité Commerciale Centre

UCE : Unité Commerciale Est

UCO : Unité Commerciale Ouest

URMTP : une Unité de Recherche de Médicaments et Techniques Pharmaceutiques

Introduction Générale

Introduction Générale:

Dans le monde des affaires, soumis aux lois du marché, tout s'achète et se vend, à un rythme effréné, l'entreprise, les biens et les services existent dans un marché. Elle est concernée par ce phénomène de transactions accélérées, et par conséquent, la question de son évaluation se pose de plus en plus fréquemment aux différents partenaires de l'entreprise notamment, les analystes financiers, les banques, les notaires, les organismes d'investissement, l'État, l'administration fiscale et surtout les managers qui y trouvent un intérêt croissant, non seulement pour la gestion de leur entreprise, mais aussi dans le cadre de la planification stratégique.

L'évaluation des entreprises est importante dans la vie économique contemporaine, elle touche tous les secteurs d'activité dans tous les pays développés, mais aussi dans les États émergents. La vague de privatisation des entreprises publiques entamée par les pays industrialisés (Grande Bretagne, France, Italie, Etats-Unis, etc....) durant les années 80 et 90 et le processus de libéralisation économique des pays émergents, particulièrement en Asie et en Amérique Latine, ont considérablement donné un élan à ce phénomène de l'évaluation. Les évaluations des entreprises se multiplient dans tous les secteurs d'activité. Elles sont devenues un acte fréquent dans la vie économique.

En réalité, le développement de l'évaluation de l'entreprise a débuté à partir de 1929, quand les entrepreneurs et les chefs d'entreprise commencent à accorder une attention particulière à la valeur de leur entreprise.

L'évolution constante de l'environnement économique et financier au cours des 20 dernières années, accompagné de la mondialisation des échanges, induit à un développement de l'évaluation d'entreprise.

Le nombre de cessions d'entreprises n'a pas cessé d'augmenter, atteignant en 2009 un record d'environ 700.000 cessions de petites et moyennes entreprises (PME) en Europe, ce qui représente une valorisation globale annuelle de près de 250 milliards d'euros.¹

Plusieurs auteurs définissent l'évaluation de l'entreprise :

- Pour, Brillman et Maire, « évaluer une entreprise ou un titre, c'est avant tout porter un jugement sur une affaire pour tenter d'estimer des perspectives de résultats ou les plus-values potentielles de ses actifs » ;
- Pour E. Sage, « l'évaluation d'entreprise est une interprétation de données comptables et financières ».

¹ : Guide pratique d'évaluation d'entreprise, Jeane-Etienne Palard- Franck imbert, groupe Eyrolles, 2013 P 19.

- Par ailleurs, J. Alla et J. Houdouin précisent que l'évaluation est une anticipation du futur. Elle est en fonction du plan stratégique qui sera mis en œuvre par les détenteurs du capital ».

L'évaluation d'entreprise est une activité complexe, qui fait appel à de nombreuses disciplines : la finance, la comptabilité, la stratégie de l'entreprise, le droit et la fiscalité, ce qui fait son intérêt et également sa difficulté.

La privatisation, la multiplication du nombre de firmes qui peuvent faire l'objet de cessions, le développement des échanges en bourse accroissent la nécessité d'évaluer une société, lorsqu'on acquiert ou qu'on vend une partie.

Les cessions des firmes d'une certaine importance mettent en relation, des vendeurs et acheteurs de différentes nationalités, cela a induit à des évaluations dans un climat international [des vendeurs et des acheteurs de différentes nationalités : cas de télécommunication en Algérie). Cependant les méthodes en cause nécessitent des données homogènes, notamment en ce qui concerne les bases comptables de l'évaluation.

A l'heure de la réforme comptable, par l'obligation du passage aux normes IFRS faisant suite au « nouveau » plan comptable de 1982 », d'aucun pourrait croire au rapprochement des valeurs comptables ou boursières, ou encore au fait que la comptabilité fondée sur le concept nouveau de « la juste valeur » permettra de se faire une juste opinion de la valeur de l'entreprise.¹

L'objectif principal des normes est de standardiser les principes et méthodes comptables, pour faciliter les comparaisons entre entreprises. Grâce à ces normes, les pratiques de l'évaluation sont devenues homogènes.

La confrontation, les antagonismes, la dualité constituent les terrains privilégiés de l'évaluation. Une partie souhaite évaluer au plus haut (le cédant), l'autre souhaite évaluer au plus bas (le cessionnaire). L'évaluateur doit trouver le point d'équilibre, tant en fonction des techniques financières que du rapport de force ressenti.²

La notion de la valeur de marché appliquée aux actifs de l'entreprise apparaît attrayante, mais laisse quelques interrogations quant aux modalités à mettre en œuvre s'agissant notamment de l'appréciation des actifs incorporels.

¹ : G.CHAPLAIN, **pratique moderne de l'évaluation d'entreprise**, éditions EMS, Paris 2004, p 20.

² :G. LE GROS, **évaluation d'entreprise Méthodes et études de cas**, 2ème édition Dumand 2015.

D'après Jacques De Greling « L'objectif de la comptabilité n'est certainement pas de dire la valeur des sociétés mais de permettre aux investisseurs de s'en faire une idée ». ¹

Les consultants et experts en évaluation d'entreprise n'ont pas attendu l'apparition des scandales financiers et le besoin affirmé de transparence pour l'actionnaire et l'investisseur pour réfléchir aux différentes façons d'appréhender la valeur de l'immatériel dans l'entreprise, l'incertitude est fondamentalement induite par la notion de valeur. Plusieurs modèles établis dans les années 1950 [D. Durand 1957 ; M. Gordon, E. Shapiro 1956 ; F. Modigliani et M.H. Miller 1958, 1961] ont posé toutes les bases pour la pratique de l'évaluation des entreprises.

L'entreprise est un bien, qui se vend, s'achète, se transmet de main en main, dans le cadre du changement de stratégie. Elle a une valeur et peut être évaluée. Cette évaluation se réalise sur la base de plusieurs méthodes et de différentes techniques.

Il existe plusieurs méthodes de valorisation d'entreprise qui ne sont pas systématiquement pertinentes, et l'utilisation de plusieurs d'entre elles, permet d'établir une fourchette de valeur.

L'évaluation de l'entreprise repose sur la combinaison de deux ou trois approches, parmi lesquelles :

- Les méthodes des flux futurs actualisés, sont devenues le mode standard d'évaluation économique, largement utilisées par les professionnels, s'appuyant sur des techniques issues de travaux publiés dans les années 1950 à 1970, (Gordon et Shapiro, 1956 ; Modigliani et Miller, 1958 ; 1961 ; Hamada 1974) et décrites dans l'ouvrage (Damodaran, 2012) et dans les recherches de (Dechow et al ; 1999, Francis et al, 1999, Kaplan et Ruback, 1996), qui, portent sur la pertinence comparée des méthodes et approches.
- Les méthodes des multiples, ont fait l'objet de plusieurs études académiques relatives aux critères de sélection des sociétés comparables et portant sur le choix des inducteurs de valeurs (Lie et Lie, 2002 ; Nissim et Thomas, 2002 ; Nissim et Thomas, 2007 ; Harbula, 2009).
- Les méthodes patrimoniales : sont celles traditionnelles, qui procèdent à l'analyse financière du bilan et reposent sur les actifs corporels et incorporels, et sur les passifs de l'entreprise, et autres.

¹ : G. CHAPLAIN, op cit, p 20.

- Les méthodes hybrides qui identifient la valeur d'un goodwill sont moins fréquentes avec un intérêt plus limité, et sont parfois utilisées en tant qu'élément d'une combinaison de valeur.

Les méthodes d'évaluations ont évolué depuis plus de trois décennies, et sont enseignées dans les universités ; les écoles et les organismes professionnels. Ce qui a contribué à leur standardisation. Les experts en finance d'entreprise ont mis au point des techniques de plus en plus sophistiquées pour déterminer la valeur des entreprises.

Les méthodes sont devenues relativement complexes et de nombreuses formules mathématiques sont apparues.¹

L'entreprise et la création de la valeur :

L'évaluation de l'entreprise vise à faire correspondre à ses capitaux propres un chiffre qui est censé exprimer l'utilité économique pour un opérateur souhaitant procéder à une opération:² le plus souvent il s'agit d'une évaluation à des fins de transaction pour acheter ou vendre l'entreprise ou des parts de capitaux propres de l'entreprise. La démarche d'appréhension de l'entreprise vise donc à analyser l'utilité économique dans le cadre d'un projet de poursuite d'activité et de continuation des relations avec les tiers. L'évaluation s'effectue en général avec une hypothèse implicite de continuité des opérations dans une dimension temporelle qui est celle de son plan d'action stratégique. Quand l'entreprise est défaillante, la logique d'utilité économique s'efface et la valeur à la casse s'impose.

L'évaluation s'impose aussi en absence de volonté d'effectuer une transaction économique, c'est le cas d'une situation de contrôle fiscal.

La méthodologie de l'évaluation consiste à faire référence à une méthode d'évaluation considérée comme la plus pertinente et utiliser les autres à titre secondaire.

L'observation des opérations démontre qu'il existe toujours un écart dans les résultats issus des différentes méthodes, cet écart fait l'objet de discussions d'experts et de négociations acheteurs/vendeurs pour aboutir à un prix qui arrête «une certaine valeur».³

• La valeur d'une entreprise dépend d'éléments internes et d'autres externes, les internes consistent en :

-La connaissance des méthodes utilisées et leurs limites ;

-La disponibilité de l'information ;

¹ : C.ANNIE DUOLAT, **évaluer votre entreprise**, édition Vuibert, Paris 2007, p 8.

² : H. DE LA BRUSLERIE, **analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic**, 4^{ème} édition ; Dunod ; Paris 2010, p 326.

³ : G.CHAPLAIN, op cit, p 20.

- Information sectorielle et environnementale ;
- Information stratégique ;
- Information comptable ;
- Mesure des risques ;
- Vision globale de l'évolution du monde (innovation technologiques, progrès, projections dans le futur,...);
- Capacité d'adaptation de l'information théorique aux situations pratiques ;
- La capacité à utiliser de façon synthétique et efficace les connaissances théoriques, les divers niveaux d'informations disponibles, ... et une certaine vision concrète et pratique de l'économie.

Parmi les éléments externes, nous citons :

- Le nombre de repreneurs potentiels;
- Les secteurs d'activité (une PME sous traitante sur un marché sinistré est difficile à être cédée quelle que soit sa valeur);
- L'actualité (la valeur d'une compagnie aérienne est différente avant et après le 11 septembre 2001);
- La période (une start-up internet peut présenter appréciation de sa valeur très fluctuante);
- L'opportunité (un acheteur ou un concurrent qui souhaite acquérir votre part de marché est prêt à payer le prix).

L'entreprise est un ensemble coordonné de ressources économiques, ayant une finalité de création de valeur, organisée dans ce but mettant en œuvre une stratégie d'action.¹ Elle joue un rôle primordial dans la croissance économique d'un pays et existe dans un environnement incertain et imprévisible, avec une ouverture au marché international, ce qui permet d'influencer son fonctionnement. L'entreprise face à cette concurrence interne et externe doit s'adapter et assurer sa pérennité tout en adoptant des stratégies selon les exigences et les évolutions du marché.

Ces stratégies visent à améliorer la performance de l'entreprise, à la rendre compétitive et à créer de la valeur pour l'entreprise. Donc, à améliorer ses résultats financiers et aussi la valeur de son action dans les marchés financiers.

L'entreprise est un capital immobilisé par les actionnaires. L'évaluation de tout ou d'une partie de l'entreprise et de ses capitaux propres à pour but, par la mise en œuvre de

¹ : H.DE LA BRUSLERIE, op cit, p 10.

moyens et méthodes adaptés, de fournir une fourchette de valeur servant de référence dans le cadre de nombreuses opérations s'agissant de transactions ou non.

L'évaluation permet de mesurer et de donner une valeur à des biens et ne doit pas être confondue avec la notion de prix.

L'explosion des opérations de fusions et acquisitions dans les années quatre-vingt, a eu pour conséquence de développer les pratiques de la valorisation, le concept de la création de valeur a connu, la décennie suivante, un grand succès médiatique. Ceci est dû à deux facteurs complémentaires, en l'occurrence ; la gouvernance d'entreprise et le développement des marchés financiers.

La gouvernance d'entreprise permet aujourd'hui à l'actionnaire de faire valoir son point de vue de façon plus probante, grâce au regroupement organisé des actionnaires minoritaires.

L'évaluation par les outils de mesure interne permet aux dirigeants d'identifier les stratégies et les projets efficaces, dans l'optique de maximiser la création de valeurs à long terme pour l'actionnaire.

En amont du processus d'évaluation, se situent les objectifs, la stratégie de l'entreprise, la hiérarchisation des projets, la sélection des investissements et l'allocation des ressources afin de sécuriser une croissance maximale assortie d'un niveau de risque minimisé.¹

La gouvernance d'entreprise : est une traduction de corporate governance, et elle est constituée du réseau de relations liant plusieurs parties dans le cadre de la détermination de la stratégie et de la performance de l'entreprise. Ces parties sont d'une part, les actionnaires, les dirigeants et le conseil d'administration, d'autre part, les clients, les fournisseurs, les banquiers, et la communauté (R.A.G. Monks et N. Minow, 1995).²

Les investisseurs institutionnels, d'après un sondage réalisé par McKinsey, sont déclarés prêts, à payer plus cher les actions d'une entreprise avec un bon système de gouvernance d'entreprise.³

Une bonne gouvernance d'entreprise permet effectivement de créer de la valeur pour l'actionnaire.

¹ : F.PIERRE, D'AUSTACHE. B, **valorisation d'entreprise et théorie financière**, éditions d'organisation, Paris 2004, p 127.

² : J.CABY, G. HIRIGOEN., **la création de valeur de l'entreprise**, 2ème édition, édition economica, Paris, 2001, p 51.

³ : P.VERNMMEN, **finance d'entreprise**, 6ème édition, édition Dalloz, Paris, 2005, p 910.

R, Berner, N. Gueuster et R. Otten, ont démontré que les performances boursières des groupes cotés de l'indice FTSE 300 présentant une bonne notation en terme de gouvernance d'entreprise étaient sensiblement meilleures que celles des groupes ayant une mauvaise gouvernance.

Les travaux de R. Anderson et R. Reeb aux Etats Unis, P, Harbula en France, démontrent que les performances financières des sociétés ayant un actionnaire de référence (familiales) sont plus que la moyenne, alors que les sociétés qui ont un actionnaire important et une part significative du capital flottant, se comportent le mieux, car les sociétés familiales sont généralement moins transparentes et se soumettent moins volontiers aux règles de la gouvernance d'entreprise.¹

Le concept de gouvernance d'entreprise renvoie directement à l'influence des décisions stratégiques sur la création de valeur.² Puisque la politique générale de l'entreprise est principalement déterminée par ses dirigeants, la maximisation de la valeur est placée sous leur responsabilité.

Les systèmes de gouvernance en « gouvernant » la conduite des dirigeants, sont supposés influencer le processus de création de valeur à travers les décisions d'investissement et de répartitions de la richesse créée.³

Le cadre conceptuel traditionnel de la théorie positive de l'agence (TPA) (Jensen et Meckling 1976, Jensen 1986), permet d'établir un lien plausible entre la structure incitative résultant d'une augmentation du levier financier et un accroissement de la valeur de la firme.⁴

D'après Zingales, pour évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, notamment en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente.⁵

L'importance du thème :

Nous avons choisi l'évaluation de l'entreprise et la gouvernance, afin d'approfondir nos connaissances dans ces deux sujets appartenant respectivement à la finance et au management, tout en essayant de les lier ensemble, car tous les deux permettent le développement de l'entreprise.

¹ : Idem.

² : J.CABY, G. HIRIGOEN, op cit, p 51.

³ : G. CHARREAUX, P. WRITZ, **gouvernance des entreprises, nouvelles perspective**, édition economica, Paris 2006. p 8.

⁴ : J. CABY, G. HIRIGOEN, op cit, p 125.

⁵ : G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 55.

L'entreprise joue un rôle important dans le développement économique d'un pays. Pour cela, elle doit être performante et crée par conséquence de la valeur, d'où la nécessité de bonnes décisions stratégiques et de la, une bonne gouvernance.

En passant de l'économie planifiée à l'économie de marché, plusieurs changements en découlent, telle que l'ouverture de l'entreprise aux capitaux nouveaux afin d'augmenter sa capacité de financement et assurer son développement par la création de valeurs. Cette dernière ne peut être réalisée que si les rendements de l'entreprise dépassent ses coûts de financement, et ceci nécessite une évaluation.

L'entreprise réalise une évaluation générée par des transactions qu'elle effectue régulièrement, et aussi, si on acquiert ou qu'on en vend une partie d'elle, (si elle est cotée). L'évaluation peut être considérée comme un acte de gestion, car elle peut être utilisée pour la réalisation d'investissements ou de cessions, ou bien pour la préparation d'un successeur. Elle permet donc d'apprécier la performance de l'équipe dirigeante. Si l'évolution de la valeur est positive, la gestion est satisfaisante, et par conséquent, la gouvernance. La situation inverse indique une tendance négative.

Le changement de structure de la propriété des entreprises par l'ouverture de leur capital, induit une diversification de leurs partenaires et de ce fait, les conflits d'intérêts apparaissent. Ce qui nécessite la mise en place de mécanismes de contrôle et d'incitation afin d'assurer le bon fonctionnement de l'entreprise. Ces mécanismes concernent le système de gouvernance, qui constitue un facteur clé de la création de valeurs, puisqu'il permet d'éviter les conflits d'intérêts entre les différents partenaires de l'entreprise, en les faisant converger vers les mêmes objectifs, qui sont la création de la valeur.

La gouvernance, par la mise en place des mécanismes et des règles de bonne conduite, permet d'aligner les intérêts des dirigeants et ceux des actionnaires, et aussi, elle permet d'éviter les conflits d'intérêt entre les différentes parties prenantes de l'entreprise.

Objet de recherche :

L'objet de notre travail est la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées à la bourse d'Alger, et son utilisation comme un outil de gestion d'entreprise, accompagnée d'une bonne gouvernance. Nous mettons en place, ainsi, une relation entre la création de la valeur et une bonne gouvernance.

L'évaluation de l'entreprise est considérée comme un outil de gestion qui aide à la prise de décisions (investissement, financement, ...) et aussi le pilotage de l'entreprise vers un objectif bien précis.

L'objet de toute évaluation d'entreprise, est de parvenir à une proposition de prix, à l'aide d'une ou de plusieurs méthodes permettant d'anticiper la valeur future de l'entreprise et d'avoir une bonne appréciation du risque.

Une bonne appréciation de la valeur d'entreprise indique une bonne perception des investisseurs de la gestion interne de l'entreprise, cela explique qu'il existe une relation entre l'évaluation de l'entreprise et la gouvernance.

Nous considérons dans notre recherche, que l'apport d'une bonne gouvernance à la création de valeur est réalisé par une augmentation ; des résultats de l'entreprise, du cours de ses actions, et aussi l'amélioration de sa rentabilité. Ceci explique la bonne gestion des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires afin de maximiser leurs dividendes.

Revue de littérature :

Etant donné que notre travail de recherche repose sur deux composantes : l'évaluation de l'entreprise et la gouvernance, une revue de littérature appropriée est exposée en ce sens.

Cette revue de littérature concerne surtout les pays qui ont une expérience dans l'économie de marché, et dont les marchés financiers sont actifs (France).

Depuis les années 1950, plusieurs auteurs ont traité l'évaluation de l'entreprise, et la gouvernance séparément et d'autres ont associé la gouvernance et la valeur. Nous citons :

Berles et Means (1932) qui préconisent que la structure de propriété(le dirigeant qui possède un pourcentage important du capital) a un impact sur la maximisation de la valeur de la firme.

Les différents modèles établis à cette époque sont ; (D. Durand ; 1957, M. Gordon et E. Shapiro ; 1956, F. Modigliani M. H. Miller ; 1958 ; 1961) et qui ont mis en place l'ensemble des bases de la politique de l'évaluation des entreprises.

1958 : les travaux de Modigliani et Miller portant sur l'impact des décisions stratégiques sur la valeur de l'entreprise, ainsi que le développement du CAMP par Sharp.

1960 : Sharpe et Lintner qui ont intégrés le facteur risque dans les décisions stratégiques pour une meilleure évaluation de projets.

Début de l'année soixante, Lintner et Mossin, qui ont fait un progrès dans la théorie financière, ont permis l'élaboration de Modèles et outils qui sont utilisés quotidiennement par les évaluateurs.

1973 : la théorie des options de Black et Scholes sur la flexibilité des décisions d'investissement et de financement avec les conditions du marché, afin que ces décisions contribuent réellement à la création de valeur.

1976 : Jensen et Mckeling : la théorie positive de l'agence qui stipule que la politique financière de l'entreprise peut résoudre les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires et donc créer de la valeur.

1984 : la théorie de Mayer et Majluf, considère que la politique financière peut être utilisée comme moyen de résolution de l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires.

L'année 1990, la notion de création de valeur prend place et occupe une position dominante au sein de l'entreprise par la libération de mouvements des capitaux et la puissance des investisseurs institutionnels. L'investisseur est devenu de plus en plus le centre d'intérêt des entreprises, il influence les choix stratégiques de l'entreprise et a une exigence en matière de gouvernance.

Shleifer et Vishny (1997), supposent que la séparation entre propriété et décision, présente un moyen de contrôle efficace pour l'entreprise.

Charreaux (1997), affirme qu'une séparation entre propriété et décision améliore la performance de l'entreprise et donc sa valeur.

2000 : Luigi Zingales, explique comment se font les choix stratégiques, et comment on peut les lier à l'évaluation.

L'adhésion des entreprises algériennes à la bourse et l'ouverture de leur capital ont augmenté l'importance du rôle de l'évaluation et de la gouvernance au sein des entreprises.

Cette introduction en bourse, assure aux entreprises un meilleur accès au marché des capitaux, une transparence et une divulgation d'informations concernant leur activité, ainsi qu'une amélioration de leur crédibilité, avec l'exigence de création de la valeur.

Ces entreprises cotées sont tenues de traiter avec leurs actionnaires, ce qui nécessite une création de valeurs en continue, pour les satisfaire.

Le choix du cas d'étude :

Nous avons choisi, la société Saidal, pour notre étude de cas, à cause de la disponibilité d'un recul historique, qui devrait être suffisant, et va nous permettre d'étudier l'amélioration dans l'approche de la gouvernance ainsi que la valeur de l'entreprise, à partir du moment de son introduction en bourse, jusqu'au stade où elle a acquis une notoriété qui lui a permis d'attirer des partenaires étrangers.

L'intérêt du cas réside également dans l'introduction de l'entreprise en bourse d'Alger (parmi les premiers), ce qui est signe de transparence et de bonne gouvernance.

La présence de partenariat étranger nous a eu pour nous un grand intérêt, car le partenaire étranger n'a eu de cesse, d'exiger une démarche de gouvernance au niveau de l'entreprise.

Méthode de recherche :

Pour réaliser la présente recherche, nous avons utilisés la méthode descriptive et la méthode déductive.

En ce qui concerne la partie empirique, nous avons utilisé comme outils de travail et d'investigations, l'entretien et le questionnaire.

Problématique :

De ce qui précède, la question suivante peut être posée :

Qu'elle est l'interaction entre l'évaluation de l'entreprise, comme outil d'aide à la gestion, et la gouvernance fondée sur une séparation de pouvoirs et une transparence dans le marché financier.

Hypothèses :

H1 : L'évaluation de l'entreprise a des effets positifs sur les décisions prises dans l'entreprise.

H2 : la mise en place des pratiques de gouvernance d'entreprise a des effets positifs sur l'évolution de sa valeur.

Pour répondre à notre question de recherche, et pour vérifier, les hypothèses exposées ci-dessus, notre travail de recherche sera structuré de la manière suivante :

- D'abord, la première partie ; concerne l'évaluation de l'entreprise, cadre théorique et conceptuel, ainsi que les différentes approches d'évaluation de l'entreprise, et traite les fondements théoriques et la réglementation régissant le monde de la gouvernance, ainsi que l'impact de cette dernière sur la création de la valeur.

- La deuxième partie sera consacrée à l'étude empirique. Nous avons traité le sujet de l'évaluation et la gouvernance en Algérie, et plus spécifiquement, dans une entreprise publique économique (EPE), cotée à la bourse d'Alger, c'est le groupe Soidal.

Partie Théorique

Introduction :

Le débat sur la valeur de la société est ancien, c'est la raison pour laquelle de multiples méthodes d'évaluation de l'entreprise ont été développées. Elles se basent sur des hypothèses différentes et utilisent divers outils mathématiques. Elles essaient de prendre en compte tous les éléments qui peuvent influencer, de façon directe ou indirecte, positive ou négative, la valeur de la société à des moments bien précis de son existence, afin de dégager un prix qui reflète précisément la réalité économique de l'entreprise.

L'évaluation de l'entreprise est une opération complexe, et peut être définie comme une tentative de mesurer avec des méthodes quantitatives, une valeur constituée d'éléments objectifs et subjectifs.

La valeur de l'entreprise réside dans ce qu'elle détient aujourd'hui et aussi de ses perspectives de revenus. Plusieurs facteurs améliorent la valeur d'une société, à savoir : la qualité et l'image de ces produits, les actifs utilisés, la marque, la qualité de sa main d'œuvre et du management, les conditions du marché et l'état de l'économie,etc.

La valeur est différente du prix, la première étant une réalité subjective et la seconde, une réalité monétaire concrète et objective.

La libéralisation financière est la montrée puissante des investisseurs industriels depuis les années 1980 ont considérablement modifié la manière dont les grandes firmes sont dirigées et contrôlées, et par conséquent, une dissociation entre la propriété et la gestion est apparue.¹ Des événements, tels que la faillite des groupes d'énergie Enron, Worldcom, et une dizaine de grandes sociétés cotées aux États-Unis, ainsi que les scandales financiers ont constitué un événement majeur pour la bourse américaine et aussi pour l'économie mondiale, et ont conduit à une destruction massive de valeurs, aussi bien pour les actionnaires, que pour les salariés qui ont perdu l'essentiel de leur épargne-retraite.

Il apparaît donc, comme solution, la naissance d'un dispositif institutionnel et relationnel, régissant le fonctionnement du système capitaliste contemporain, à travers les relations entre les responsables des grandes sociétés cotées d'une part, et l'ensemble des parties prenantes concernées par le fonctionnement de ses sociétés, d'autre part (l'État, actionnaires, salariés, fournisseurs, créanciers, les clients). Ce dispositif est la gouvernance qui a fait l'objet de très nombreuses analyses au cours des deux dernières décennies.

¹ : B. BAUDRY, **économie de la firme**, édition la Découverte, Paris, 2003, p 58.

Nous allons étudier, dans un premier chapitre, les concepts fondamentaux de l'évaluation. Le deuxième chapitre, concernera les différents modèles d'évaluation de l'entreprise.

Dans le troisième chapitre, nous allons présenter un bref historique de la gouvernance d'entreprise, ainsi que la gouvernance d'entreprise en Algérie. Enfin, le quatrième chapitre aura trait à l'étude de la relation entre l'évaluation de l'entreprise et la gouvernance.

Chapitre I

Cadre Théorique de L'évaluation de L'entreprise

Introduction :

Dans un environnement en transformation profonde et continue, il devient difficile d'avoir des anticipations fiables concernant l'avenir de l'entreprise.

L'évaluation de l'entreprise est essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction, puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition formelle de la réalisation de la transaction.

La valeur est une grandeur économique fondée sur la rareté et l'utilité. Elle est subjective parce qu'elle dépend des besoins de son utilisateur.

Le processus de l'évaluation de l'entreprise est délicat, car il est censé fournir une représentation synthétique d'une réalité multiforme de l'entreprise, qui est elle-même une entité changeante et engendre de la valeur.

L'entreprise est vue comme une entité statique à travers son patrimoine, constitué de ses biens matériels et biens immatériels, ses créances et ses dettes. Elle est aussi une entité dynamique, dotée d'une organisation, des systèmes de gestion, d'un marché, des produits, d'un environnement dans lequel elle évolue. Elle comporte, également, des compétences.

Dans ce chapitre nous allons présenter, la définition de l'évaluation, la différence entre prix et valeur, les éléments créateurs de valeur, les acteurs intervenant dans l'opération de l'évaluation, les avantages de l'évaluation, les utilisateurs de l'évaluation et le choix de méthodes d'évaluation, dans la première section.

Puis, dans la deuxième section, nous aborderons, les étapes de l'évaluation, les informations à collecter, l'analyse stratégique de l'entreprise, le rôle de l'évaluation de l'entreprise dans l'amélioration de ses performances, le système d'information et l'évaluation.

Section I : Concepts fondamentaux**I/ Définition :**

L'évaluation de l'entreprise est un ensemble de concepts et de méthodes dont la finalité principale est de donner une valeur aux actifs d'une société et à ses titres. Elle s'effectue selon un processus qui s'inscrit dans un environnement économique et réglementaire donné.¹

Elle consiste à proposer une valeur pertinente aux actifs de l'entité évaluée donnant ainsi une base de référence pour les différentes opérations financières.

D'après JEAN Brilman ; (2001), la valeur peut être définie comme l'ensemble de multiples avantages perçus et hiérarchisés selon un système de préférence par un acteur ou un groupe d'acteurs en situation de décision dans un contexte spécifique.²

Pour la création de cette valeur, les dirigeants doivent se procurer tout autant, d'aspects intangibles du fonctionnement de leur entreprise, comme la valorisation et la protection du savoir-faire et des compétences de leur personnel, la réputation de l'entreprise en tant que producteur et employeur, la qualité de leurs produits, que les aspects tangibles et rigoureux comme la structure du capital de l'entreprise et l'efficacité économique de ses opérations.

II/ La différence entre évaluation et prix :

Il existe une différence notable entre l'évaluation d'une entreprise et son prix sur le marché, mais ces deux concepts sont dépendants d'un de l'autre.³

A. Thauvron, (2007) considère que l'évaluation d'une entreprise consiste à proposer une fourchette de valeur aux actifs d'une entreprise ou à ses titres et en aucune manière de déterminer un prix. Elle n'implique pas qu'il y ait une négociation qui la suivra.⁴

Le chef d'entreprise peut simplement vouloir estimer son entreprise à un moment donné sans avoir un but très précis.

L'entreprise est une somme de biens : sa valeur et la somme de leurs valeurs intrinsèques :

*Si on prend l'hypothèse d'arrêt de l'activité ;

La valeur intrinsèque est la valeur de liquidation de tous les éléments de l'actif et du passif séparément. On l'appelle aussi « valeur à la casse ».

¹ : J.ETIENNE POLARD, F.IMBERT, **guide pratique d'évaluation d'entreprise**, EYROLLES, Paris 2013, P21

² : J. BRILMAN, **les meilleures pratiques de management**, édition organisation, Paris, 2001.

³ : J. VINCENT, P. GIRAUDON et S. ONNEE, **évaluation d'entreprises**, Pearson, 2009, Paris, p46.

⁴ : A. THAUVRON, **évaluation d'entreprise**, 2eme édition, ed economica, Paris, p11.

*En revanche, si l'entreprise est en cours de fonctionnement : c'est la valeur d'usage, elle n'est significative que pour les actifs qui concourent à l'exploitation, les actifs hors exploitation en sont exclus. Ils n'ont qu'une valeur de liquidation.

La valeur intrinsèque est mesurée par le coût d'acquisition au coût historique.

- L'entreprise est un actif financier : sa valeur est en fonction de la rémunération globale qu'elle procure, bénéfice et plus-value potentielle : c'est la valeur de rendement.

- L'entreprise est un arbitrage entre la renonciation à la liquidité à un moment donné et l'espérance de flux financiers dans le future, c'est la valeur actuelle dite économique.

La valeur est principalement fondée sur la notion de rareté et celle d'utilité.¹

Elle est subjective puisqu'elle dépend de l'aptitude du bien évalué à satisfaire les besoins de son utilisateur.

Le prix est une donnée objective : sur les marchés organisés, le prix résulte de la confrontation de l'offre et de la demande.

Le prix d'une entreprise est sa valeur d'achat ou de vente sur le marché des transactions d'entreprise dans les opérations de gré à gré, comme la cession ou l'acquisition totale ou partielle d'une entreprise, le prix relève, dans un contexte donné, de la négociation entre l'acheteur et le vendeur motivé l'un à l'autre par des intérêts généralement divergents².

La valeur est une possibilité, le prix est une réalité et ne se forme qu'à l'instant de l'accord entre vendeur et acheteur. Il n'y a pas coïncidence entre la valeur et le prix sauf dans le cas de marché de concurrence à peu près parfaite. A partir d'une estimation de la valeur, il est presque sûr que la libre négociation résulte ensuite un prix qui sera différent. Cela est normal et ne signifie en aucune façon que l'estimation est erronée.³

La valeur ne devient un prix que lorsqu'il y a eu transaction.

a/ L'évaluation à l'égard de l'acheteur et du vendeur :

Lors d'une cession ou d'une reprise d'entreprise, l'évaluation de celle-ci est un préalable à toute négociation portant sur le prix et les modalités de l'opération.

Le vendeur de l'entreprise cède un bien qui est d'une nature particulière : une entreprise avec sa notoriété, la qualité de ses dirigeants et du personnel, son organisation, le portefeuille de clients, la qualité des fournisseurs, des résultats bénéficiaires. Donc l'approche du chef d'entreprise pour la valorisation de son entreprise n'est pas purement financière ; il s'y ajoute une très grande part d'affectivité.

¹ : H. CHRISTIAN, *analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes*, Vuibert, 2008, p319.

² : Idem.

³ : A. THAUVRON, op cit, p 12.

Le repreneur à une altitude plus détaché par rapport à l'entreprise, il a étudié en détail, a examiné avec ses conseillers la validité du projet de reprise, a entamé une réflexion stratégique pour les prochaines années. Il souhaite donc valoriser l'entreprise à un niveau correspondant à l'évaluation qu'il établit lui-même ou qu'il a fait établir par des spécialistes. Il convient dans ces conditions que le prix payé ne soit pas trop élevé. En effet, il lui faut assurer non seulement le financement de la reprise, mais également le financement de l'activité courante et surtout son développement.

b/ Prix à l'égard du cédant et du repreneur :

Pour déterminer le prix, il est nécessaire de procéder à l'évaluation de l'entreprise à céder. Le prix de cession dépend de l'offre et de la demande. L'évaluation constitue une base lors de la négociation. Elle offre une première indication indispensable mais qui ne suffit pas. Le prix de transaction dépend de multiples facteurs :

- L'évaluation du cédant ;
- L'évaluation du repreneur ;
- L'offre et la demande au moment de la négociation ;
- La conjoncture économique ;
- Les facteurs juridiques et fiscaux ;
- Le financement assuré de l'opération ;
- les garanties réciproques obtenues de part et d'autre ;
- les conditions de paiement.

Il existe un écart entre le montant de l'évaluation et le prix retenu après une négociation, cet écart peut varier (de 10 % à 20 % en plus ou en moins) et peut être plus ou moins important selon le contexte de l'opération, notamment l'existence ou non d'une concurrence entre acquéreurs, le degré d'urgence de la transaction, le degré de liberté du vendeur et le prix minimum exigé.¹

III/ Les éléments créateurs de valeur au niveau de l'entreprise:

Les principaux facteurs d'attraits d'une entreprise sont:²

- Une localisation géographique attractive;
- Un marché en développement;
- L'existence de barrière à l'entrés vis-à-vis des nouveaux entrants;

¹ : H.CHRISTIAN, op cit, p 319.

² : J.MARC, . Thomas, *évaluer et céder son entreprise*, Eyrolles, p 66-67.

- Une bonne notoriété de l'entreprise sur son marché;
- Une offre distinctive permettant de disposer d'un avantage concurrentiel;
- L'appartenance de l'entreprise à un réseau national ou international ;
- La récurrence du chiffre d'affaires (contrats clients à long terme, formule d'abonnement);
- Une bonne visibilité sur le chiffre d'affaires avenir (carnet de commandes bien plein);
- Une faible sensibilité aux évolutions réglementaires et technologiques;
- Une clientèle diversifiée, idéalement par de client pesant plus de 05 % du chiffre d'affaires;
- Une indépendance vis-à-vis des fournisseurs;
- Une faible dépendance vis-à-vis du cédant ;
- Des locaux et du matériel en bon état;
- Le respect des normes réglementaires et de sécurité de toutes natures; (l'entreprise n'est pas responsable de pollution) ;
- Une entreprise structurée sur le plan organisationnel et fonctionnel;
- Un personnel jeune, formé, motivé et fidèle (faible relation du personnel);
- Une absence ou un faible nombre de membres de la famille du cédant dans l'entreprise;
- Un système d'information et des logiciels performants et à jour sur le plan comptable, commercial et production;
- Une rentabilité d'exploitation régulière et de bon niveau par rapport aux concurrents;
- Une situation financière saine (bon niveau de fonds propres, faible endettement, trésorerie positive);
- La stratégie industrielle choisie ou imposée;¹
- Le niveau d'innovation dans les procédés de fabrication et les produits, l'organisation et les systèmes d'information;
- Les investissements matériels et immatériels à réaliser sont importants, pour être compétitif.
- Les avantages fiscaux éventuels (crédit impôt), les conditions de déclaration et de paiement des divers impôts (TVA, impôts de société sont satisfaisantes);
- L'intensité de la concurrence qui a une incidence sur la part de marché et donc sur le chiffre d'affaire futur;

¹ : S. PARIENTE, **analyse financière et évaluation d'entreprise**, 2eme édition, Pearson, Paris2013, p 127.

- La conjoncture économique générale ou encore la force du secteur comparativement aux industries situées en amont ou en aval.¹
- Aspect juridique, le statut de l'entreprise et ses contrats avec les tiers (exemple: contrat de travail, contrat de maintenance du matériel, contrat de leasing...) sont établis correctement ;²
- Aspect comptable: l'entreprise à une comptabilité rigoureusement tenue selon les normes définies par le législateur.

IV/ les acteurs intervenant dans l'évaluation :

A) Les acteurs principaux :

Les deux acteurs majeurs sont : l'acheteur et le vendeur.

En terme juridique, ces deux acteurs sont nommés respectivement le « cessionnaire » et le « cédant ». ³ Leur situation diffère selon qu'il s'agit d'une petite transaction portant sur une minorité de titres ou d'une opération de cession sur une majorité.

a) Le vendeur : Il existe tout un éventail de vendeurs :

- L'entrepreneur personne physique, prioritaire direct de tout ou partie de l'entreprise à céder (cas de patron de PME partant à la retraite). Dans ce cas l'évaluation pourra présenter un aspect affectif, le patron étant souvent le fondateur de la firme ou un descendant proche du fondateur.
- Les héritiers (veuve, enfants ou petits-enfants du propriétaire défunt), ces personnages n'auront pas toujours conscience de la réalité de l'entreprise dont ils héritent. S'ils sont plusieurs, ils peuvent ne pas poursuivre les mêmes objectifs.
- Les managers : salariés ou mandataires d'un groupe, pour lesquels la cession n'est qu'une opération qui doivent la réaliser pour des raisons de rentabilité financières généralement.
- Les petits actionnaires : vendeurs de titres cotés en bourse.

b) L'acheteur : Il peut être une personne qui ne possède pas encore d'entreprise et souhaite acquérir une, ou un patron de PME qui désire accroître la dimension de son affaire, ou bien un groupe qui achète une filiale d'un autre groupe.

¹ : C. A. DUOLAT, **évaluer votre entreprise**, édition Vuibert, paris2007, p 15.

² : Ibid, p 16.

³ : J.C.TOURNIER, J.B. TOURNIER, **évaluation d'entreprise, que vaut une entreprise**, 3eme édition, édition d'organisation, paris 2002, p 14.

c) Le vendeur face à l'acheteur : Le tandem « acheteur / vendeur » est généralement inégal¹ souvent la taille du vendeur est plus faible que celle de l'acquéreur. Ces différences de statut influencent naturellement les résultats de l'évaluation.

Si le face à face acheteur / vendeur est celui d'un directeur délégué par un groupe pour acquérir une PME, affrontant le propriétaire fondateur de celle-ci, le rapport de force n'est pas nécessairement à l'avantage du partenaire le plus puissant.

Les moyens financiers du groupe acquéreur étant souvent dans commune mesure avec la valeur de la PME à céder, le directeur délégué sera enclin à arrondir vers le haut le chiffrage de l'évaluation, laissant au vendeur un prix nettement supérieur à celui qui aurait résulté d'une transaction ou l'affectio personae n'aurait pas joué.

La mise aux enchères d'une société peut entraîner des surenchères découlant de la compétition entre acquéreurs.

- Les limites fixées par le vendeur, en termes de délais de prix de décision par l'acquéreur, contribue à la revue à la hausse de la valeur de l'entreprise à céder. Les rapports de forces peuvent se résumer comme suit :

Schéma1 : les rapports de force entre vendeur et acquéreur²

		Acquéreur potentiel	
		Plusieurs	Un seul
Vendeur	Plusieurs		Evaluation tirée vers le bas
	Un seul	Evaluation tirée vers le haut	Importance de l'intérêt personnel dans l'évaluation

d) Les autres types d'acteurs : Les sociétés cotées en bourse : font l'objet, en permanence, d'évaluation résultant de la fixation du cours de leurs actions. Mais les acteurs sont différents des personnages évoqués plus précédemment. Dans une transaction boursière, les intervenants se présentent sous les aspects suivants :

Le vendeur n'est pas lié à l'entreprise dont il ne détient qu'une infime partie. Il ne la connaît pas mieux que l'acquéreur potentiel. Le détenteur des données est l'entreprise elle-même qui, par sa communication financière, oriente le marché boursier, tandis que les analystes financières jouent un rôle d'experts indépendants. Dans le cas d'une introduction en bourse, c'est l'entreprise qui s'adresse à une multitude d'acquéreurs potentiels.

¹ : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 15.

² : Ibid, p16.

B) Les acteurs auxiliaires :¹

Dès que l'entreprise cible atteint une certaine taille, avant l'évaluation, un organisme d'audit est, en général, diligenté par l'acheteur potentiel, pour s'assurer de la fiabilité des comptes présentés. Ce cabinet peut établir une proposition de prix pour le compte de l'acquéreur.

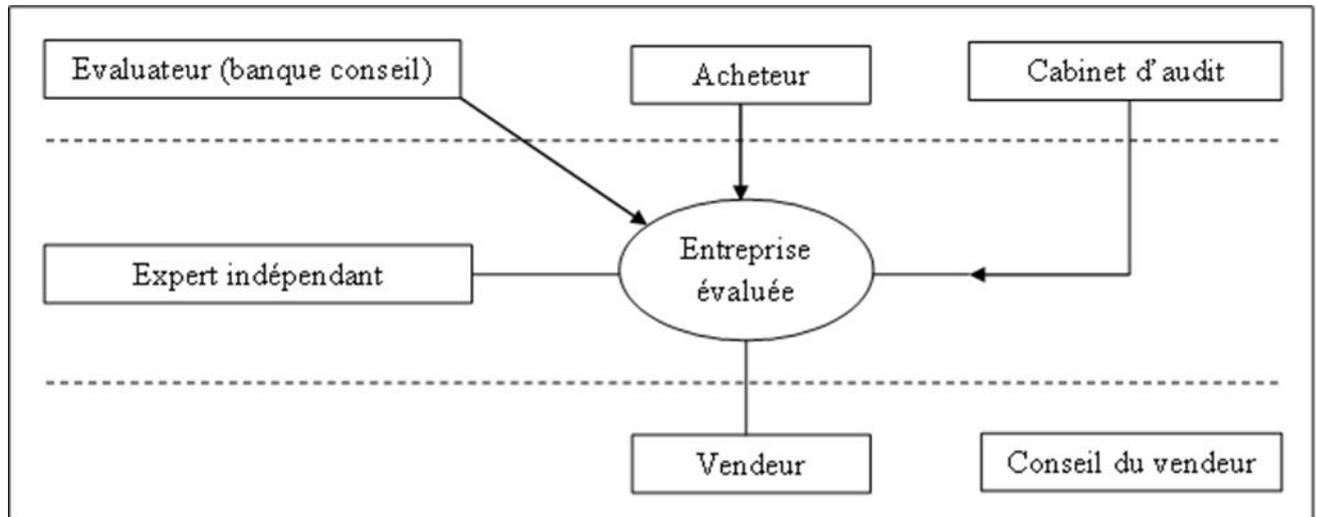
Le cabinet chargé de l'évaluation est un autre auxiliaire habituel d'une transaction importante. Une banque conseil peut être aussi désignée pour cette mission.

Parfois la banque conseil intervient en amont dans la mesure où c'est elle qui propose à l'acquéreur, une entreprise désireuse de vendre.

- L'expert indépendant, est aussi un intervenant dans les opérations de cessions de grande ampleur, liées au marché boursier. Il est chargé d'examiner et de commenter les valeurs proposées par le ou les évaluateurs. Il est en général un cabinet d'audit ou d'expertise financière, ou une banque conseil.

- En aval dans la transaction, interviennent les cabinets d'avocats d'affaires dans les évaluations. Celles-ci ne peuvent pas s'effectuer sans tenir compte des aspects juridiques et fiscaux de la transaction. Ces juristes participent aux opérations comme sous-traitement des banques d'affaires conseil ou des cabinets d'audit.

¹ : Ibid, p16

Schéma2 : Les acteurs d'une opération d'évaluation¹

Dans une transaction classique, les divergences entre vendeur et acheteur ne peuvent être planifiées que par un accord mutuel. En revanche, lors d'une transaction en bourse, l'arbitre naturel est le marché qui ratifie ou refuse le prix proposé par l'acheteur et le vendeur, notamment dans le cadre d'un cours limité.

- Certains de ces acteurs peuvent ne pas exister. Le nombre d'intervenants est proportionnel à l'importance de la transaction.

V/ A qui est destinée l'évaluation

L'évaluation d'entreprise est une pratique régulière dans certains cas, occasionnelle dans d'autres. Selon les circonstances, l'évaluation va s'adresser à différents acteurs et partenaires de l'entreprise :²

- Le chef d'entreprise qui désire améliorer l'efficacité et la performance de son affaire, ou bien qui souhaite céder celle-ci pour différentes raisons : retraite – rachat d'une autre entreprise.
- Les banquiers qui souhaitent d'avantage connaître leur client et mieux appréhender les risques encourus en le finançant ;
- Les investisseurs, partenaires économiques, la valorisation peut leur permettre de valider le choix de cette entreprise comme partenaire ;
- Le futur repreneur de l'entreprise ;
- Les fournisseurs qui, par exemple, envisagent un rapprochement ;

¹ : Idem.

² : C. A. DUOLAT, op cit, p 24.

- Les salariés de l'entreprise (exemple : le cas de fusion – acquisition – restructuration envisager) ;

L'évaluation, de l'entreprise qui les emploie, est un indicateur important pour les cadres qui se voient octroyer des options d'achats ou des bons de souscription d'action.¹

- Le personnel, en particulier les comités d'entreprise, sont concernés par les sujets d'évaluation lors d'opérations de rapprochement dans la mesure où ils doivent être informés et consultés et fournir un avis ;

- Les différents associés, dans le cas d'une augmentation de capital ou lorsqu'ils souhaitent sortir du capital et revendre leurs titres. (Exemple : le cas de conflit interne avec les autres porteurs de parts ou actionnaires) ;

- Le notaire chargé de rédiger des actes de donation partagé incluant des titres de sociétés non cotés ;

- Le fisc, par exemple, pour calculer l'assiette de l'impôt de solidarité sur la fortune ou de droits de mutation, droits de donation, de succession, impôts sur le plus-value ;

- Les héritiers, dans le cas d'une succession.

Si l'évaluation s'effectue à l'occasion d'une transaction portant sur tout ou partie de l'entreprise, les deux principaux utilisateurs sont l'acheteur et le vendeur :

Les préoccupations de l'acheteur sont rarement les mêmes que celles du vendeur et que les différents acheteurs auront des priorités, des objectifs distincts.

- Les analystes financiers :²

Figurent parmi les acteurs qui suivent de plus près l'estimation en temps réel de la valorisation des entreprises qu'ils couvrent. Ils peuvent être classés en plusieurs grandes catégories :

- ❖ Les sell-side : Ils ont pour missions de rechercher et interpréter l'ensemble des informations économiques, stratégiques, comptables et financières propres aux sociétés cotées afin d'établir des prévisions sur leurs résultats et d'en donner une évaluation et ils établissent des recommandations d'investissement.
- ❖ Les buy-side : Réalisent leurs travaux exclusivement par la société de gestion ou l'investisseur institutionnel auquel ils appartiennent, et conseillent les gérants dans leurs décisions d'investissement.

¹ : V. JUGUET, P. GIRAUDON, S. ONNEE, op cit, p 61.

² :Ibid, p 60.

- ❖ Les corporate activités primaires : Travaillent pour une banque d'affaire, et ont pour mission d'appréhender la qualité des sociétés cotées et non cotées – performance, image, intérêt des investisseurs,... etc., en vue de réaliser des opérations de marché.
- ❖ Les corporate private equity : Travaillent pour des investisseurs privés. Ils ont pour mission de valoriser des entreprises cibles potentielles en privilégiant une approche industrielle et stratégique.
- ❖ Les corporate fusions et acquisitions : Sont chargés d'étudier et de trouver des idées de rapprochements, cessions et opérations sur le capital des sociétés et d'envisager leur mise en œuvre.

VI/ Le système d'information et l'évaluation :

Dans un contexte où les échanges économiques sont de plus en plus mondialisés, l'adoption d'un référentiel comptable international (SCF), conforme aux normes IAS-IFRS, est devenue indispensable. Ce nouveau référentiel comptable, implique une nouvelle approche cognitive des réalités économiques,¹ Car il favorise la transparence financière et impose un langage technique universalisé pour l'ensemble des pays qui l'utilise. Il permet d'optimiser les actifs de l'entreprise et révèle ses atouts de compétitivité. Le premier aliment de l'évaluation financière est l'information comptable et financière.²

Le rôle de l'information financière devient de plus en plus complexe ces dernière années, ce qui reflète à la fois la complexité de l'économie réelle et les besoins d'informations pour les utilisateurs (investisseurs et tiers créanciers) .le modèle traditionnel d'information financière fondé sur une approche purement comptable de la performance a évolué, vers une approche intégrant explicitement une référence aux valeurs de marché. Celle-ci signifie la prise en considération des évaluations qui se forment sur les marchés, soit les marchés financiers qui permettent de valoriser les capitaux propres et les dettes financières, soit les différents marchés des biens qui permettent la valorisation des différents actifs de l'entreprise.³

Cette évaluation vise à pallier les insuffisances de la comptabilité en coût historique, c'est-à-dire l'enregistrement des valeurs pour leur coût d'acquisition à l'origine en intégrant la

¹ : A. KADDOURI et A. MIMECHE, **cours de comptabilité financière selon les normes IAS /IFRS et le SCF, ENAG**, Edition, Alger 2010, p10.

² : H. DE LA BRUSLERIE, **analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic**, 5^{ème} édition, Dunod, Paris 2014, p 409.

³ : P. AMADIEU, V BESSIERES, **analyse de l'information financière, diagnostic, évaluation, prévisions et risque**, 2eme édition, economica, Paris2010, p 25.

valeur de marché dans la comptabilité (à travers une comptabilité en « juste valeur » qui constitue un élément essentiel des IFRS, l'introduction de la « la juste valeur » (fair value) devient une norme nouvelle reconnue par l'IAS39 pour les instruments financiers.

Cette juste valeur (faire value), introduite par les IFRS, implique l'utilisation en comptabilité du principe de l'évaluation des actifs et des dettes selon leur valeur de marché ou, si celle-ci n'est pas disponible selon des modèles d'évaluation fondés sur l'actualisation de flux futurs espérés.¹

Avant le référentiel IFRS, le bilan est établi selon le principe des coûts historiques, c'est-à-dire que les éléments constructifs du patrimoine de l'entreprise conservent la valeur d'origine comptabilisée lors de leur entrée dans les comptes). À l'inverse les normes IFRS, sont basées sur la notion de juste valeur, c'est-à-dire une évaluation de la valeur réelle de chaque élément à chaque inventaire comptable. L'évaluation devient donc un processus dynamique, impactant tous les autres processus d'évaluation subséquent (plan d'amortissement et de perte de valeur,...).

Selon le référentiel IFRS, « la juste valeur est le montant pour lequel un actif pourrait être échangé, ou un passif éteint, entre parties bien informées, consentes, et agissant dans des conditions de concurrence normale ».

Cette définition explique une comptabilité qui répond en priorité aux besoins d'information des investisseurs. C'est une évaluation qui privilégie la valeur de marché, qui correspond à la valeur actualisée de flux de trésorerie futur anticipé. Elle exprime la vision de la comptabilité avec une mission d'évaluation économique, à travers des réévaluations régulières (à chaque clôture d'exercice), et selon une logique d'anticipation.

Les normes IFRS prévoient de nombreux cas, correspondant à l'évaluation à la juste valeur²

- Les immobilisations corporelles peuvent être évaluées au coût historique ou à la juste valeur(IAS16) ;
- Dans certains cas les immobilisations incorporelles, peuvent être évaluées à leur juste valeur (IAS38) ;
- Les actifs biologiques, plantes et animaux vivants, ainsi que la production agricole doivent être évalués à leur juste valeur à laquelle on enlève les coûts de ventes estimés (IAS41) ;

¹ : Idem.

² : Ibid p39.

- Les actifs et passifs financiers (hors titres de participation, titres et instruments émis par l'entreprise) qui sont cotés et destinés à être échangés doivent être évalués à leur juste valeur (IAS 39).

La norme IAS 39 – instruments financiers :¹

La norme IAS 39 impose à toutes les entreprises, industrielles comme financières, cotées ou non cotées, au niveau de comptes sociaux comme des comptes consolidés, d'explicitier à minima en annexe la valeur de marché des instruments financiers.

L'évaluation en juste valeur des actifs financiers dépend de catégories qui font référence à la volonté de détention des dirigeants de l'entreprise, en particulier la notion d'actif détenue pour transaction. Les passifs financiers sont évalués à la juste valeur en ce qui concerne les dérivés, les autres relèvent du coût historique. L'enregistrement en juste valeur signifie la prise en compte des plus ou moins-values potentielles.

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 386.

Tableau 1 : Evaluation des actifs et des passifs financiers ¹

Instrument financier	Estimation	Comptabilisation de la variation de valeur
Actifs détenus jusqu'à leur échéance (par ex. obligations, si intention de détention)	Coût historique amorti	Aucune comptabilisation, sauf éventuelle dépréciation du risque de crédit par le compte de résultat (produits financiers de l'exercice calculés au taux d'intérêt effectif)
Actifs détenus à des fins de transaction (par ex. valeur mobilière de placement) ou désigné FVTPL	Juste valeur	En résultat
Actifs disponibles à la vente (par ex. titre de participation non consolidé, TIAP, autres titres immobiliers ou de placement non détenu pour transaction)	Juste valeur	En capitaux propres, sauf si dépréciation durable auquel cas comptabilisation directe en résultat via une décote du titre qui modifie sa valeur historique d'entrée
Prêts et créances émis par l'entreprise (par ex. créances commerciales ou autres)	Coût historique amorti	En résultat si dépréciation
Instrument dérivés de taux (hors opérations de couverture)	Juste valeur	En résultat
Instrument dérivé de taux en couverture de juste valeur	Juste valeur	En résultat
Instrument dérivé de taux en couverture de flux de trésorerie et instruments dérivés de change en couverture d'un investissement net à l'étranger	Juste valeur	En capitaux propres pour la partie efficace de la couverture. En résultat pour la partie inefficace
Passifs à fins de transaction ou désignés FVTPL	Juste valeur	En résultat
Autres passifs	Coût historique amorti	
Dérivés de crédit	Juste valeur	En résultat
Garanties	Juste valeur	En résultat

FVTPL : Fair value to profit and loss.

¹ : Idem.

L'information financière publiée par l'entreprise est essentiellement contenue dans les comptes annuels et les éventuels documents intermédiaires. Ces comptes décrivent l'impact des opérations réalisées par l'entreprise sur sa situation patrimoniale ainsi que sur ses résultats et sa trésorerie. Ils retracent ainsi l'histoire financière récente de l'entreprise. Malgré leur caractère historique, ils fournissent une information précieuse permettant de cerner le fonctionnement de l'entreprise et son potentiel actuel afin d'anticiper ses performances futures.¹

La politique de l'information financière prend une résonance de plus en plus grande. Elle ne se limite plus à véhiculer une information aux actionnaires, mais son objet est plus large, il s'agit d'informer les prêteurs, au tout premier rang les banques, les investisseurs financiers, les salariés, les pouvoirs publics et de construire une image de marque financière à l'entreprise.

Les utilisateurs diversifiés de l'information financière ont des objectifs différents mais pas forcément divergeant. Les outils d'analyse qu'ils privilégient ne sont pas les mêmes, les méthodes d'évaluation non plus. La démarche suivie sera différente selon que l'objectif de l'analyse financière est d'évaluer les capitaux propres d'une entreprise pour une introduction publique en bourse, d'évaluer une PME en situation de conflits ou de difficultés, de mettre en place un montage financier et fiscal au profit d'un repreneur, ou encore s'il s'agit de mener un audit annuel.²

VII/ Le rôle de la comptabilité dans l'évaluation :

En prenant en considération l'efficacité des marchés financiers, le cours de l'action offre en permanence une indication fiable de la valeur de l'entreprise.³ La rentabilité boursière qui mesure la variation relative du prix de l'action, permet alors d'apprécier la valeur que l'entreprise a créé ou détruite sur un horizon déterminé. Si la valeur créée peut être simple à déterminer lorsque l'entreprise est cotée en bourse, elle est plus difficile à appréhender quand l'entreprise n'est pas cotée, puisque on ne peut plus alors se référer à un prix de marché et donc les états financiers produits par le système comptable peuvent constituer un bon substitut à l'évaluation par le marché financier dans la mesure où ils fournissent une information utile

¹ : P. AMADIEU, V. BESSIERES, op cit, p 41.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 386.

³ : P. DUMONTIER, «information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas», revue française de gestion, n° 122, février 1999, p 99.

pour apprécier la valeur de l'entreprise avec suffisamment d'acuité et ils offrent une image de la réalité de l'entreprise.¹

Le rôle de la comptabilité n'est pas seulement l'enregistrement de transactions, mais également l'appréhension de phénomènes qui impliquent des évaluations, par exemple : les dépréciations de stocks ou les amortissements d'immobilisation. Elle attribue des valeurs, qui sont le fruit de jugement et de choix, et qui auront des conséquences sur la perception de la performance.²

La comptabilité est conçue de façon à répondre en priorité aux besoins d'information des investisseurs. La juste valeur ne concerne pas la totalité des actifs et dettes mais elle imprime une vision radicalement différente du rôle de la comptabilité qui est investie explicitement d'une mission d'évaluation économique, en particulier à travers plusieurs aspects essentiels.

Premièrement, la constatation de réévaluations devient régulière (à chaque clôture) alors que les évolutions de valeur antérieurement constatées, se limitaient aux dépréciations. Deuxièmement, ces évaluations sont conduites selon une logique anticipation à travers les modes d'évaluation proposés par la norme. Troisièmement, elles s'inscrivent au moins partiellement dans une conception holiste de l'entreprise à travers la définition d'unités génératrices de trésorerie (groupes d'actifs générant des flux de trésorerie indépendants), auxquelles s'appliquant les modèles d'évaluation.

Enfin, la variation de valeurs transite par le compte des résultats. (Tout au moins dans certains cas).³

VIII/ Les raisons de l'évaluation:

Pour quoi évaluer une entreprise ?

L'évaluation d'une entreprise intervient lors de multiples circonstances. Les principaux cas d'évaluation sont:

¹ : P. DUMONTIER, op cit, p 105.

² : P. AMADIEU, V.BESSIERES, op cit, p 20.

³ : Ibid, p25

A- Réaliser un investissement ou acquisition:**a) à caractère industriel:**

Il s'agit d'acquisition et d'évaluation d'entreprise, un investisseur / acquéreur procède à un investissement de longue durée dans une entreprise dont il achète un pourcentage significatif du capital ou la majorité de ce dernier, la portion des titres acquis lui permettra d'intervenir plus ou moins librement dans la gestion de la société, l'objet de la transaction.

L'évaluation de l'entreprise inclut donc une prime de contrôles, que doit acquitter l'acquéreur en vue de détenir le contrôle de l'entreprise.¹

Dans ce cas, l'évaluation peut être approfondie. L'ampleur des travaux d'évaluation dépend de la dimension de la transaction, de l'importance de la firme, et du pourcentage du capital à acquérir.

b) à caractère financier:

Un investissement à caractère financier se distingue en général du cas précédent par le niveau plus restreint de la part acquise. L'acquéreur cherche à obtenir un rendement ou une plus-value sur la portion d'entreprise achetée. Il ne vise donc pas une immobilisation à long terme de son "placement".²

Un investissement financier peut être la simple acquisition d'actions en bourse par un particulier ou un institutionnel. Ça peut être aussi un faible pourcentage acquis en direct, hors marché financier dans le cas d'une entreprise non cotée.

B- Désinvestissement ou bien cession:

Le vendeur peut céder son entreprise dans deux situations principales:

- Céder une petite entreprise à un groupe important;
- Céder une entreprise en difficulté, et dans ce cas le vendeur est souvent obligé d'accepter l'évaluation de l'acquéreur à moins qu'il ne puisse susciter une sur enchère entre plusieurs candidats à la reprise.

En général, la logique d'évaluation dépend souvent de la situation des acheteurs au vendeur, ainsi l'évaluation ne prendra pas la même importance selon qu'il y a un vendeur et plusieurs acheteurs ou, dans le cas extrême inverse, un acheteur ayant le choix face à de nombreux vendeurs plus au moins en concurrence.

Dans le cas de la cession, les deux parties (Acheteur et Vendeur) doivent réaliser leur propre évaluation car leurs intérêts sont divergents et la valeur attribuée à l'entreprise est

¹ : C. A. DUOLAT, op cit, p 49.

² : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 4.

déférente, le vendeur ayant intérêt à ce que le prix soit le plus élevé alors que l'acquéreur est tenté d'offrir le prix le plus faible possible.

Le vendeur aura tendance à regarder ce qu'il a construit (alors que l'acquéreur est plus intéressé par l'avenir) au cours du temps et le patrimoine qui s'est accumulé, pour cela il privilégiera une approche patrimoniale, alors que l'acquéreur plus intéressé par l'avenir et utilisera une méthode actuarielle.¹

C- Evaluer l'entreprise dans le cas d'une succession :

Dans cette situation, il y a un changement de propriétaire familial mais pas de cession.

L'évaluation est faite pour le calcul des droits de succession.

L'évaluation est en grande partie régie par les méthodes de l'administration.²

D- Déterminer un cours pour l'introduction d'une société en bourse:

L'évaluation réalisée dans ce cas est influencée par le souci des dirigeants de réussir l'introduction au regard des conditions du marché financier à ce moment-là.

Puisque la société n'est pas cotée, il n'existe pas de valeur de marché la concernant, ce qui conduit tant la société que les investisseurs à pratiquer l'évaluation. Pour la société, il s'agit de fixer le prix d'introduction ou le prix minimal de cession. Pour les investisseurs, l'objectif est de mesurer l'intérêt de participer à l'opération.

Lors d'une offre publique, l'initiateur de l'opération propose aux actionnaires de la cible de leur racheter leurs actions. Ceci suppose qu'ils ont au préalable valorisé la cible afin d'offrir un prix qui soit à la fois attractif pour les actionnaires, tout en leur permettant de réaliser un gain. Quant aux actionnaires de la cible, ils sont amenés à comparer le prix qui leur est proposé à la valeur qu'ils attribuent à leurs actions afin de décider de les apporter ou non à l'offre publique.

Lors d'une augmentation de capital d'une société non, cotée, le prix d'émission des nouvelles actions doit être établi sur la base de la juste valeur des actions en circulation, ce qui nécessite encore une évaluation.³

E- Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés:

L'établissement des parités d'échange implique de valoriser les différentes sociétés parties prenantes à l'opération.⁴

¹ : R. THAUVRON, op cit, p 12.

²: J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 5.

³ : R. THAUVRON, op cit, p 13.

⁴ : Idem.

Cette évaluation peut revêtir un aspect particulier lorsque la fusion s'effectue entre deux sociétés détenues en totalité par un même dirigeant. Ce sont parfois plus des considérations comptables et fiscales que des soucis financiers et économiques qui seront pris en compte. Ce cas est rencontré souvent au sein de groupes de petites tailles, qui se restructurent au plan juridique pour simplifier leur présentation vis-à-vis des tiers.¹

F- Mesurer en interne la qualité de la gestion:

Un mode d'évaluation de performance des dirigeants consiste à mesurer périodiquement la valeur de l'entreprise dont ils assurent la gestion pour constater les variations de cette valeur.² Si l'évaluation est positive, la gestion est satisfaisante, la situation inverse indique une tendance négative.

Les techniques d'évaluation peuvent donc être utilisées dans le cadre d'un pilotage de l'entreprise par la valeur. Il s'agit d'un mode de management qui consiste à rechercher quels sont les principaux inducteurs de valeur d'une entreprise, et à prendre les décisions qui permettent sa maximisation.³

G- Restructuration:

La réorganisation d'une entreprise in boni ou en difficulté donne lieu à une estimation, à cet instant précis, de la valeur de l'ensemble de ses actifs et de ses passifs, dont in fine de ses titres.⁴ Dans ce cas, l'ensemble des intervenants à besoin de s'appuyer sur une valorisation de l'entreprise afin de justifier son action:

- Les actionnaires de la maison mère appelés à valider la cession d'un ou plusieurs segments d'activités;
- Le dirigeant actionnaire, pour justifier un nouvel investissement personnel dans son outil de production;
- Un établissement financier prêteur pour justifier la restructuration de la dette qui peut passer par une capitalisation (transformation des titres de dette en titres donnant accès au capital immédiatement: action, ou ultérieurement : obligation) d'une partie de son encours ;
- Des investisseurs extérieurs appelés à entrer au capital de l'entreprise à l'occasion d'une augmentation de capital;

¹ : C. HOARAU, **analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes**, Vuibert, 2008, p 52.

² : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 6.

³ : A. THAUVRON, op cit, p 13

⁴ : V. JUGUET, P. GIRAUDON et S. ONNEE, op cit, p 52.

- Un administrateur judiciaire nommé lors d'un redressement judiciaire et appelé à décider de l'avenir d'une entreprise incapable, temporairement ou durablement, de faire face à ses dettes exigibles.
- Le même administrateur, appelé à choisir la meilleure offre destinée au maintien de l'activité par une cession totale ou partielle de l'entreprise placée en liquidation.

H- Évaluation annuelle dans le cadre de l'impôt de solidarité sur la fortune:

La valeur de l'entreprise sert d'assiette à plusieurs impôts, qu'ils s'agissent de droits de mutation, des droits de succession ou de l'impôt de solidarité sur la fortune. L'évaluation annuelle des participations du chef d'entreprise et les autres actionnaires, familiaux ou investisseurs, dans une entreprise peut s'avérer nécessaire, pour calculer leur patrimoine taxable et l'impôt dû et pour être en mesure de justifier ce montant en cas de demande d'information ou de contrôle de l'administration fiscale.¹

I- Bilan patrimonial:²

Un chef d'entreprise peut souhaiter à certaines étapes clefs de sa vie, réaliser un bilan patrimonial de l'ensemble des biens dont il dispose, afin d'appuyer ses décisions de diversification patrimonial, d'investissements ultérieurs ou de réalisations (cession). Cette évaluation annuelle, souvent réalisée par plusieurs cabinets indépendants, sert alors de référence admise par tous et utiliser pour toutes opérations de cession est systématique dans les grands groupes familiaux :

- Non cotés en l'absence de références tangibles de la valeur de leur groupe;
- Ou cotés, afin d'appréhender, une approche de valorisation déconnectée de facteurs conjoncturels, temporaires ou "systématiques".

IX/ Les avantages de l'évaluation :

Il est important pour un chef d'entreprise, de savoir à n'importe quel moment combien vaut son entreprise.

Cette évaluation est un préalable à une meilleure gestion³ d'une part, et d'autre part cela va le placer en position de réactivité face aux nombreuses opportunités qui peuvent se présenter (exemple: offre de partenariat, de rapprochement, de reprise etc. ...), et enfin, cette évaluation peut l'aider à préparer la cession de son entreprise (exemple: cause de retraite).

¹ : Ibid, p53.

² : Idem.

³ : C.A. DUOLAT, op cit, p 16.

A) L'évaluation, une information essentielle pour le dirigeant:

La connaissance de la valeur de l'entreprise peut être utile pour un chef d'entreprise, pour:

- Sa propre information et lui permet de se situer sur le marché;
- Mieux maîtriser la gestion et le développement de son affaire et faciliter la recherche de nouveaux financiers ou investisseurs ;
- Entreprendre la recherche d'un repreneur.

B) Connaitre la valeur de l'entreprise sur le marché:

Pour les grande entreprises cotées en bourse, la valorisation est aisée, il suffit d'avoir le cours de bourse pour connaître la valeur de l'affaire : la valeur boursière ou capitalisation boursière est égale au cours de bourse multiplié par le nombre d'action composant le capital social.

- Pour les TPE et les PME, leur marché est atomisé et peu structuré, et il est difficile de connaître le montant des transactions.¹

1/ Être prêt à répondre à toute proposition éventuelle:

Dans un environnement économique incertain où il est difficile de gérer et de prévoir à long terme, le dirigeant d'entreprise doit être prêt à réagir rapidement si une opportunité se présente.

Valoriser son entreprise va le placer dans une position favorable dans l'éventualité d'une proposition de partenariat ou de reprise.

2/ Céder l'entreprise et chercher un repreneur:

La valorisation de l'entreprise est un facteur de stratégie pour l'avenir; si le dirigeant envisage de céder son entreprise parce qu'il souhaite se retirer, une autre orientation ou changement de métier, il faut absolument qu'il procède à la valorisation de son entreprise avant d'entamer une négociation avec un futur repreneur, la valorisation l'aide beaucoup en faisant gagner du temps dans sa recherche, c'est une démarche positive pour le dirigeant qui souhaite assurer la pérennité de sa société.

C/ Faciliter le développement de l'affaire et obtenir les financements:

Le processus de l'évaluation conduit, en effet, à étudier de très près tous les aspects positifs et négatifs de l'entreprise, à en tirer des stratégies d'amélioration et à projeter l'entreprise dans l'avenir en présentant des prévisions financières (portant sur les résultats

¹ : Idem.

attendus et les financements à programmer). Après ses travaux préalables, des méthodes spécifiques sont appliquées pour déterminer des fourchettes de valeur de l'entreprise.

1- Obtenir des prêts bancaires:

Cette approche constructive devrait plaire aux banquiers et favorise l'obtention de fonds pour financer de nouveaux investissements.

2- Faire entrer des partenaires financiers dans le capital de l'entreprise:

Si l'entreprise se développe fortement et qu'elle cherche de nouvelles sources de financement, il est indispensable de fournir à de nouveaux partenaires financiers, des éléments chiffrés concernant la valeur de l'entreprise. En fonction de celle-ci, les investisseurs éventuels pourront s'intéresser ou non à l'affaire par ce qu'ils veulent s'assurer de la rentabilité, de la solidité financière et des perspectives de croissance de la société cible. Ils veulent mesurer leurs risques et attendent relativement à brève échéance (deux ou trois ans) l'opportunité de réaliser des plus values lors de la revente de leurs titres.

3- Fixer la valeur des titres en cas d'augmentation du capital en numéraire:

Dans le cas d'une augmentation du capital de l'entreprise, l'évaluation permet de fixer un prix pour les nouveaux titres à proposer aux actionnaires actuels et à d'éventuel nouveaux actionnaires ou porteurs de parts.

4- Développer l'entreprise par croissance externe:¹

Dans le cas du développement de l'entreprise en rachetant une autre entreprise, l'évaluation qui résulte d'un bon plan d'affaire minutieusement préparé et réalisé permet de convaincre les banquiers pour le financement de cette opération on leur donnant une confiance et leur incitant à accorder les financements souhaités.

Pour se comparer à la société à acquérir, il faudra également déterminer la valeur d'acquisition de celle-ci.

D- Mieux piloter l'entreprise:

La valorisation de l'entreprise rend plus efficace la gestion de celle-ci. Savoir ce que vaut l'entreprise permet de la situer sur le marché et d'orienter sa stratégie. Grâce à l'évaluation, le dirigeant dynamise le management de son entreprise, repère les éventuelles insuffisances, et va tout faire pour les surmonter et décider de nouveaux moyens d'action. L'évaluation permet de repenser la stratégie de l'entreprise et de la rendre plus performante.

¹ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, **valorisation d'entreprise et théorie financière**, éditions d'organisation, Paris 2004, p 64.

E- Introduction de l'entreprise en bourse:

Si l'entreprise atteint une certaine taille, il peut être envisagé de la faire coter en bourse et, dans ce cas, une évaluation est indispensable pour calculer le cours d'introduction du titre sur le marché.

Les sociétés cotées souhaitent piloter leur cours de bourse et l'analyser au regard de leur valorisation économique et financière fondamentale.¹ Ceci leur permet de prendre les mesures nécessaires afin de corriger une cotation non optimale par le biais d'action de communication (exemple: annonce d'une nouvelle stratégie, modification de la politique de distribution de dividendes, ...) ou bien déterminer le moment le plus approprié pour réaliser des opérations en capital.

F- Se conformer à la législation fiscale:

L'entreprise est un bien patrimonial et l'ensemble des actions ou parts qui composent son capital doivent être évalués.

La valeur des titres constitue l'assiette d'un certain nombre d'impôts, droit d'enregistrement, droits de mutation lors d'une donation ou d'une succession, plus-values lors de cession de titres, IFS (Impôts de solidarité sur la fortune).

¹ : Ibid, p 65.

Section II : Evaluation au sein de L'entreprise

I/ Le choix de la méthode d'évaluation:

L'objectif de l'évaluation est de déterminer une fourchette de valeurs de l'entreprise pouvant servir de base au démarrage d'une négociation concernant la démarche, il n'est pas possible de définir une méthode universelle destinée à évaluer la valeur d'une entreprise pour plusieurs raisons.¹

Chaque entreprise présente un cas particulier auquel on ne saurait appliquer sans discernement des directives générales.²

La situation particulière de chaque entreprise détermine la procédure d'évaluation.

Selon l'activité de l'entreprise et les objectifs recherchés par son éventuel acquéreur, la ou les méthodes à mettre en œuvre et les points clés à étudier seront différents d'une société à l'autre.

Nous citons quelques axes de réflexion permettant d'identifier la méthode la plus adaptée au contexte:

- L'entreprise à évaluer est-elle en continuité d'exploitation?
- Si tel n'était pas le cas, la valeur liquidative serait alors recherchée;
- L'entreprise est-elle une entreprise essentiellement patrimoniale?
- La méthode de l'actif net réévaluée pourra être privilégiée, et c'est le cas des TPE ;
- Est-il possible d'extrapoler des données du passé pour évaluer l'entreprise? Des méthodes reposant sur la rentabilité de l'entreprise seront à priori privilégiées ;
- L'entreprise à-t-elle un système de prévisions cohérent et pertinent ? Dans ce cas, une approche reposant sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie pourra être envisagée ;
- Es-ce que l'entreprise est mature, a une politique de distribution de dividende récurrente. Alors une évaluation à partir de l'actualisation des dividendes peut être envisagée ;
- Existe-t-il des transactions comparables dont les données sont suffisamment accessibles et publiques pour que des raisonnements par analogie puissent être mis en

¹ : M. BENOSMANE, « formes et limites d'application des méthodes d'évaluation des entreprises », la revue du CENEAP, n13, 1999 p83.

² : A.FARBER, M.P. LAURENT, K. OOSTERLINK, H. PILROTTE, **finance**, 2^{ème} édition, Pearson, Paris, p 83.

œuvre? Ou bien l'entreprise est-elle d'une taille suffisante pour qu'une recherche éventuelle d'entreprise comparable soit réalisée sur le marché boursier ?¹

a/. Le choix d'une méthode d'évaluation, présume:

- D'avoir synthétisé les forces et les faiblesses de l'entreprise;
- De recenser les critères d'estimation de la valeur;
- D'apprécier l'adéquation du modèle choisi aux caractéristiques de l'entreprise².
- La synthèse des forces et des faiblesses de l'entreprise a été effectuée lors du diagnostic.

b/ Les critères d'estimation:

Quatre critères se retrouvent dans toute estimation d'entreprise:

- La valeur des éléments incorporels;
- La persistance de la rente ou survaleur;
- Le taux de capitalisation ou d'actualisation;
- Le risque d'exploitation.³

c/ L'adéquation du modèle choisi aux caractéristiques de l'entreprise:

Deux cas de figures peuvent se présenter:

- Entreprise saine.
- Entreprise en difficulté.

Les méthodes d'évaluation ne conviennent pas à tous les contextes ni à toutes les entreprises que l'on cherche à évaluer. L'utilisation des méthodes d'évaluation sera différente pour une entreprise saine et pour une entreprise en difficulté

Compte tenu du nombre important de méthodes d'évaluation, les spécialistes utilisent plusieurs types d'évaluation afin de les recouper et obtenir aussi un "nuage" de valeur ou des fourchettes d'estimations⁴ et de comparer le résultat de plusieurs approches, méthodes multicritère.

Il n'existe pas de méthode infaillible dégageant une valeur unique. De nombreux paramètres vont avoir un impact sur le montant de l'évaluation, par exemple, les retraitements de la valeur de certains actifs (pour la valeur patrimoniale), les prévisions financières et la

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 14/10/2017.

² : M. BEOSMANE, op cit, p 83.

³ : Ibid, p 8.

⁴ : C. A. DUOLAT, op cit, p 169.

durée de la période de référence pour la méthode DFC (flux de trésorerie actualisés), le taux d'actualisation retenu (dans la méthode de capitalisation du résultat), ou le choix de coefficients multiplicateurs (méthode des multiples).¹

Certains experts font des moyennes de valeurs obtenues selon plusieurs méthodes, la valeur patrimoniale (actif net corrigé) et d'une valeur de rentabilité (bénéfice net).

L'expert va privilégier une ou plusieurs méthodes qu'il jugera pertinentes en fonction de la taille de l'entreprise et de son secteur d'activité.²

Si l'entreprise dispose d'actifs importants, l'approche patrimoniale semble intéressante par contre, si elle n'a pas d'actifs, cela ne signifie pas qu'elle ne vaut rien, (exemple: société de conseils) car elle peut avoir un savoir faire et une notoriété qui peuvent être valorisés. La plus part des sociétés de la nouvelle économie sont déficitaires au départ, mais peuvent par la suite dégager des bénéfices importants.

Le choix de la méthode d'évaluation dépend du type d'entreprise et de ses caractéristiques. D'amodaran (2011), identifie plusieurs variables :³

- La cotation sur un marché financier;
- Le secteur d'activité ;
- La taille (chiffre d'affaires, nombres d'employés);
- Le type d'actif immobilisé (incorporel, corporel ou financier);
- Le niveau de rentabilité et de marge opérationnelle;
- Taux de croissance du chiffre d'affaires;
- Intensité capitalistique de l'entreprise;
- La politique de dividende.

II/ Les informations à collecter pour réaliser une évaluation :

L'entreprise est une somme de facteurs agencés en vue de produire des biens ou des services et de les échanger sur un marché et de dégager un résultat. Il convient de rassembler des données sur tous les aspects avant de porter un jugement de valeur sur l'entreprise. L'information économique, financière, juridique et fiscale constitue la matière première de toute évaluation. Ces informations sont soit à l'extérieur de l'entreprise soit au sein même de l'entreprise :

¹ : Idem.

² : Ibid, p 172.

³ : J. E. POLARD, F. IMBERT, **guide pratique d'évaluation d'entreprise**, EYROLLES, Paris 2013, p 115.

a/ Les informations collectées à l'extérieur de l'entreprise : il s'agit de :

- Marché de l'entreprise à évaluer ;
- Situation actuelle de l'environnement économique et financier ;
- Des informations économiques et financières sur les principaux concurrents.

Ces informations peuvent être disponibles soit dans la presse économique et financière, soit chez les syndicats professionnels dont dépend l'entreprise.

b/ Les informations collectées au sein de l'entreprise :

- Les données relatives à la gestion : Les données économiques globales concernant la place de l'entreprise dans son secteur, son marché, les caractéristiques de ses produits, l'évolution probable. On peut s'interroger sur la stratégie de la firme et son adaptation à l'évolution de l'environnement.¹
- Les données humaines et la structure interne sont importantes, le fonctionnement de l'entreprise et l'usage de son potentiel de produit, ces données sont à la fois objectives (inventaire des moyens) et subjectives (exemple : climat social).
- Les données techniques : sont celles qui interviendront directement dans les calculs d'évaluation.
 - un inventaire détaillé de tous les biens, meubles et immeuble doit être établi, et doit être accompagné d'informations sur l'état des biens (niveau d'usure, obsolescence, productivité ...) et les conditions d'utilisation afin de connaître éventuellement la capacité de production utilisée.
- Données commerciales : doivent être particulièrement orientées vers l'avenir, tels que la valeur du produit et de son marché, l'évolution attendue des ventes.

L'évaluateur s'intéresse aux : -référentiel comptable utilisé pour établir les données de l'entreprise, à la façon dont les principes comptables sont appliqués et notamment aux politiques suivies en matière d'amortissement, et de dépréciation ;

En dehors des comptes, il s'intéresse à tous les éléments disponibles relatifs à la trésorerie et au financement de l'entreprise.²
- Les données financières : permettent de faire un diagnostic sur la situation financière et les performances.

¹ : P.CONSO, F.HEMICI, **l'entreprise en 20 leçons, stratégie, gestion, fonctionnement**, Dunod, Paris2001, p 336.

² : F.LEFEBVRE, **Évaluation financière expliquée**, principes et démarche, CNCC, 2011, p32, <http://fr.calameo.com/read/0026983986fe95e273777>, consulté le 14/10/2017.

- Le cadre juridique et la situation fiscale : outre les informations de caractère formel sur la société, la répartition du capital et les statuts sont aussi des informations essentielles.¹
- les statuts fournissent des informations sur les privilèges accordés à certains actionnaires et en particulier sur les conditions de répartition des bénéfices.

Il faut aussi recenser les contrats qui engagent l'entreprise sur une durée plus ou moins longue. Parmi les principaux contrats, on notera :

- Les contrats de leasing ;
- Les contrats de location (locaux pris ou donnés en location) ;
- Les contrats de prêts et d'emprunts ;
- Les accords sur prêts ou crédit en compte courant ;
- Les accords avec d'autres entreprises dans le cadre d'actions commerciales ou industrielles (exemple : groupement d'intérêt économique) ;
- Les accords de services ;
- Les licences et brevets.

La situation du contentieux est également importante, car elle met en cause la consistance du patrimoine de l'entreprise (procès en cour). Les garanties et cautions données engagent la responsabilité financières de l'entreprise (exemple : les hypothèques).

La situation fiscale de l'entreprise peut receler des charges futures ou procurer des avantages dans le cas de l'existence de reports déficitaires qui viendront réduire d'autant l'impôt sur les exercices à venir.

Les données collectées au sein de l'entreprise peuvent aussi être sous formes d'informations chiffrées ou informations qualitatives.

¹ : P. CONSO, F.HEMICI, op cit, p 336.

Tableau 2 : Les principales informations collectées au sein de l'entreprise¹

Principales informations à collecter	
Informations chiffrées	Informations qualitatives (non chiffrées)
<ul style="list-style-type: none"> • Etats financiers des 3 dernières années : bilan, compte de résultat, annexe. • Rapport des commissaires aux comptes. • Rencontre avec l'expert-comptable. • Méthodes d'amortissement des immobilisations. • Tableaux d'amortissement. • Répartition du capital social. • Liste des rémunérations des différents salariés. 	<ul style="list-style-type: none"> • Visite des locaux de l'entreprise. • Entretiens avec certains salariés. • Organisation de l'entreprise. • Méthodes de management. • Stratégie du chef d'entreprise. • Compétence de salariés. • Etat du matériel, de l'outillage, de l'équipement informatique. • Liste des différents postes de travail. • Conditions de travail et de sécurité. • Propreté et hygiène de l'ensemble de l'entreprise. • Concurrence. • Connaissance du secteur d'activité. • Potentiel du secteur (croissance, déclin). • Connaissance des types de clientèle : entreprise, secteur public, particuliers. • Répartition de la clientèle : quelques très gros clients ? • Qualité de la clientèle : clients fidèles ? Respect des conditions de règlement ? • Relations avec les fournisseurs : nombre de fournisseurs ? Contrat d'exclusivité ? • Examen des contrats (assurance, travail...).

¹ : C. A. DUOLAT, op cit, p 40

b-1/ Les informations sur une société, selon leur diffusion : elles se divisent en :

- Information spécifique à l'entreprise dont la diffusion est protégée par des règles de confidentialité que seul le chef d'entreprise peut amodier. Elle est détenue par les dirigeants, les salariés, les fournisseurs, les banquiers... ;
- Information spécifique à l'entreprise dont la publication est obligatoire, lorsque la société est cotée, il s'agit des obligations légales de diffusion de l'information, essentiellement de nature comptable ;

Il convient de remarquer que l'acquéreur potentiel est tenu au secret pour toutes les données qui lui ont permis de connaître l'entreprise. Cela est particulièrement important, si l'acquéreur est un concurrent de la cible et que la transaction ne se concrétise pas parce que en pratique, certains acheteurs se présentent parfois comme tels, alors que leur intention réelle consiste seulement à connaître la situation d'un rival ;

- D'une manière inversée, on peut signaler le cas de certaines sociétés qui, voulant acquérir une part minoritaire dans une société, « cible », ne peuvent mener que des investigations limitées.

Ces firmes « cibles » arguent du fait qu'elles ne communiquent à leurs autres actionnaires minoritaires que des informations restreintes et ne peuvent guère faire plus vis-à-vis de l'acquéreur potentiel, un pourcentage limité de leur capital. Certaines évaluations sont de ce fait complètement surestimées au détriment de l'acheteur.

Dans un grand nombre de situations concurrentielles, notamment les oligopoles diffusent une information stratégique (prix de revient, budget d'investissement, stratégie de prix...) revient à se placer dans une situation très défavorable vis-à-vis des concurrents et in fine à détruire de la valeur.¹

Dans toutes négociations commerciales, l'entreprise n'a aucun intérêt à dévoiler ses marges brutes à ses fournisseurs ou à ses clients. Or la marge brute par produit est certainement un élément de nature à influencer sur la valeur et les cours en fonction des perspectives de croissance des différents produits. Le dirigeant peut se trouver face à un dilemme : maximiser la valeur de manière ponctuelle en diffusant une information complète, mais détruire de la valeur à moyen terme en donnant cette information à son environnement.² Dans de nombreux cas, le dirigeant protégera les informations clés pour la société.

¹ : M. AUBERGER, « les difficultés de la valorisation des entreprises par les marchés financiers », revue d'économie financière, n104, 2011, p 120.

² : Idem.

La diffusion par les dirigeants, au marché, d'informations prospectives est limitée, sauf lorsqu'elle est négative : l'avertissement sur une dégradation des perspectives est obligatoire mais pas sur leur amélioration. Donc, le dirigeant n'a pas intérêt à diffuser trop d'informations à ses actionnaires, afin de limiter leur capacité à effectivement contrôler son action, on arrive à une situation de pauvreté de l'information diffusée sur une société cotée. Toute l'information est peut-être dans les cours à un moment donné, comme le postule l'efficience des marchés, mais elle n'est pas suffisante pour permettre au marché de valoriser l'entreprise.

b-2 Fiabilisation des données :

Il existe un problème de fiabilité des données communiquées. des informations erronées ne sont pas forcément dues au mauvais foie des interlocuteurs appartenant à la société cible. Toute entreprise fonctionne nécessairement sur la base d'un optimisme volontariste.¹ Plus la taille de l'entreprise croît, plus il peut y avoir déconnexion entre la réalité et l'image qui en est donnée. Dans le cas de négociations longues, la durée des discussions peut laisser le temps d'apparaître à certains problèmes de la cible qui avaient été auparavant occultés ou sous-estimés.

On rencontre parfois, un employé de la cible, qui voulant ménager son avenir en se faisant bien voir de ceux qu'il considère comme futurs patrons, révèle, sans qu'on le lui demande tel ou tel point faible de son entreprise, en forçant la note dans un sens pessimiste. Ce comportement peut rendre de grands services aux candidats acquéreurs.

III/ Les étapes de l'évaluation :

L'évaluation d'une entreprise ne peut en aucun cas consister à appliquer des recettes précises afin de trouver un chiffre qui ne signifiera rien dans l'absolu. Evaluer une entreprise implique d'adopter une démarche analytique Globale². Celle-ci fournit aux équipes de direction de l'acquéreur, du vendeur et à leurs banquiers d'affaires, l'opportunité d'obtenir de façon systématique une connaissance approfondie de l'entreprise concernée, et de disposer d'un champ commun d'informations aux discussions de progresser.

¹ : J.C. TOURNIER, J.B.TOURNIER, op cit, p 21.

² : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 65.

Schéma3 : Les différentes étapes de l'évaluation financière d'une entreprise¹**1. La décision d'évaluer l'entreprise**

Motif de l'évaluation

2. La préparation de l'évaluation

Collecte des informations quantitatives

Collecte des informations qualitatives

3. L'analyse financière

Comment est financée l'entreprise ?

Quelle est sa rentabilité ?

4. Le diagnostic stratégique

Matrice SWOT : force et faiblesses

Menaces et opportunités

5. Les prévisions financières

Business plan

6. L'évaluation de l'entreprise

Utilisation de méthodes d'évaluation

Puis, selon les cas :

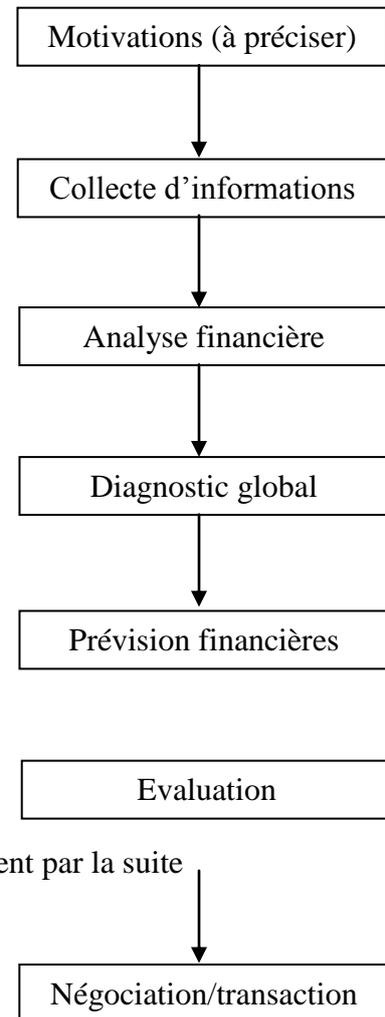
7. La négociation de l'opération prévue

Acquisition, vente, transaction sur le prix

On examinant les propositions de différents auteurs relatives à l'évaluation des entreprises, le processus généralement utilisé pour une évaluation est le suivant :

a- Motif d'évaluation :

Le dirigeant prend la décision d'évaluation pour une des raisons suivantes : dynamiser sa gestion, se situer par rapport à la concurrence, préparer une opération de cession ou d'acquisition.



¹ : C. A. DUOLAT, op cit p 33.

b- Préparation de l'évaluation (prise de connaissance de l'entreprise et l'audit des comptes) :

Toute évaluation doit commencer par une parfaite compréhension de l'entreprise qui en fait l'objet. Deux entreprises ayant la même activité, voir les mêmes chiffres financiers n'ont pas nécessairement la même valeur, ni le même prix.

C'est une étape de collecte de multiples données quantitatives et de données qualitatives sur le marché de l'entreprise, sur son environnement, sur la concurrence. Il faut avoir les informations suivantes :

- Historique de l'entreprise ;
- Forme juridiques ;
- Activités ;
- Liste des usines, bureaux, succursale ;
- Statistique du secteur ;
- Organigramme général ;
- Répartition des types de produits ;
- Schéma général du cycle de production ;
- Ventilation du chiffre d'affaire ;
- Effectif du personnel ;
- Politique financière.

Il faut s'assurer que les comptes qui serviront de base à l'évaluation donnent bien une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats de l'entreprise.

La difficulté d'une évaluation d'entreprise ne réside pas dans l'application des méthodes de valorisation mais dans le recueil d'informations pertinentes, dans leur traitement et leur mise en perspectives avec les données économiques et sectorielles .cette phase de recueil et de traitement de l'information est d'autant plus longue que la société est complexe et que l'évaluateur est extérieur à cette dernière.

c- Analyse financière :¹

Il s'agit de savoir comment est financée l'entreprise ? Quelle est sa rentabilité ? C'est-à-dire examiner la structure financière, établir des prévisions financières (exploitation, investissement, financement, trésorerie), analyser la structure de l'entreprise, son équilibre financier et sa capacité de poursuivre l'exploitation sans difficultés.

¹ : C. A. DUOLAT, op cit p 34.

d- Diagnostique stratégique : Matrice SWOT

Faire un diagnostic, global de l'entreprise (interne et externe) et dégager les atouts les potentialités, et aussi les insuffisances. L'objectif de cette démarche est de bien comprendre l'entreprise, ses particularités d'avoir un regard sur sa situation concurrentielle et, le cas échéant, ce qui la démarque sur son marché et cela par l'étude de l'environnement externe et les conditions de développement de l'entreprise sur son marché (type de marché, concurrence, réglementation, clients, fournisseurs) et les caractéristiques internes (mix produits/ marché, condition de production, rôle des dirigeants, culture d'entreprise...).

e- Prévisions financières : élaborer un Business plan : (modèle d'affaire) :

Le business plan décrit les intentions stratégiques de l'entreprise. Il faut mettre en place des prévisions qui servent de base au travail d'évaluation.

Les prévisions pourront être rapprochées des réalisations des derniers exercices en vue d'en examiner la cohérence.

f- Evaluation de l'entreprise:

C'est la phase d'évaluation proprement dite en choisissant des méthodes appropriées. Celles-ci vont dépendre des caractéristiques de l'entreprise (taille de l'entreprise, de la nature de son activité et d'éventuelles¹ entreprises de référence dont on connaît la valorisation), de l'objectif des repreneurs et l'horizon d'investissement, ce choix dépend également de la disponibilité des données ou des conditions de marché au moment de l'évaluation.

Les différentes investigations, feront l'objet d'un rapport d'évaluation qui sera établi et ordonné généralement selon le plan suivant :

- Présentation de l'entreprise et du contexte de l'évaluation ;
- Les diligences effectuées ;
- Les méthodes écartées avec une analyse dûment motivée et les méthodes retenues avec la justification des hypothèses formulées dans la mise en œuvre de ces méthodes ;
- Une synthèse des calculs par méthode ;
- Conclusion de la valorisation par la présentation de la fourchette de valeurs obtenues.²

g- Négociation de l'opération prévue : Acquisition, vente

La phase de négociation peut s'engager sur la base de la fourchette de valeur obtenue.

Les deux parties vont s'appuyer sur les travaux d'évaluation et les conclusions des audits.

¹ : C. A. DUOLAT, op cit p 35.

² :C. HOARAU , op cit, p 322.

Il pourra en résulter un prix, fonction de l'offre et de la demande et du rapport de force entre les différentes parties à la négociation.

IV/ Analyse stratégique de l'entreprise – préalable indispensable à l'évaluation:

Cette analyse peut faciliter le choix d'un investissement en bourse mais intéresse surtout l'acquéreur potentiel d'une part non négligeable ou même de la totalité d'une entreprise.

1/ Point de vue de l'acquéreur et du vendeur :

L'analyse menée par l'acquéreur et le vendeur ne sont pas évidemment identiques :

A. Acquéreur :

Le cas le plus fréquent de mise en œuvre d'une croissance externe classique au profil d'une entreprise, l'acquéreur poursuit un des buts suivants :

- Eliminer un concurrent particulièrement gênant ;
- Accroître la part de marché de son entreprise sur un plan global ou géographique. De fait la cible peut être implanté dans des zones territoriales ou l'acquéreur n'est pas présent ;
- Etendre ses activités par une acquisition en amont ou en aval de ses activités actuelles (diversifications verticales) ou acquérir des techniques de la nouvelle économie (exemple : domaine de l'internet) pour les mettre en service de ses activités déjà existantes ;
- Acquérir un nouveau métier, sans synergie particulière avec celui que l'acquéreur exerce déjà.

B. Vendeur :

Pour le vendeur, la cession de l'entreprise peut être :

- Un abandon pur et simple de toute activité économique ;
- Un recentrage avec abandon d'un secteur d'activité (cas d'une société importante qui cède une filiale spécialisée dans un domaine qui n'intéresse plus la maison – mère.)

2/ Analyse stratégique de l'entreprise :

Parmi les outils du diagnostic stratégique : analyse SWOT, matrice BCG, matrice PORTER.

Il s'agit d'apprécier le positionnement de l'entreprise sur son marché et les enjeux qui en découlent en terme d'opportunités et menaces.¹

¹ : G. CHAPLAIN, *pratique moderne de l'évaluation d'entreprise*, éditions EMS, Paris 2004, p 31.

La matrice SWOT (strengths – weakness – opportunities – threats), livre une synthèse des forces et des faiblesses intrinsèques à l'entreprise et des facteurs externes qui peuvent apparaître comme des opportunités ou des menaces.

Les forces internes sont des paramètres positifs qu'il est nécessaire de préserver voire d'affermir, il s'agit principalement des avantages concurrentiels et des atouts financiers (leadership sur des produits, politique de marque, bonne relation avec l'amont et l'aval, part de marché significative, marges fortes, etc...).

Les faiblesses sont, à l'inverse, des facteurs qui atténuent les avantages précédents, voire qui peuvent compromettre durablement (différenciation concurrentielle pauvre, produits à faible valeur ajoutée, peu ou pas d'ouverture vers de nouveaux marchés, structure financière fragile, ...etc.).¹

Les opportunités environnementales sont des possibilités susceptibles d'être exploitées pour le bien de l'entreprise (demande par le marché des produits innovants, législation favorable, tissu industriel fragmenté, fortes possibilités de croissance rapide et rentable par acquisitions, etc.). Les menaces sont des changements contextuels probables capables de rendre très vulnérable la société au plan concurrentiel et financier (entrants potentiels percutants, conditions économiques générales défavorables, réglementation problématique, etc).

A. Description et structure de l'entreprise :

Les éléments initiaux sont constitués par les identifiants de l'entreprise (numéro au registre du commerce, date et lieu d'enregistrement, nature juridique de l'entreprise).

- Si l'entreprise appartient en direct à une personne, sans l'écran d'une société, il est important de vérifier que les comptes sont relativement isolés du reste du patrimoine de la personne considérée, afin d'avoir une vue exacte de cette entreprise ;
- Si l'entreprise est déjà constituée en société, la nature juridique de cette société (société à responsabilité limitée, unipersonnelle, en commandité, anonyme, etc.) est importante. de cette nature juridique découlera un certain nombre de modalités de fonctionnement que l'on retrouve dans les statuts et, le cas échéant, dans le pacte d'actionnaires s'il en existe un.
- Il est aussi important de connaître, qui possède la société, surtout si l'on pense n'acquérir qu'une partie majoritaire ou minoritaire.

¹ : S. PARIENTE, **analyse financière et évaluation d'entreprise**, 2eme édition, Pearson, Paris2013, p 231.

- Il faut savoir quels sont les interlocuteurs dans les exercices postérieurs à l'acquisition et se renseigner sur leur comportement prévisible. Cela peut avoir une incidence sur la détermination du prix.¹

B. Métier et évaluation du portefeuille d'activités :

La première question est celle du métier exercé par l'entreprise cible. (Selon Tinet, « le métier est un ensemble de compétences, de ressources et de savoir-faire correspondant, donnant une identité à l'entreprise²»), des moyens dont elle dispose pour l'exercer, et de stratégie.³

Ensuite, il est important d'analyser le portefeuille d'activités qui se déroule, pour savoir s'il correspond aux buts recherchés par l'acquéreur. Il s'agit d'apprécier l'évolution de ses débouchés, d'étudier sa structure de coûts (notamment les consommations intermédiaire) et sa capacité à en maîtriser les évolutions.

On recherche à étudier le chiffre d'affaire et la production qui peuvent se décomposer en trois facteurs d'influence :

- Evolution moyenne des prix ;
- Evolution moyenne des volumes ;
- Evolution de la structure de produits.

L'ampleur de l'analyse est en fonction des dimensions⁴ de l'entreprise étudiée. Il faudra analyser la clientèle et les résultats, les possibilités de développement local ou les risque de recul.

a. Analyse stratégique qualitative :

L'acquéreur doit poser des questions stratégiques, dans le cadre de son évaluation tel que :

1. La technologie qui régit l'ensemble des acteurs du secteur d'activité concerné ;
2. Les principaux fournisseurs de matières premières ou prestataires de services stratégiques pour l'entreprise cible ;
3. L'état de la concurrence (part de marché, assise financière, stratégie de développement) ;
4. La situation du marché dans lequel évolue l'entreprise ;
5. Les points forts et points faibles intrinsèques ;

¹ : J.C. TOURNIER, J.B.TOURNIER, op cit, p 23.

² : Ibid, p 24.

³ : F. LEFEBVRE, op cit p 30.

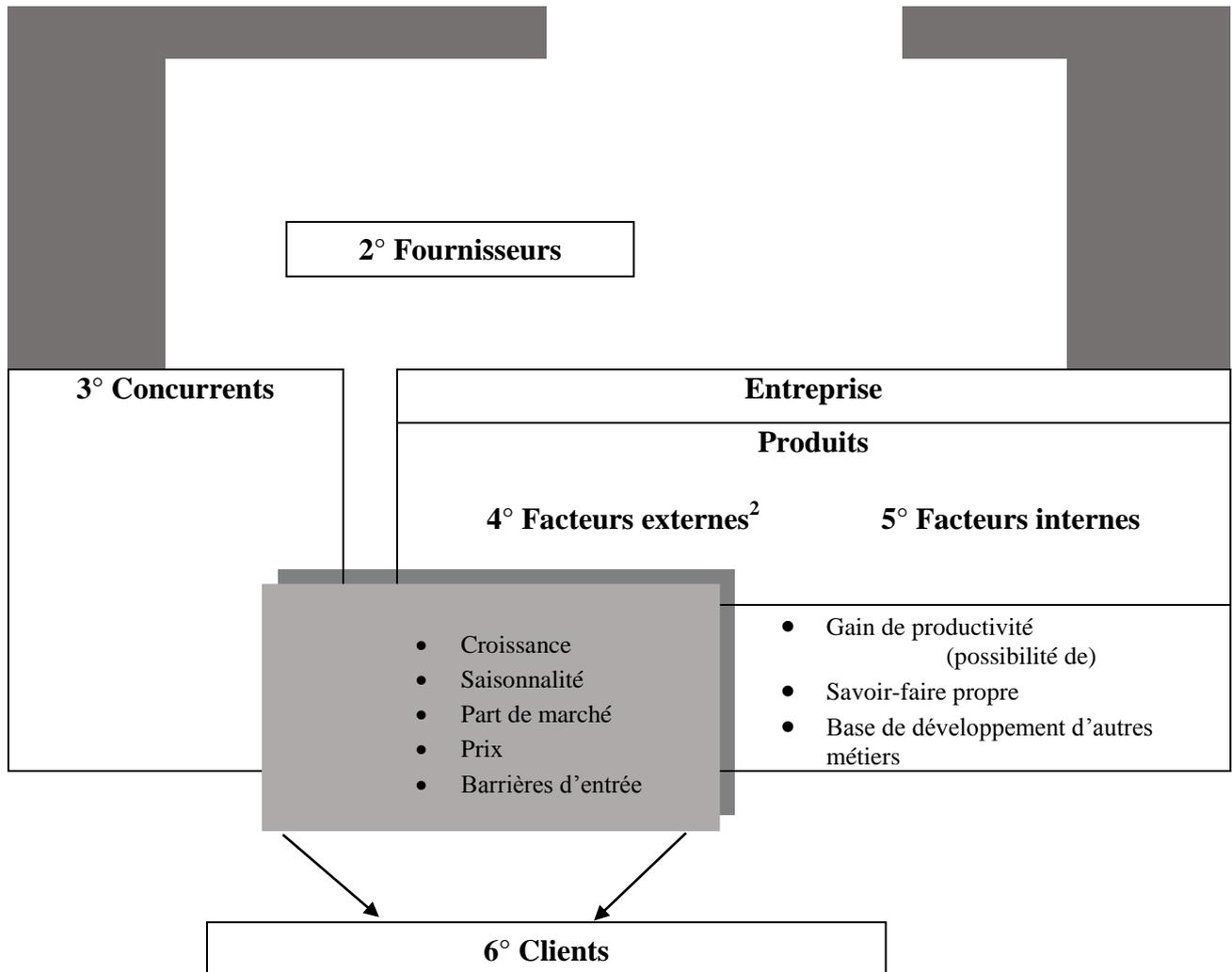
⁴ : G. CHAPLAIN, op cit, p 43.

6. La puissance relative des principaux clients.

Il faut aussi examiner l'utilité de l'entreprise pour les consommateurs (Produits nocifs).

D'autre part, avoir une idée sur les moyens industriels de la production de l'entreprise entraînant la pollution pour l'environnement.

Schéma 4: Données stratégiques à évaluer (dans le cadre d'une estimation d'entreprise)¹



b. Analyse stratégique directement utilisable pour l'évaluation :

Cette analyse utilise des segments stratégiques pour permettre l'établissement des comptes prévisionnels.

¹ : J.C. TOURNIER, J.B.TOURNIER, op cit, p 28.

² : Les facteurs externes sont communs à l'entreprise et à ses concurrents. Il en va de même, au moins partiellement, de la technologie, des fournisseurs et des clients.

Tableau 3 : Une base de données est établie par produit en reprenant les éléments suivants :¹

<p>Les produits d'exploitation par segment, avec pour chaque segment une estimation du volume des ventes et du chiffre d'affaires.</p> <p>Le volume des ventes est déterminé par l'évaluation respective des termes ci-dessous :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Croissance du marché • Gain de part de marché • Saisonnalité <p>De même le chiffre d'affaires est fonction du volume des ventes assorti de l'évolution des paramètres suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Politique des prix • Variation de prix • Prix en devises et taux de change
Charges d'exploitation
<ul style="list-style-type: none"> • Charges proportionnelles • Frais fixes
Investissements
Financement

Ces calculs sont un préliminaire quantitatif à l'évaluation, parce que les chiffres obtenus seront introduits sous formes d'éléments financiers dans les schémas de valorisation.

c. Marché : Il s'agit d'une analyse externe, des facteurs clé de succès de l'entreprise sur son marché.

Il faut prendre en compte l'avenir des produits pour savoir s'il est favorable ou défavorable, donc l'analyse du couple produit / marché est indispensable.

1/Sensibilité à la conjoncture :

Les activités de l'entreprise peuvent être plus ou moins sensibles au niveau de l'activité économique générale. Des activités très liées au contexte conjoncturel seront plus difficile à gérer car elles sont génératrices de résultats très irréguliers (exemple : les activités cycliques qui sont liées à l'investissement et aux biens de consommation durable : mine, sidérurgie, automobile).

¹ : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 29.

2/ Clients :

L'étude de la clientèle est indispensable. Il faut apprécier la typologie des clients. La territorialité des clients est aussi importante. Sont-ils régionaux, ou dans le monde entier avec un accès via internet.

Il faut aussi mesurer la sensibilité de la clientèle, c'est-à-dire les points de fragilité ou de risque que l'entreprise peut avoir vis-à-vis de ce client : facturation en devises, modification de la législation.

La valeur d'une clientèle diversifiée plus forte que celle d'une clientèle très concentrée.¹

Il faut examiner également la nature des liens avec les donneurs d'ordre, certaines firme sont complètement dépendantes de leur clients importants dont elles sont les sous-traitants obligés. La mauvaise santé de ces clients peut conduire à la ruine.

3/ Concurrents :

L'examen de la concurrence est également fondamental. La taille, le nombre, l'état de santé des concurrents et leur comparaison avec l'entreprise à évaluer sont révélateurs. L'avantage concurrentiel que peut détenir une entreprise vis-à-vis de ses rivales est important, et peut être dû à plusieurs facteurs (brevet, technologie, mode de diffusion, etc.). Et se manifeste de différents aspects (produits de meilleur qualité, meilleur marché, etc.). Une analyse comparative des forces en présence et du positionnement de l'entreprise permet d'appréhender sa capacité concurrentielle et/ou d'innovation.

4/ Fournisseurs :

Il est important de savoir pour les fournisseurs : la typologie, la taille, le nombre dans le monde, la fiabilité dans la qualité des produits, le respect des délais, la solidarité financière, etc. ² L'entreprise peut se trouver en position de force grâce à ses fournisseurs.

Les fournisseurs sont en situation de force dans les cas suivants :

- S'ils ne sont pas nombreux ;
- Si le produit fourni est irremplaçable pour l'entreprise ;
- Si l'entreprise ne constitue pour le fournisseur qu'un petit débouché ;
- Si le fournisseur dispose d'un accord d'approvisionnement exclusif.

¹ : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 39.

² : V. JUGUET, P. GIRAUDON et S. ONNEE, op cit, p 86.

5/ Données sociales :

a/ Ambiance : existe dans un certain nombre d'éléments : la productivité, la rentabilité, les licenciements, l'absentéisme.

b/Personnel: « Il n'y a de richesse, ni force que l'homme » disait Jean Bodin ¹

La valeur d'une entreprise est, pour une grande part, faite du personnel qui la compose surtout les hommes clé de l'entreprise. Leur départ annule une partie de l'entreprise, par contre, les salariés de complaisance, n'assurent qu'une partie du travail pour lequel ils sont rémunérés, et sont dans l'entreprise par protection (proches du chef d'entreprise).

6/Autres données :

- Les contrats, signés par l'entreprise dans tous les domaines, exemple : conditions contractuelles avec les clients, rédigés de façon défavorables, peuvent ruiner l'entreprise.
- Les contrats d'assurance, il est primordial de vérifier que le risque professionnel est correctement couvert (les franchises sont acceptables et le plafond de couverture est en phase avec l'activité de l'entreprise).
- L'ensemble de ces approches développées à pour but de fournir les éléments nécessaires à la formation d'un jugement sur l'entreprise, sa filière et ses secteurs et par conséquent d'envisager avec des réponses la notion d'enjeux.

V/ Rôle de l'évaluation de l'entreprise dans l'amélioration de ses performances :

L'opération de l'évaluation conduit à analyser dans le détail tous les rouages de l'entreprise et à en dégager les atouts et les insuffisances. Cette évaluation ne peut avoir que des effets bénéfiques pour l'entreprise.

Aux cours des différentes étapes d'évaluation, on peut remarquer que certaines améliorations devaient être programmées et que certaines politiques devaient être repensées. Ce qui permet d'envisager un changement dans la stratégie de développement et à mettre en place des plans d'actions dans le but de rendre l'entreprise plus compétitive.

Plusieurs orientations sont possibles :²

- Remanier les comptes s'il ressort que la comptabilité ne reflète pas correctement la réalité. les experts conseillent en particulier les cédants potentiels de préparer l'entreprise deux ou trois ans avant l'opération de cession pour bien la présenter ;

¹ : V. JUGUET, P. GIRAUDON et S. ONNEE, op cit, p 86.

² : C. A. DUOLAT, op cit, p 191.

- Etablir des prévisions financières ;
- Etablir un tableau de bord de gestion avec un calcul d'écarts entre réalisations et prévisions ;
- Chercher à obtenir une meilleure structure financière.

La réalisation de l'évaluation aide le dirigeant à mieux gérer son entreprise, à affiner sa stratégie et à orienter son management dans une direction encore plus ambitieuse, donc à rendre l'entreprise plus performante sur le plan organisationnelle et aussi sur le plan management et une structure financière plus satisfaisante.

- Une nouvelle évaluation programmée après une période donnée (exemple : une année) permet de mesurer les efforts accomplis par comparaison avec l'évaluation précédente, et le processus sera de renouveler afin de définir de nouveaux défis visant à améliorer encore les résultats de l'entreprise en diminuant son besoin de financement, la performance et la rentabilité seront améliorées, et la pérennité de l'affaire sera mieux assurée. tout cela conduit à de meilleures performances et à une valorisation accrue de l'entreprise.

Une gestion plus efficace du crédit clients :

Une gestion plus efficace du crédit client rend l'entreprise plus dynamique, et se traduit généralement par deux effets favorables :

- Limiter les besoins financiers à court terme ;
- Renforcer la relation client.

La gestion de trésorerie peut être améliorée par une réduction des besoins de financement à court terme.

Besoin de trésorerie nette = Besoin en fonds de roulement – fonds de roulement.¹

Pour réduire, le besoin de financement à court terme (ou besoin de trésorerie) il y a deux solutions :

- Augmenter le fond de roulement, (différence entre les capitaux permanents et l'actif immobilisé) et cela se fait par une augmentation du capital (actionnaires) ou un prêt de restructuration (les banquiers), et ces deux opérations ne peuvent être décidées dans l'urgence, tout ça est difficile à obtenir dans un bref délai ;
- Réduire le besoin en fonds de roulement, peut être réalisé à échéance de quelques mois, cela se fait par une meilleure gestion des stocks, meilleure gestion des comptes clients et une meilleure gestion des comptes fournisseurs.

¹ : Ibid, p 193.

a- Réduire les délais de règlements accordés aux clients :

Cette diminution des délais de règlement des clients conduit à une réduction du montant du crédit et, conséquence, il s'ensuit :

- Une diminution de besoin en fond de roulement ;
- Une réduction des besoins en trésorerie ;
- Une réduction du financement à court terme
- Une réduction des frais financiers (intérêt, agios,...) ;
- Une amélioration du résultat.

Pour obtenir une diminution du montant du crédit client, il convient de renégocier les conditions de règlement et procéder à une relance active des clients.

b- Essayer de prolonger les délais de règlement des fournisseurs.¹

Réduire le besoin en fonds de roulement peut également dépendre d'un allongement du délai de règlement des fournisseurs.

c- Mieux gérer les stocks :

Il convient d'essayer de limiter le niveau des stocks sans pour autant les réduire trop. En risque de se trouver en rupture.

Effectuer des inventaires de stocks le plus souvent possible permet de suivre de plus près leur niveau et leur évolution et d'éliminer les produits abimés ou obsolètes.

d- Réduire les besoins de trésorerie :

L'action d'augmentation du fond de roulement et réduction des besoins en fonds de roulement, entraîne une réduction en trésorerie des besoins en trésorerie. La gestion de la trésorerie sera réussie par l'examen très attentif du délai de règlements, et le suivi intensif et permanent des comptes clients et sur des relations plus ouvertes avec les banquiers

¹ : Ibid, p 195.

Conclusion :

Avec le rythme accéléré des transactions d'affaires, l'évaluation d'une entreprise devient une opération fréquente, et parfois obligatoire pour réaliser les négociations. C'est une recherche objective de la valeur réelle.

Les circonstances pour procéder à une évaluation d'entreprise sont nombreuses : augmentation ou réduction du capital, cession ou acquisition de part de l'entreprise, restructuration, fusion, introduction en bourse, succession ou faillite.

De multiples éléments interviennent dans l'amélioration de la valeur de l'entreprise : une localisation attractive de l'entreprise, un marché en développement, une autonomie vis-à-vis des fournisseurs, une situation financière saine, l'intensité de la concurrence, la conjoncture économique,....

La démarche de l'évaluation de l'entreprise commence par une collecte des informations, de natures financière, juridique et fiscale, constituant la matière première de toute évaluation. Ces informations peuvent être publiques (comptes annuels, rapports de gestion, article de presse,...), ou privées (étude sectorielles), et peuvent porter sur des événements passés ou sur des prévisions.

Les acteurs intervenant dans l'opération de l'évaluation sont : le cédant, l'acquéreur, les experts indépendants et autres.

Plusieurs partenaires sont intéressés par l'évaluation de l'entreprise, dont ils sont destinataires, notamment ; les salariés, le chef d'entreprise, le futur repreneur, les fournisseurs, les banquiers,....

Un diagnostic de la situation de l'entreprise, est une étape nécessaire, avant toute évaluation, permettant d'appréhender les enjeux de l'entreprise face à ses marchés, ses concurrents et impératifs économiques, en externe, et faire ressortir les points forts et faibles à l'intérieur de l'entreprise.

Chapitre II

Méthodes d'Evaluation, Patrimoniaire et des Flux

Introduction

Pour évaluer une entreprise, il existe plusieurs méthodes, dont les principales sont les modèles actuariels, les approches comparatives (méthode des multiples), les méthodes patrimoniales et plus récemment, la théorie des options a été adoptée afin de valoriser certaines entreprises.

La valeur d'une entreprise, c'est ce qu'elle va rapporter dans l'avenir (valeur de rendement). Auparavant, on s'attache surtout à ce qu'elle gagnait dans le présent et avait gagné dans le passé, pour déterminer cette valeur de rendement.

De même, une attention considérable était apportée à ce qu'il avait coûté aux actionnaires, les mises de fonds dans l'entreprise. Cette vision statique et tournée vers le passé permettait d'en fixer le prix (valeur patrimoniale).¹

Pour pallier cette vision purement statique de l'entreprise, il est possible d'y adjoindre un goodwill (GW), représentatif de la valeur des éléments immatériels qui ne figurent pas au bilan de l'entreprise. Le goodwill trouve son origine dans une rentabilité de l'entreprise supérieure à ce que l'on serait en droit d'attendre, compte tenu des actifs dont elle dispose.²

¹ : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 127.

² : A. THAUVRON, **évaluation d'entreprise**, 2eme édition, Ed economica, Paris2007, p 16.

Section I : Méthode patrimoniale:

Appelée également valeur mathématique ou valeur intrinsèque, actif net comptable corrigé, ou situation nette corrigée.

1- Champ d'application:

Cette méthode consiste à évaluer séparément les actifs et passifs de l'entreprise et, ensuite à rajouter, le cas échéant, une valeur de fonds de commerce ou à retrancher une (moins-value) éventuelle, encore appelée (bad will).

Valeur de l'entreprise : actif net comptable corrigé réévalué + fond de commerce (ou) - badwill

Basé sur le bilan, la valeur patrimoniale à longterm constitué le paramètre essentiel de l'évaluation des entreprises, car elle vise à dégager une valeur de marché par le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels.

Cette évaluation consiste à déterminer le prix d'une entreprise en additionnant la valeur réelle de tous les biens qui la composent et en retranchant les dettes ou sommes dues à des tiers.¹ Cette approche se révèle particulièrement intéressante lorsqu'il s'agit d'évaluer des groupes extrêmement complexes car, composés de nombreux actifs ou filiales, ou de holding diversifiés et aussi dans les sociétés immobilières et foncières qui possèdent des actifs immobiliers à vocation résidentielle ou commerciale destinés à la location.²

L'évaluation patrimoniale et assurément préconisée pour les entreprises défaillantes lorsqu'une menace pèse sur la continuité de l'exploitation (Horn, 1989, Bescos, 1990),³ car l'approche par le rendement n'aurait pas de sens. L'évaluation patrimoniale servira de base de négociation. Elle présente un aspect sécurisant (Bessière et Coispeau, 1992; Gresse, 1994) et une dimension certaine en fournissant à l'acquéreur potentiel une contre partie tangible à son achat.⁴ Son utilisation est possible pour les entreprises en phase de maturité, achetées pour leur actifs et leur savoir-faire et non pour leur potentiel de croissance de leur rentabilité.

La valeur patrimoniale reste incontournable, car la tentation de revendre, avec plus-values, une partie des actifs non nécessaires à l'exploitation est grande, sans oublier que le marché des entreprises n'est pas seulement constitué de sociétés cotées en bourse et dominés par des institutionnels.⁵ La majorité des transactions d'achat de participation concerne des

¹ : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 177.

² : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 337.

³ : M.C. BARBOT, « évaluation des PME défaillantes », revue française de gestion, n140, 2002, p 129.

⁴ : Ibid, p 130.

⁵ : M. BENOSMANE, op cit, p 84.

entreprises non cotées en bourse. Les principales sources d'information dans cette approche sont le bilan, les inventaires et les divers contrats de l'entreprise (prêt, emprunt, leasing...).

La valeur patrimoniale est souvent considérée comme une valeur de liquidation de l'entreprise. Elle est estimée par la valeur comptable nette corrigée VCNC.¹

Les approches fondées sur le patrimoine de l'entreprise sont au nombre de trois ;

2- L'actif net comptable : est la première base d'évaluation ne nécessitant pas la mise en œuvre d'une méthodologie complexe. l'actif net comptable est la différence entre le montant de l'actif et l'endettement total.²

actif net ANC = total actif - dettes.

Actif net comptable = capitaux propres - actif fictif

Rappelons que l'actif tel qu'il ressort du bilan de l'entreprise est composé des immobilisations (équipements, matériels, brevets, marques, licences...), des stocks, des créances clients et des disponibilités en caisses et en banques.

Les dettes enregistrées au passif sont constituées des dettes bancaires (dettes financières), des dettes fournisseurs (dettes d'exploitation) et des dettes sociales et fiscales (dettes hors exploitation).

En effet, les frais d'établissement, les primes de remboursement des obligations et les frais d'émission des emprunts, sont considérés comme des charges qui ont été artificiellement activées et n'ont pas de valeur en tant qu'actifs.

Ces non - valeurs, souvent qualifiées d'actifs fictifs, doivent être retranchées de l'actif total. Cette approche conduit à déterminer l'actif net comptable de la manière suivante :

Actif net comptable = actif réel – dettes et provisions pour risque ou charges.

Cette méthode ne donne qu'une estimation peu réaliste du capital susceptible d'être récupéré. En effet elle se fonde sur des valeurs éloignées de la réalité économique, Pour les raisons suivantes :

- Enregistrement comptable effectué au coût historique, (essentiellement les immeubles doivent être réévalués);
- Prédominance fiscale de la comptabilisation des amortissements et provisions ;
- absence de certains incorporels au bilan ;
- Valeur des titres de participations ;

¹ : A. GLIZ, « le problème l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », les cahiers du cread, n54, 2000, p14.

² : R. OBERT, **DCF6, comptabilité approfondie et révision (manuel et application)**, 6^{ème} édition, Dunod, Paris2005, p 392.

- Actifs hors exploitation ;
- Passifs latents, etc.

On constate généralement un écart important entre le cours et la valeur mathématique intrinsèque dans la mesure où l'actif net comptable se limite à évaluer les capitaux propres d'une entreprise rigoureusement à partir de ses données comptabilisées sans aucun réajustement. Il est donc nécessaire d'analyser et de corriger les éléments d'actif et de passif concernés, ce qui permettra d'estimer l'actif net corrigé.

3- L'actif net comptable réévalué ou corrigé :

L'actif net corrigé réévalué s'obtient à partir des capitaux propres, après répartition, augmenté des plus values, nette de moins-values, sur actif immobilisé, et diminué des non-values figurant à l'actif et des immobilisations incorporelles non identifiable séparément, c'est-à-dire liées au fonds de commerce.

Les passifs non enregistrés, tel que les passifs sociaux (provision pour indemnités de départ à la retraite) sont pris en compte ainsi que la fiscalité attachée aux corrections effectuées ou encore la fiscalité différée.

Dans un contexte de liquidation, les plus-values sont retenues nette d'impôt, alors que dans un contexte de continuité ce sont les plus-values brutes qui sont prises en considération, à l'exception des biens hors exploitation.

Les actifs, au bilan, sont comptabilisés à leur valeur réelle car les immobilisations sont comptabilisées à leur valeur historique après amortissements et la progression des prix de l'immobilier a été telle que la valeur réelle est souvent nettement supérieur à la valeur comptable nette. Même avec des états financiers sous référentiel IFRS, il demeure nécessaire, pour estimer la valeur de marché du patrimoine, d'étudier et de corriger les valeurs des éléments d'actifs et de passif afin de déterminer l'actif net comptable réévalué, c'est-à-dire la valeur comptable des capitaux propres corrigée des plus-ou moins –value latentes.¹

L'actif net comptable corrigé (ANCC) = l'actif corrigé – le passif exigible corrigé = ANC+ PV Latentes – Mv Latentes

PV : plus-values

MV : moins values

Les plus et moins value latents (PV/MV) proviennent d'une évaluation des actifs réels afin d'identifier les écarts entre les valeurs comptables et les valeurs économiques réelles.²

¹ : C. HOARAU, op cit, p 331.

² : J. E. POLARD, F. IMBERT, op cit, p 38.

a/ La détermination de la valeur patrimoniale

Capitaux propres (comptables)

– Dividende

= Capitaux propres après répartition

-Actifs incorporels liés au fonds de commerce

- Non valeurs

- Passifs fiscaux et sociaux latents

+ correction pour impôt

= Actif net corrigé

+ Plus-values sur* terrain

+ Plus-values sur *construction

+ Plus-values sur *matériels

+ Plus-values sur autre* immobilisation corporelle

+ Plus-values sur autre* immobilisation financière

+ Plus-values sur autre *élément du bilan

- Fiscalité latente déterminée selon les modalités pertinentes en fonction de la nature des biens

=Actif net corrigé et réévalué

+ Good ou -Bad Will

= Valeur patrimoniale

* Nettes de moins values.¹

La réévaluation des éléments concernés doit être réalisée dans le cadre de la poursuite de l'exploitation de l'entreprise et conduit à une valeur d'usage ou vénale. À défaut on se retrouverait dans un contexte de cessation d'activité et de liquidation, et il ne suffirait pas d'additionner la valeur des différents éléments, il conviendrait également de retrancher tous les coûts de liquidation et des passifs potentiels qu'une cessation d'activité est susceptible d'entraîner.

Les aménagements qui doivent être apportés au bilan concernent :

- Les non-valeurs (dont certaines ont totalement disparu pour les sociétés tenant leurs comptes aux normes (IAS _ IFRS) ;
- L'économie d'impôt latente sur les non-valeurs ;

¹: F. LEFEBVRE, Evaluation financière expliquée : principes et démarche, CNCC, 2011, p94, <http://fr.calameo.com/read/0026983986fe95e273777>, consulté le 15/12/2017.

- L'impôt latent sur certains comptes de capitaux propres non libérés de l'impôt (il s'agit des postes de provisions règlementées et des subventions d'investissement).¹

En ce qui concerne le résultat, la part des dividendes à verser doit être affectés en dettes hors exploitation et ajoutée, de ce fait, au total des dettes. Les dettes financières peuvent être actualisées ou être estimées à leur valeur de marché les provisions pour risque et charges sont assimilées à des dettes.

Cette valorisation par l'actif net réévalué est très lourde. Elle ne peut pas être conduite par des analystes extérieurs à la société et sur la seule base des comptes. Elle implique des investigations longues et méticuleuses des différents postes d'actif et de passif concernés et le recours à des spécialistes dans le domaine aussi varié que l'immobilier, les marques, les technologies, les contrats juridiques etc.

b/ Les non valeurs ou actifs fictifs : regroupent

- Les frais d'établissement : Ce sont des charges importantes qui sont réparties sur plusieurs exercices. Il ne s'agit pas d'un actif physique identifiable et ne sont pas incorporés dans l'actif net corrigé, et se composent de :

*Frais de constitution ;

*Frais de premier établissement ;

*Frais d'augmentation de capital et d'opération type fusion- scission ou de transformation de la société.

- Les primes de remboursement des obligations, qui enregistrent la différence entre les sommes versées par les souscripteurs et la valeur nominale des titres (primé à l'entrée) et/ou la différence entre la valeur normale et les montants qui seront remboursés à l'échéance (primé à la sortie) ;

* Les charges à répartir sur plusieurs exercices comprennent ;

* Les charges à établir ;

* Les frais d'émission des emprunts et les frais d'acquisition des immobilisations ;

* Les charges différées.

* Les écarts de conversions actifs, qui correspondent à une diminution du montant des créances ou une augmentation du montant des dettes libellées en monnaie étrangère. Ces écarts sont réellement une non-valeur mais qui a été provisionnée. De ce fait, ils ne seront pas déduits de la valeur de l'actif.

¹ : J. TEULIE, P. TOPSOCALLIAN, **finance**, 4^{ème} édition, Vuibert, Paris2005, p 634.

* Les charges constatées d'avance et les frais de recherche et développement RD sont parfois assimilés par les praticiens, à des non valeurs. Si ces frais de RD correspondent à des frais du personnel du service recherche et développement, ils n'ont pas à être comptabilisés comme des investissements, mais s'ils sont dévolus à des dépenses liées à des brevets ou de modèles, ils ne constituent pas des actifs fictifs. Les charges constatées d'avances, si elles correspondent à des biens corporels (fournitures non consommées à la fin de l'exercice), soit à des créances en nature (loyer payé d'avance), ne doivent pas être considérées comme de l'actif fictif.

* Le fonds commercial : le montant du fonds de commerce porté au bilan n'est pas retenu dans l'actif de l'entreprise. S'il existe une valeur du fond de commerce, cela se trouvera dans le calcul du goodwill.

c/ Estimation de l'actif net corrigé

Les critères d'évaluation sont multiples, on peut distinguer plusieurs concepts de la valeur :

c-1/ Valeur de liquidation ou valeur de continuité :

La valeur de liquidation se situe dans le contexte d'une interruption de l'ensemble organisé que constitue l'entreprise.

La valeur de liquidation (ou valeur liquidative) est la somme des valeurs de liquidation de chaque élément diminué des dettes exigibles et des dettes nouvelles liées à la liquidation de l'entreprise : coût de liquidation, coût de fermeture, engagement envers les salariés,...

Cette valeur peut intégrer les éventuels impôts en cas de réalisation de plus values.

La valeur de liquidation est une valeur de marché lorsque les actifs de l'entreprise sont cédés sur un marché secondaire : ca peut être le cas des immobilisations ou des stocks.

La valeur de liquidation est parfois nommée valeur à la casse, car le contexte de fermeture d'une entreprise ou d'un établissement est très défavorables (liquidation forcée).¹

c-2/ Valeur d'usage ou d'utilité :

Pour l'évaluation à l'actif net corrigé, la méthodologie consiste à apprécier chaque élément par sa valeur d'usage dans le cadre global d'une entreprise en continuité d'exploitation.

La valeur de remplacement se situe dans le cadre d'une reconstitution des actifs de l'entreprise à l'identique.

La valeur d'usage appréhende un actif comme élément d'un processus d'exploitation : le prix de remplacement d'un processus de production complexe tient forcément compte de

¹ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p336.

l'interdépendance des actifs dans une entreprise en marche (plus les actifs sont indépendants, plus il est facile de déterminer une valeur de remplacement objective).

d/ L'actif net comptable corrigé poste par poste : pour l'évaluation de l'actif net corrigé, la méthodologie consiste à procéder poste par poste en faisant le parallèle entre les rubriques du bilan et celles de l'inventaire physique.¹

A/ Immobilisations incorporelles :²

Tous les actifs incorporels font l'objet d'une évaluation.

- La valeur actuelle des immobilisations incorporelles hors l'exploitation correspond à leur valeur de marché (lorsqu'il existe un marché actif pour des biens similaires).

Un marché actif est un marché sur lequel s'échangent régulièrement, à des prix connus, des biens de nature homogène.

En absence de marché actif, on retient une actualisation de revenus associés.

- Pour les actifs incorporels d'exploitation, on cherche leur valeur d'utilité.

Lorsque l'entreprise évaluée détient un bien dans le cadre d'un contrat de location financement, le droit incorporel correspondant doit être évalué à un montant égal à la différence entre la valeur actuelle du bien concerné et la dette résiduelle à la date d'acquisition correspondant à la valeur actualisée des loyers et de l'option de rachat restant à payer.

B/ Les immobilisations corporelles :³

On applique la norme IAS16 à l'ensemble des immobilisations corporelles.

La valeur d'un bien peut être établie selon quatre définitions :⁴

- Valeur vénale :
 - Valeur d'utilité :
- } Ce que le bien peut rapporter
- Valeur de remplacement : —————> Ce que le bien coûte
 - Valeur comptable ajustée : —————> ou a coûté

a/ La valeur vénale : d'un bien est égale aux prix que l'en pourront tirer en le mettant en vente (prix de marché). Sert à évaluer les actifs qui sortent du champ de la continuité de l'exploitation. (Actifs que le repreneur n'envisage pas de conserver).

b/ Valeur d'utilité : d'un bien et le prix établi en fonction du rendement que l'on peut en attendre.¹

¹ : Idem.

² : G. LEGROS, **évaluation des entreprises**, 2ème édition, Dunos, Paris 2015, p 42.

³ : Ibid, p 43.

⁴ : J.C TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 76.

c/ Valeur de remplacement : représente l'ensemble des coûts à mettre en œuvre pour obtenir un bien de même nature que celui dont on a procédé à l'estimation.

- Elle peut être la valeur vénale : si le bien est facile à trouver sur le marché.
- Elle peut être les frais de fabrication : si le bien a été mis au point par l'entreprise elle-même.
- Il faut prendre en considération le facteur de vétusté (le cas de vieux biens).

d/ Valeur nette comptable : est égale à la valeur brute en coût historique du bien, diminuée des amortissements cumulés et ne correspond pas à la valeur réelle du bien.

- Pour les biens hors exploitation, leur valeur actuelle correspond à la valeur de marché.
- Pour les biens nécessaires à l'exploitation : la valeur actuelle correspond à leur valeur d'utilité, c'est-à-dire on cherche la valeur à neuf d'un bien équivalent en tenant compte de l'usage que l'entreprise évaluée compte en faire, puis on retranche l'amortissement correspondant à la durée de vie utile écoulée pour obtenir la valeur de remplacement nette.

1/ Terrains et construction : Leur valeur s'obtient en se référant aux conditions du marché local.²

* **La valeur d'utilité** : Peut se calculer selon deux types de méthodes en fonction du bien à évaluer:

- Soit il s'agit d'un bien relativement "standard ou courant": la valeur d'utilité correspondant à la valeur vénale augmentée des impôts taxes et frais sur l'acquisition ainsi que d'éventuelles travaux d'adaptation ou d'aménagement ;
- Soit s'il s'agit du bien spécifique, c'est alors une méthode par le coût de remplacement qui sera utilisées.³

* **Valeur de remplacement** = prix de remplacement d'un bien ancien par un bien neuf offrant la même utilité dans les mêmes conditions

* **La valeur comptable réévaluée** estimée par la formule : valeur à neuf × valeur comptable nette / valeur comptable brute.

- La valeur à neuf correspond au prix d'achat d'un bien équivalant neuf au jour de l'évaluation
- La valeur nette comptable est celle à laquelle le bien apparaît au bilan à la date de l'évaluation;
- La valeur brute est la valeur d'origine du bien au bilan.

¹ : Ibid, p77.

² : G. LEGROS, op cit, p 43.

³ : J.C. TOURNIER, TOURNIER J.B, op cit, p 77.

Cette technique peut concerner des biens dont la valeur n'est pas trop élevée, et elle présente l'inconvénient de dépendre de la durée d'amortissement comptable, qui ne reflète pas toujours la durée de vie réelle du bien considéré¹.

* **La valeur vénale:** Pure et simple, dans le cas des actifs hors exploitation, qui peut être obtenue par référence au marché s'il existe, éventuellement sur la base d'une expertise indépendante. Le cas des œuvres d'arts que l'on trouve parfois dans le patrimoine des entreprises par exemple.

- La réévaluation des biens d'exploitation se fait de façon prudente en prenant en considération leur mode d'utilisation.

Certaines catégories d'actifs font l'objet d'une étude particulière afin de détecter les risques de moins value latente.² Par exemple les emballages récupérables pour lesquels il convient d'apprécier de manière prudente le pourcentage probable de perte sur le parc d'éléments se trouvant à l'extérieur de l'entreprise, souvent dénommé le taux de casse en clientèle de même, les moules et modèles d'injection en fonderie pour lesquels un suivi rigoureux est souhaitable.

2/ Évaluation des autres immobilisations corporelles:

Il s'agit de l'ensemble des actifs immobilisés autres que les terrains et constructions :

- Agencements et aménagements, installation générales;
- Matériel de production et outillages;
- Matériel de bureau et informatique, mobilier;
- Installations complexes spécialisées regroupant à la fois des agencements, des machines et du matériel divers tel que des équipements informatiques;
- Emballages récupérables.

Avant toute démarche d'évaluation, il est souhaitable de réaliser un inventaire précis afin de déterminer les biens propre à l'entreprise ou sur lesquels elle a le contrôle exclusif, et d'éviter le double emploi avec les biens immobiliers (terrains et construction), et aussi de prendre en compte des biens qui ne sont pas comptabilisés à l'actif mais dont l'entreprise à le contrôle exclusif sans en être directement propriétaire, tels que les matériels pris en crédit bail ou en location, et enfin d'identifier les éléments hors exploitation. Une visite des lieux de production permet d'avoir une idée de l'état d'entretien des installations et du matériel.

Plusieurs techniques d'évaluation sont utilisées, nous citerons les plus courantes:

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 170.

² : Ibid, p 171.

- Le prix de marché d'occasion pour un bien identique ou suffisamment comparable qui permet de prendre en compte les facteurs de vétusté et d'obsolescence affectant la plupart du matériel.
- Il existe des cotations pour de nombreux types d'équipements, notamment le matériel de transport.¹

3/ Bâtiments industriels: comme pour toutes les autres catégories d'immeuble, la méthode la plus appropriées pour l'estimation des bâtiments industriels et celle de l'évaluation par comparaison.

L'unité de mesure la plus couramment retenue est le mètre carré de superficie développée pondérée hors œuvre.

Les coefficients généralement admis sont les suivants:

- Sous-sol (suivent utilité et aménagement): 0,1 à 0,75.
- Rez-de-chaussée (pour tous bâtiments): 1.
- Etage (atelier ou magasins): 0,5 à 0,75.
- Etage (bureau): 1.

Les valeurs unitaires à retenir sont déterminées à partir des prix unitaires dégagés à l'occasion de mutations portant sur des bâtiments industriels similaires.

Lorsque les bâtiments composant un ensemble industriel présentent une certaine homogénéité (matériaux, état d'entretien, équipements), on peut adopter une valeur unitaire uniforme. Dans le cas contraire il est préférable d'adopter pour chaque bâtiment ou groupe de bâtiments comparables, un prix unitaire distinct.

Pour les bâtiments trop vétustes, seul le terrain conserve une valeur réelle et l'ensemble doit être évalué selon la méthode de la récupération foncière: c'est-à-dire la valeur du terrain, diminuée du coût de démolition des bâtiments.

4/ Agencements et installations : n'ont pas à faire l'objet d'une évaluation séparée, s'ils sont intégrés dans la valeur des constructions, sont évaluables à leur valeur sur le marché de l'occasion ou à leur valeur de remplacement ou bien valeur d'utilité.

5/ Matériel, outillage, et matériel de transport :

Leur durée de vie économique est supérieure à la durée d'utilisation comptable. Ces biens sont totalement amortis, et ont toujours une valeur d'usage que l'on doit évaluer.

¹ : Ibid, p 169.

6/ Matériel d'usage courant :

Il existe un cours sur le marché de l'occasion. L'appréciation des valeurs pourra être faite :

- Soit à partir de la valeur à neuf, diminuée d'un coefficient de vétusté, lequel devra tenir compte, d'une part de l'amortissement normal du matériel, et d'autre part, de son degré plus au moins grand de désuétude ou d'obsolescence.
- Soit à partir de la valeur comptable brute actualisée d'un amortissement normal en égard à la nature et à l'utilisation du bien.

7/ Le portefeuille des titres :

Les titres de participation ne sont pas évalués directement mais aux travers des éléments d'actif et de passif identifiables des filiales qu'ils représentent.

Les autres titres immobilisés du portefeuille sont évalués à leur valeur de marché, qui, pour les titres cotés, est égale au cours de bourse, ou à la moyenne pondérée des cours constatés et en neutralisant les fortes variations ponctuelles.

Les valeurs mobilières de placement sont valorisées à leur valeur de réalisation (cours de bourse, s'il s'agit de titres cotés) nette des frais de cession. :¹

- **Placement court terme et à long terme:** Selon la valeur de marché ou la valeur la plus basse du prix de revient.

8/ Disponibilité ou liquidité:

Les valeurs comptables et économiques sont identiques, il faut rapprocher les relevés bancaires des écritures comptables de l'entreprise: aussi vérifier les espèces en caisse.

9/ Les stocks : ²

- Un produit fini est valorisé au prix de cession diminué des frais et de la marge de commercialisation restant à réaliser, sur la base de marge normale de l'activité de commercialisation.
- Les produits en cours de production sont valorisés de la même façon, diminués des coûts de production restant à recourir et de la marge de production.
- Pour les contrats à long terme, ou de service en cours, la marge correspondant à l'état d'avancement des contrats est incluse dans la valeur des en-cours.

Les matières premières sont valorisées à leur coût de remplacement, et généralement, en pratique on retient la valeur comptable du bilan.

¹ : G. LEGROS, op cit, p 44.

² : Idem.

10/ Ecarts de conversion à l'actif et au passif :¹

Ces écarts constatent une perte ou un gain latent sur une dette ou créance en devises étrangères, et doivent être supprimés de même que la provision pour perte de change qui figure au passif.

11/ Les frais d'établissement et frais de recherche et développement :

- Les frais d'établissement sont des dépenses déjà réalisées sans possibilité de valorisation ultérieure : ce sont des non-valeurs à déduire de l'actif net. Et sont des frais engagés à la constitution de la société ou lors des opérations ultérieures portant sur le capital : augmentation ou diminution du capital, fusions, apports partiels d'actifs.

- Les frais de recherche et développement sont plus complexes et considérés en actifs réels dans le cas où une commercialisation soit acquise à court terme.

12/ La fiscalité différée :

Lorsqu'un impôt est eu ou à recevoir et son règlement est pas subordonné à la réalisation d'opérations futures, il est qualifié d'exigible et figure au passif ou à l'actif du bilan.

- Les dettes et créances d'impôts qui existent à la date d'évaluation mais qui ne sont pas encore exigibles (par les règles fiscales) et non-inscrit en comptabilité, soient tenues en compte dans le processus d'évaluation, et sont de l'ordre de trois :

- 1- L'incidence des écritures passées pour la seule application de la législation fiscale (notamment les provisions réglementées) car l'économie d'impôt réalisée n'est que temporaire et un passif d'impôt diffère existe à ce titre ;²
- 2- Les crédits d'impôts dont l'existence résulte d'un report déficitaire, dès lors qu'il n'existe pas de doute sur les possibilités futures d'imputer ces crédits d'impôts sur les impôts qui seront dus au titre de bénéfices futurs, un actif d'impôts différé existe à ce titre ;
- 3- Les retraitements pris en compte pour l'évaluation des entreprises, peuvent avoir des conséquences fiscale positives ou négatives car ils sont potentiellement créateurs de différences, et sont appelées à se manifester à l'avenir, entre le résultat fiscal et le résultat comptable de l'entreprise évaluée. Dans ce cas, un retraitement qui vient majorer les capitaux propres comptables génère un passif d'impôts différé, et en sens

¹ : Ibid, p 45.

² : Idem.

inverse, un retraitement venant minorer les capitaux propres comptables génère un actif d'impôt différé.

- Pour les biens nécessaires à l'activité de la société, qui de ce fait n'ont pas vocation à être vendus, on ne retient pas l'incidence de la fiscalité différée dès lors qu'elle n'est que latente - puisqu'il n'est pas prévu qu'elle se transforme en impôt exigible ;
- Pour les biens qui ne sont pas nécessaires à l'exploitation, et la société peut les céder sans nuire à son activité, il faut tenir compte de la fiscalité différée. Puisque l'hypothèse de la fiscalité différée se transforme en impôt exigible est vraisemblable.

II/ Analyse du passif:

Le passif constitue les ressources de l'entreprise destinées à financer les emplois figurant à l'actif. Il se subdivise entre ressources internes (capitaux propres et provisions) et ressources externes (dettes commerciales et financières).

1/ Capitaux propres:

Sont égaux à l'écart existant entre les avoirs de l'entreprise (son actif) et ses dettes. Le montant économique des capitaux propres sera déterminé par différence entre actif et dettes, après retraitement de la totalité des autres postes du bilan.

2/ Prêts et créances, dépôts et cautionnement, dettes financières et d'exploitation :¹

Leur valeur est déterminée par actualisation des valeurs dues à l'échéance, au taux constaté sur le marché financier à la date d'évaluation. Pour les prêts et créance qui ne sont pas productifs d'un intérêt aux conditions normales du marché à la date de l'évaluation.

Pour les comptes clients et les créances diverses, le montant des dépréciations est à ajuster.

Le cas du crédit bail: Sur le plan économique. On doit intégrer l'opération de crédit bail dans le bilan, ce qui reflète une vision réaliste de la situation de l'endettement financier de l'entreprise :

- A l'actif, on enregistre en immobilisation les chiffres de matériel et/ou de l'immobilier qui font l'objet du crédit bail.

Ce matériel est pris pour une valeur de reste à amortir calculé selon les mêmes principes que pour les autres immobilisations.

- Au passif, figure le montant restant à payer au bailleur

3/ Engagement relatif aux avantages à long terme accordé aux salariés : tels qu'indemnités de départ en retraite, complément de retraite, médaille du travail, doivent être identifiés et évalués.²

¹ : Ibid, p 45.

² : Ibid, p 45.

4/ Les provisions :

L'évaluation du passif de l'entreprise doit tenir compte de tous les risques et charges identifiés en particulier.

- Provisions pour perte d'exploitation future.
- Licenciements économiques programmés mais non rendus publics.
- Coûts de restructurations pour lesquels une annonce publique n'a pas encore été faite à la date de l'évaluation.

4- La valeur substantielle brute : La valeur substantielle brute représente la totalité des emplois corporels de l'entreprise engagée et organisée pour en réaliser l'objet sans tenir compte du mode de financement de ses emplois¹.

D'après cette définition, la valeur substantielle brute sera égale à la totalité de l'actif après avoir effectué les rectifications suivantes:

- L'actif doit être majoré des investissements nécessaires à l'exploitation que l'entreprise utilise sans en être propriétaire, on ajoutera donc toutes les immobilisations louées, prêtées, données ou fournies en leasing (Crédit bail).
- On retirera de l'actif tous les éléments corporels ou incorporels non nécessaires à l'exploitation.
- On soustraira également la valeur d'achat du fond commercial.
- Les frais d'établissement sont inclus.
- L'actif circulant est inclus dans la valeur substantielle.
- On soustraira les frais de réparation à engager pour maintenir certains biens en état de fonctionnement.

5-Avantages de la valeur patrimoniale:

- La valeur patrimoniale présente l'avantage de la simplicité et cherche à refléter la réalité des actifs détenus ou investis dans l'entreprise et aussi la disponibilité de l'information.
- La valeur patrimoniale représente une valeur planchée-assez facile à calculer. elle est nécessaire dans une première étape et considérée comme un point de passage obligé dans la démarche de l'évaluateur.
- Elle s'applique bien lorsque les actifs de l'entreprise sont liquidés.

¹ : P. VIZZAVONA, **évaluation des entreprises (cours- étude de cas corrigés)**, édition Berti, p 14.

- Elle est facile à mettre en œuvre pour les sociétés immobilières et financières qui possèdent des actifs immobiliers à vacation résidentielle ou commerciale destinés à la location.
- Permet de réaliser un inventaire des actifs, passifs et autres hors bilan de l'entreprise qui peuvent parfois réserver des surprises.
- Elle est souvent utilisée dans l'évaluation des TPE et des PME.
- Elle est souvent associée à d'autres méthodes de valorisation.
- Elle précise la valeur réelle des actifs de l'entreprise (valeur des bâtiments, valeur du matériel, valeurs des stocks et actifs incorporels).
- L'évaluation patrimoniale est assurément préconisée pour les entreprises défaillantes lorsqu'une menace pèse sur la continuité de l'exploitation (Horn, 1989, Besco, 1990)¹.
- L'évaluation patrimoniale est d'une grande utilité pour l'ensemble des parties à la négociation², elle servira de base de négociation.

- Elle présente un aspect sécurisant (Bessière et Coispeau 1992, Gresse, 1994) et une dimension certaine en fournissant à l'acquéreur potentiel une contrepartie tangible à son achat.
- La valeur patrimoniale est d'autant plus applicable quand l'entreprise est industrielle et dispose d'actifs pour lesquels il existe un marché secondaire (compagnie aérienne, ...) ³.

6- Limites de la valeur patrimoniale:

- La valeur patrimoniale permet d'estimer l'entreprise de façon ponctuelle et stratégique, uniquement les acquis soient pris en compte et ne reflète pas le mouvement futur, alors que l'entreprise est un organisme vivant qu'on doit le considérer à partir de son avenir c'est-à-dire sa capacité à générer les revenus garantissant sur le long terme sa conservation.
- Cette méthode apparaît très fragile car elle fait un écart important entre un présent qu'elle ne veut que voir et un avenir qu'elle veut inaugurer.
- La rentabilité de l'affaire n'est pas prise en considération surtout dans le cas d'une reprise d'entreprise, la méthode patrimoniale ne donne aucune indication sur les potentialités de résultats qui permettent de financer la reprise elle-même et le développement de l'affaire.

¹ : M.C. BARBOT, « évaluation des PME défaillantes », revue française de gestion, n140, 2002, p 129.

² : Ibid, p 130.

³ : P. VERNMMEN, op cit, p 859.

- Cette approche prend donc très peu en compte le dynamisme de la société en termes d'activité et de rentabilité, et aussi des perspectives de développement.
- La principale faiblesse réside dans le fait qu'elle repose sur des données comptables souvent obsolètes et ne permettent pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constitutifs de la valeur.
- La rareté des réévaluations de bilan.
- Le dernier bilan à souvent plusieurs points d'ancienneté, ce qui pose le problème de la pertinence des chiffres.
- Cette méthode suppose implicitement que la somme des parties traduit parfaitement la valeur globale de l'entreprise, alors que la création de valeur provient également de la capacité de l'équipe dirigeante à combiner ces actifs et à en dégager des synergies. C'est pour quoi, certaines évaluations intègrent la notion de GoodWill¹.
- Les actifs immatériels sont ignorés par cette approche:
Parce que les règles d'enregistrement comptable limitent la valorisation des actifs incorporels et des investissements immatériels .le bilan ne reflète pas la valeur des actifs incorporels créés par l'entreprise.²
- Avec ce type de méthode l'entreprise est appréhendée comme une collection de biens, la valeur d'une entreprise dépend d'éléments patrimoniaux mais elle résulte aussi d'un effet de synergie dont la comptabilité ne rend pas compte (HGyrigoyen, et Caby 1998)³ et déduction faite de l'imposition de la plus - value;

7- Les notions de Good will et d'actifs immatériels:

A L'occasion de la prise de contrôle de l'entreprise par une autre, un écart apparaît souvent entre le prix payé et la valeur réévaluée des différents actifs et dettes qui composent le patrimoine de la société acquise. Cet écart d'acquisition correspond à ce que les anglo-saxons appellent le good Will. La prise en compte du good Will et des amortissements qu'il induit, peut modifier fortement l'estimation de la rentabilité d'une société.⁴

La comptabilité fixe des règles pour l'établissement des divers éléments d'actifs dans le bilan: Ils doivent être facilement identifiable, séparable (cessibles), sous le contrôle juridique de l'entreprise et susceptible d'être évaluées par leur coût interne ou leur utilité.⁵

¹ : C. BONNIER et al, **comptabilité financière des groupes** , Gualino éditeur, Paris2006, p 347.

² : M.C. BARBOT, op cit, p 130.

³ : Ibid, p 131.

⁴ : A. THAUVRON, **évaluation d'entreprise**, 2eme édition, Ed economica ; Paris, 2007, p 31.

⁵ : G. CHAPLAIN, op cit, p 184.

Les droits de propriétés tels que brevets et marques, les droits réglementaires (quotas, autorisations) ou contractuelle (concession, licence), les programmes informatiques ou base de données répondent à tous les critères. La valeur des équipes, les capacités d'innovation, les rentes de situation, les synergies ou système d'information ne satisfont pas à ces normes.

L'évolution des entreprises comme cellule vivante mais pas comme seulement un ensemble de bien rend nécessaire une réflexion sur la valorisation de ces actifs. (La gestion, la captation et l'émission d'information ou de connaissance, la veille concurrentielle, les nouvelles formes de relations clients, le mode de fonctionnement en réseau inter ou intra-entreprise (s)). Donc le centre de gravité de la production de richesse se déplace de l'activité productrice à la création.¹

- L'évaluation par le Good Will essaie de concilier l'évaluation par le patrimoine et celle par la rentabilité. La valeur globale d'une entreprise est égale à son actif net comptable corrigé augmenté par la valeur des éléments incorporels, c'est-à-dire le Good Will. Valeur de l'entreprise = ANCC + GW

Il faut vérifier que l'actif net corrigé n'intègre pas des éléments incorporels afin d'éviter un double comptage des mêmes éléments. Pour une entreprise en difficulté, la rentabilité est faible, sa valeur patrimoniale est alors supérieure aux valeurs de rendement. Cette différence correspond à un Bad Will.

La méthode du good Will est une méthode de valorisation dite mixte qui vise à corriger les valeurs patrimoniales pour tenir compte de la rentabilité économique anticipée de l'entreprise.²

Le good Will se manifeste par un super profit appelé super bénéfice ou rente de good Will.³ Le super bénéfice constitue la différence entre le résultat normatif (qui correspond au produit de l'actif investi corrigé par le rendement des capitaux investis) et le résultat anticipé dans le plan d'affaires.

Super bénéfice = bénéfice net - KC px (ANC)

Kcp: La rentabilité normale: c'est la rémunération attendue par les actionnaires sur les capitaux propres.

Le Good Will matérialise également le supplément de rentabilité que l'entreprise obtient de ses capitaux employés par rapport aux attentes du marché. Ce sur profit ou rente du

¹ : Ibid, p 185.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 360.

³ : Ibid, p 36.

Good Will peut provenir d'un avantage compétitif durable ou d'une rente de situation¹ à l'inverse, lorsque la rentabilité est insuffisante, il y a un Bad Will qui diminue la valeur patrimoniale de l'entreprise.

A/ Définition d'un Good Will: Le Good Will (G W) ou sur valeur, représente l'excédent de la valeur globale de l'entreprise sur la somme des valeurs des divers éléments corporels et incorporels qui la composent $V = ANCC + GW$.²

Un Good Will existe (positif ou négatif) à chaque fois qu'une différence apparaît. Cette différence peut s'expliquer par la stabilité des sources d'approvisionnement de l'entreprise, ses études de recherches, la compétence et le savoir accumulés par le personnel, son organisation industrielle, administrative, commerciale, sa clientèle, sa rentabilité financière, sa rentabilité économique, notoriété de la marque, portefeuille d'innovation, qualité de management.

B/ Calcul du Good Will:

L'utilisation des méthodes patrimoniales, consiste à additionner la valeur des éléments d'actif et à soustraire les éléments de passif.

Le good Will ou Bad Will (si la valeur est négative) trouve son origine sans une rentabilité de l'entreprise supérieure (inférieure) à ce que l'on serait en droit d'attendre de ces actifs. Cet écart de rentabilité représente le gain annuel que procurent ces éléments immatériels.

L'évaluation des éléments incorporels non identifiés qui composent le good Will ou le fond de commerce se fait par deux méthodes.³

C/ Évaluation des actifs immatériels

L'actif immatériel se caractérise par l'absence de substance physique.

Les principales méthodes rencontrées pour évaluer l'immatériel sont quatre:

- * Le coût historique: intéresse surtout les éléments (comme un logiciel, un brevet), que peut acquérir l'entreprise à l'extérieur, ou si elle est capable d'isoler les coûts d'élaboration.
- * Le coût de reconstruction: peu adapté parce qu'il est peu probable que l'actif immatériel (exemple: brevet, marque) puisse être reproduit à l'identique.
- * La valeur de marché: Difficile à utiliser à cause de la spécificité des biens.
- * L'évaluation par les revenus futurs nets actualisés: C'est la méthode préconisée par les experts car elle permet de prendre en compte des effets bénéfiques de l'actif, leur durée attendue, les coûts d'entretien et le risque spécifique.

¹ : C. HOARAU, op cit, p 338.

² : R. OBERT, op cit, p 399.

³ : F. LEFEBVRE, op cit, p 101.

1- La valeur de portefeuille:

1.1 La valeur du fonds de commerce: peut être apprécié à partir du chiffre d'affaire en appliquant des coefficients qui font référence à des statistiques nationales.

1.2 La valeur de la marque: la marque fait partie des actifs immatériels de l'entreprise et contribue à son profit. La valeur de la marque se compose d'une part de ses caractéristiques propres et "tangibles" (part de marché, croissance, indice de notoriété, ... etc.), d'autre part des caractéristiques objectives ou symboliques que le consommateur lui attribue et qui induisent le choix de ce dernier.¹

Tableau 4 : Les méthodes d'évaluation de la marque²

Famille de méthode	Mode valorisation
Approche patrimoniale	- Coût historique d'entrée - Valeur de remplacement
Évaluation par rendement	- Capitalisation de la marque - Par les flux issus de la marque - Par le différentiel de la marge - Par le DCF appliqué à la marque - Par la méthode sorgem (cash - Flow après cotation)
Évaluation par les multiples	- La méthode inter Brand - classement en fonction de critères déterminants des multiples - La méthode proposée par l'administration fiscale - Une méthode multicritère

Les situations multiples dans lesquelles il est nécessaire d'évaluer une marque sont les suivantes:³

- Acquisition ou cession d'une marque;
- Restructuration ;
- Affectation de l'écart de la 1ère consolidation;
- Détermination ou justification du taux de redevance des marques;
- Suivi des décisions stratégiques sur l'évolution de la valeur de la marque;
- Évaluation de l'entreprise.

¹ : G. CHAPLAIN, op cit, p 203.

² : Idem.

³ : Idem. .

1.3 La valeur du capital client:

Le capital client s'apprécie en étudiant le degré de fidélité de la clientèle, la capacité de l'entreprise à acquérir de nouveaux clients et aussi la valeur actuelle des clients (rentabilité sur la durée moyenne de la relation d'affaires).

La mesure du capital client implique une première capacité à comprendre et à appréhender la "segmentation", une classification des clients adéquate à la nature des relations que l'entreprise entend avoir avec eux.

La valeur du capital client sera mesurée par le chiffre d'affaires et la rentabilité associée.

2. La valeur du capital innovation:

L'innovation devient de plus en plus importante dans la stratégie de l'entreprise afin de renouveler leur offre et pour tenter de récupérer de nouvelles parts de marché.

2.1 Les brevets et la R &D:

2.1.1 Les brevets: L'évaluation des brevets se fait selon trois méthodes:

1- Par les coûts de recherche: Le brevet est évalué à la somme des coûts de recherche nécessaire à son élaboration

$$V(\text{brevet}) = \Sigma \text{coûts de recherche.}^1$$

2- Grace aux bénéfices cumulés: Le brevet est évalué en fonction de son bénéfice prévisionnel cumulé sur sa durée de vie technique. On notera que cette durée de vie technique doit être inférieure ou égale à la durée pendant laquelle le brevet est protégé.

$$V(\text{brevet}) = 20 \% \Sigma \text{bénéfice.}$$

3- D'après l'administration fiscale: On distingue trois types de brevets:

* Lorsqu'il est non exploité, il ne peut être évalué en dessous des coûts de recherche et de dépôt qu'il a occasionné.

* Lorsqu'il est exploité par le breveté: Le montant de son évaluation dépend des partis car, il est difficile de différencier ce qui provient du brevet tant que tel et ce qui provient de l'exploitation générale.

2.2.2 Les processus:

Il est clair que l'informatique contribue à la création de la valeur par sa conservation de l'information, baisse des coûts de productions, et plusieurs gains technologiques et de productivité. Pour l'évaluation des processus, un niveau d'indice spécifique au rendement comparé aux objectifs établis peut être déterminé en prenant en compte l'âge des

¹ : Ibid, p 208.

infrastructures technologiques de l'entreprise et le coût de l'assistance commerciale consacrée.

2.2.3 La valeur du capital humain:

* Le savoir et le savoir-faire (Know-how):

Lorsque le savoir, qui peut se résumer à un savoir purement livresque, s'enrichit en pratique, s'inscrit dans le temps, il se charge d'expérience et se traduit alors par l'apparition du savoir - faire qui est générateur de profits.

2.2.4 La valeur du management et de l'organisation:

Une organisation compétitive crée un avantage concurrentiel qui repose sur, les innovations, la maîtrise de tous les programmes et procédures de management, de marketing, de recherche et de qualité.¹

* **Le modèle EFQM crée en 1987:** La valeur du management appréciée par le Modèle EFQM envisage le niveau "d'excellence" du management et de l'organisation dans l'entreprise. Cette démarche est basée sur le principe PDCA, a pour objectif l'amélioration évaluée et continue de la qualité dans toute l'entreprise.

Plan: se fixer des objectifs et ordonnancer les moyens.

DO: Réaliser.

Check: Mesure, faire la revue, contrôler les écarts.

ACT: Agir, réagir, améliorer.

* Les objectifs sont fixés, on mesure les écarts par rapport à ces objectifs, on cherche à les réduire. On mesure les écarts et ainsi de suite. C'est un processus autoévaluation.

2.2.5 La valeur stratégique:

1- La survaleur par les parts de marché.²

Une entreprise qui dispose de parts de marché importantes dans son secteur ne pourra pas être évaluée de la même manière qu'une entreprise avec des parts de marché plus faibles à structure financière et bilancielle équivalente. Donc la part de marché fait intervenir une donnée nouvelle, dans l'évaluation de l'entreprise.

2- La valeur du potentiel stratégique:

* La valeur stratégique est le reflet de la valeur perçue par un industriel (et non un financier) qui souhaite acquérir l'entreprise dans une vision de continuité de l'exploitation pour créer de la valeur.

¹ : Ibid, p 214.

² : Ibid, p 218.

*** Les composantes de la valeur stratégique:**

- La valeur des actifs existants ;
- La valeur de croissance ;
- La valeur après restructuration.

* La valeur stratégique prend notamment toute sa signification lorsque le rachat de l'entreprise se produit dans un secteur concurrentiel avec un nombre limité d'acteurs.

Section II/ Les méthodes de flux : (rentabilité, capitalisation, actualisation des flux disponibles) :

Les méthodes fondées sur les flux visent à déterminer la valeur d'une entreprise en se basant sur l'hypothèse qu'elle restera en exploitation durant un avenir prévisible, il s'agit de formuler un futur pour l'entreprise dont la stratégie et les objectifs se déclinent en termes quantifiables.¹

Les méthodes de flux sont établies en fonction :

- 1) Les flux monétaires qui seront générés dans le futur, qui peuvent être des dividendes, des bénéfices, des bénéfices anormaux ou excédentaires ou des flux de trésorerie ;
- 2) Du taux de rendement offert par des investissements d'un niveau de risque comparable ;²
- 3) De la liquidité d'investissement, qui représente la capacité de détenteurs à vendre leur placement rapidement et à des coûts de transaction peu élevés.

M1 : Méthode discounted Cash Flow DCF.

M2 : Méthode des flux simplifiés.

M3 : Méthode de la valeur de rentabilité, valeur de rendement.

On peut formuler la valeur de la manière générale suivante :

$$VAL = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{flux}{(1+t)^n}$$

Val : Valeur actualisée de la société.

Flux : Flux financier.

t : Taux d'actualisation (taux de rendement attendu par les actionnaires).

n : Le nombre d'années.³

I/ La méthode des flux futurs de trésorerie actualisés :

Appelée aussi méthode des Cash flow libres actualisés (discounted Cash flow DCF) Cette méthode part du principe qu'un actif vaut ce qu'il va rapporter. L'évaluation par la méthode des DCF consiste à déterminer les flux de trésorerie futurs disponibles revenant à l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créances financiers) et à les actualiser à un

¹ : Ibid, p 213.

² : Ibid, p 214.

³ : P. FLORENCE, B. d'AUSTACHE, **valorisation d'entreprise et théorie financière**, éditions d'organisation, paris 2004, p .

taux représentant leur exigence réciproque en matière de rentabilité (Moyenne entre le taux d'intérêt servi sur la dette et le taux de rentabilité attendu des actionnaires).¹

La valeur d'une entreprise égale à : $V = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{\text{Flux}(ft)}{(1+t)^n}$

t : taux d'actualisation

La valeur d'une entreprise est, donc, égale à l'actualisation aux taux constant des flux de trésorerie qu'elle va générer de l'année à venir à l'infini.

A/ La période explicite de prévision : doit être la plus longue possible, et peut arriver jusqu'à 10 ans. Elle ne prend fin que lorsque la société est arrivée à maturité. Dans ce cas, les bénéfices et flux de trésorerie deviennent plus stables et il devient aisé de les modéliser sur un horizon infini.²

- Pour simplifier l'analyse, et puisqu'il est impossible de réaliser des prévisions sur un horizon infini, l'avenir de l'entreprise est scindé en deux périodes. la première de n d'années avec un niveau des flux (Fn).³
- La deuxième s'étend de l'année n + 1 à l'infini, la valeur des flux est approximée par une valeur terminale, Vtn, qui représente la valeur actualisée des flux de trésorerie au-delà de la période explicite.

La valeur = Valeur actualisée des Ft pendant la période explicitée de prévision +

Valeur actualisée des Ft après la période explicitée de prévision

Selon la formule suivante :⁴

$$V = \sum_{n=1}^n \frac{F_n}{(1+t)^n} + \frac{VT_n}{(1+t)^n}$$

$$V = \sum_{n=1}^n \frac{FN}{(1+t)^n} + \text{valeur résidentielle (terminale)}$$

n : année de la prévision (1-5)

Fn : flux de trésorerie prévu de l'année n

t : taux d'actualisation = coût du capital

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 46. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 14/12/2017.

² : A. THAUVRAN, **évaluation d'entreprise**, 3ème édition, édition economica, Paris, 2010, p 110.

³ : Ibid, p 100.

⁴ : C.A. DUOLAT, **évaluer votre entreprise**, édition Vuibert, Paris 2007, p 143.

B/ Valeur terminale : valeur calculée sur la période dépassant la période des prévisions.

L'actualisation transforme une valeur future en valeur d'aujourd'hui, elle traduit le dicton populaire « le temps, c'est de l'argent, en tenant compte d'un taux.

Estimation de la valeur terminale :

La valeur terminale permet d'éviter de réaliser des prévisions de flux de trésorerie sur une longue période. Puisque l'entreprise est arrivée à sa phase de maturité, les flux de trésorerie disponibles (FTD) vont connaître une croissance stable, au taux g jusqu'à l'infini.

La valeur terminale V_{tn} sera :

La valeur terminale V_{tn} sera
$$VTn = \frac{FTD_{n+1}}{CUMPC-g}$$

Le taux d'actualisation dépend du rendement attendu et aussi du risque estimé.

La méthode DCF est considérée comme la plus pertinente pour l'évaluation d'une entreprise, dans la mesure où elle permet d'intégrer :

- Ses composantes stratégiques, économiques et financières.
- Ses perspectives de développement ;
- Ses niveaux de rentabilité prévisionnelle ;
- L'exigence de rentabilité des apporteurs de fonds.

Compte tenu du risque associé à leurs investissements. La valeur obtenue correspond à la valeur de marché théorique des actifs économiques de l'entreprise (dite valeur d'entreprise)¹

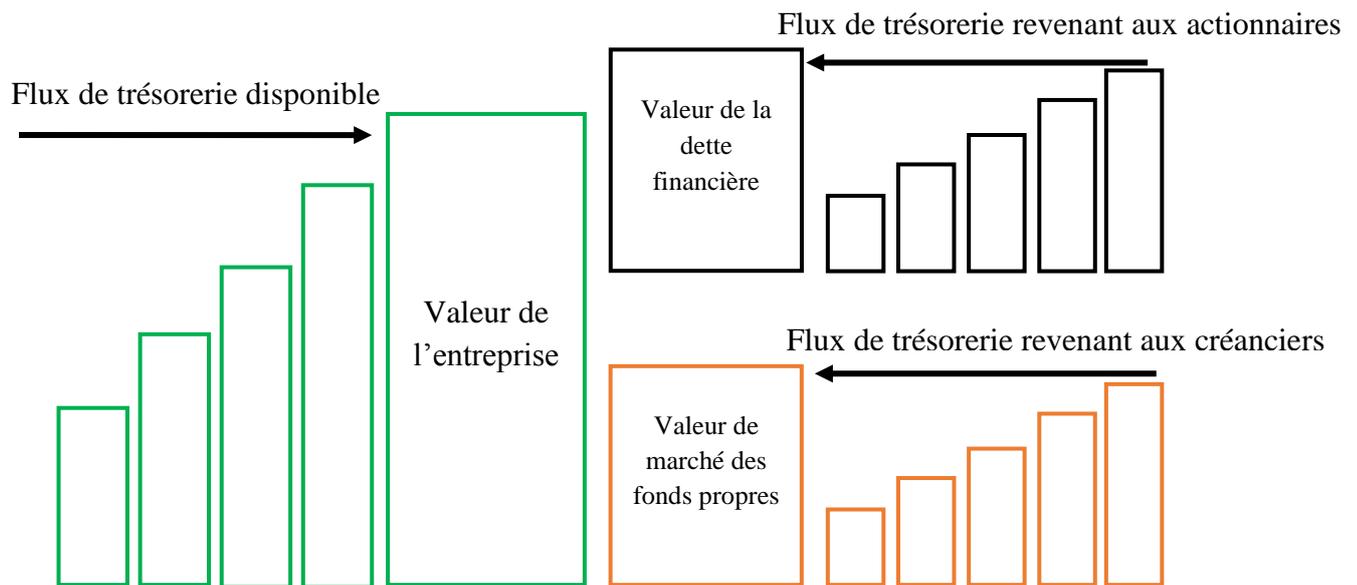
La méthode DCF s'applique :

- Aux sociétés susceptibles d'établir des plans d'affaires à moyen terme suffisamment fiables ;
- Aux sociétés d'une certaine taille pouvant bâtir des prévisions avec une visibilité suffisante sur leur avenir ;
- Dans toutes les activités à caractère industriel ou avec des investissements significatifs ;
- Avec une grande prudence aux Start up à condition que des prévisions cohérentes doivent être établies.²

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 60.

² : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 47. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 15/11/2017.

Cette approche peut être schématisée par le graphique ci-dessous :¹



Pour calculer la valeur de la société (la valeur de marché des fonds propres qui intéresse l'évaluateur), il faut déduire l'endettement financier de cette valeur d'entreprise à sa globalité à la date d'évaluation.

Les flux futurs de trésorerie pris en compte dans le plan d'affaires étant retenus avant remboursement des dettes bancaires, ont pour objet la rémunération des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers bancaires).

C/ L'estimation de la valeur des capitaux propres :

La méthode de flux futurs de trésorerie donne une valeur de capitaux propre en deux temps :

- Premièrement elle donne une valeur d'entreprise à travers l'actualisation, des flux de trésorerie prévisionnels, qui permet d'estimer la valeur des actifs d'exploitation, avant la prise en compte de l'endettement net de la valeur des actifs hors exploitation (exemple : immeuble, participation financière) qui doivent être évalués séparément, Car cette méthode est censée rendre compte des flux futurs estimés générés par l'exploitation de l'entreprise.

Dans un deuxième temps, elle permet d'estimer une valeur de capitaux propres en soustrayant de la valeur d'entreprise l'endettement net (ou en rajoutant la trésorerie nette), ainsi que d'autres éléments.

¹ : F. LEFEBVRE, ibid, p 61

$$V = VE - \text{Dettes nettes.}^1$$

$$V_{cp} = \sum_{i=1}^n \frac{FcFFi}{(1 + Kwacc)^i} + \frac{Vtn}{(1 + Kwacc)^n} - VDN$$

Après des retraitements complémentaires :

$$V_{cp} = V_e - V_{DN} - \text{provisions} - \text{intérêts minoritaires.}$$

Kwacc : coût moyen pondéré du capital.

D/ La valeur de dette nette :

Pour obtenir la valeur des capitaux propres et la valeur de l'action il faut déduire de la valeur d'entreprise le montant de la dette nette qui est différente de la dette utilisée pour le calcul du WACC (correspond aux taux d'endettement cible de l'entreprise) alors que,

La dette nette (V_{DN}) = valeur de la dette financière – valeur des actifs de trésorerie :²

La dette financière comportée :

- Les emprunts obligataires ;
- Les dettes bancaires à court terme et moyen terme ;
- Les découverts bancaires (solde créditeurs de banque) ;
- * Les dettes fournisseurs et les dettes fiscales ou sociales ne doivent pas être retenues puisqu'elles sont intégrées dans le calcul du BFR ;
- * Les dettes sont évaluées à leur valeur de marché et non à leur valeur comptable ;
- * La valeur de marché d'une dette correspond à la valeur actualisée des flux générés au cours de la durée de vie de l'emprunt et actualisés au taux auquel l'entreprise s'endette.

Valeur de la dette =

$$\sum_{n=1}^n \frac{\text{annuités}}{(1 + Kd)^i}$$

Kd : coût de la dette

Les paramètres à estimer sont :

- 1) Les flux de trésorerie sur la durée retenue pour le plan d'affaire ;
- 2) La valeur terminale ;

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 36.

² : G. LEGROS, op cit, p135.

- 3) Le coût, moyen pondéré du capital auquel vont être actualisés les flux de trésorerie et la valeur terminale et permettant de prendre en compte les notions de risque et de temps dans la détermination de la valeur de la société.

E/ L'estimation des flux de trésorerie disponible :

Sont les flux à destination de tous les apporteurs de fonds qu'ils soient actionnaires (dividende et mises en réserve : résultat net) ou créanciers financiers (charges d'intérêts et remboursement du capital), après financement des investissements.

Le flux de trésorerie correspond à des sommes qui entrent dans la trésorerie de l'entreprise en caisse ou en banque (FTD) =

Excédent brut d'exploitation (EBE)

-Impôt sur les sociétés

-Augmentation du besoin en fonds de roulement (BFR)

+dotation aux amortissements et provisions

-Investissements

=Flux de trésorerie disponible

Le résultat financier (emprunt, crédit) et le résultat exceptionnel (exemple : cession d'un matériel) sont éliminés de l'analyse et n'intéressent pas l'évaluateur.

BFR = (stocks + créances clients) – Dettes fournisseurs.

F/ La construction du plan d'affaires : le business plan représente la traduction chiffrée de la perspective stratégique de la société¹, qui résulte à la fois du diagnostic financier et stratégique qui a été établi, et aussi des anticipations faite par l'évaluateur. Quant aux conditions économiques et sectorielles pour l'année à venir. donc l'évaluation intégrée le passé et le futur pour construire les états prévisionnels de la société à valoriser.

La durée du plan d'affaire est généralement de trois à cinq ans. Qui varie selon le type d'activité exercée et le secteur concerné, L'évaluation de l'activité ainsi que les cycles d'investissement. Plus la durée du plan d'affaires est courte plus la valeur terminale est importante dans la valeur globale de l'entreprise.

- Les données du plan d'affaire qui vont servir à calculer les flux de trésorerie future sont principalement les suivantes :²
 - Chiffre d'affaires et coût des ventes ;

¹ : A. THAUVRAN, op cit, p 110.

² : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 49. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 15/11/2017.

- Autres charges d'exploitation ;
- excédent brut d'exploitation en résultant ;
- Dotation aux amortissements et aux provisions ;
- Résultat d'exploitation ;
- impôt théorique sur ce résultat d'exploitation ;
- investissement net ;
- Variation du besoin en fond de roulement.

G/ Taux d'actualisation :

L'actualisation des flux de trésorerie vise à répondre à deux préoccupations :

- Tenir compte du temps qui sépare la date à laquelle les flux de trésorerie sont générés et la date à laquelle se situe l'évaluation, (le prix du temps).
- Prendre en compte le risque pris par les apporteurs de fonds (le prix du risque lié à l'incertitude).

Le taux d'actualisation dépend de la structure de financement de la société, de même que, du risque lié à l'activité exercée.

Le taux d'actualisation habituellement retenu est le coût moyen pondéré du capital (CMPC = WACC qui représente le coût moyen de l'ensemble des sources de financement de l'entreprise, selon la formule suivante, (modèle d'évaluation des actifs financiers) :¹

$$WACC = Kc \frac{C}{C + D} + kd \frac{D}{C + D}$$

WACC (Weighhed Average Cost of Capital): Coût du capital

kd = kd (1-T) : le taux d'endettement net, après impôt.

T : taux d'impôt

D'après les travaux de LUITNER (1965) et BLACK (1972) : Le coût des fonds propres est déterminé par l'équation (MEDAF) modèle d'évaluation des actifs financiers) :²

Kc= rf+Bi(r m- rf)

R m- rf: prime de risque de marché

C:valeur des capitaux propres

D : valeur de la dette

rf : Taux sans risque [en pratique taux des obligations d'état]

Rm : Rentabilité du portefeuille de marché (coût des capitaux propres)

¹ : Ibid, p50.

² : A. THAUVRON, op cit, p 70.

B : Mesure la sensibilité du cours d'une action par rapport à l'évaluation du marché dans son ensemble : mesure du risque systématique (non diversifiable).

Kc : Coût des capitaux propres de l'entreprise endettée : taux de rendement espéré par les actionnaires compte tenu du niveau de risque attaché à l'entreprise.

Kd : Coût de la dette : taux de rentabilité exigé par les créanciers, il correspond au coût de l'endettement nouveau et non au coût moyen de l'endettement passé.

Le calcul doit reposer, sur des données de marché, pas de données comptables (valeur de dette et des capitaux propres).

Le coût des fonds propres = La rentabilité anticipée d'un titre, est égale au taux sans risque (R_f) auquel est ajoutée la prime de risque du marché ajusté du risque systématique du titre (B_i).

La prime de risque est égale à la différence entre la rentabilité anticipée du marché (R_m) et le taux sans risque ($R_m - R_f$)

Le facteur B a une importance capitale dans la détermination du coût des fonds propres de l'entreprise, et dans ce modèle c'est le seul facteur qui détermine le niveau de risque de l'entreprise.

H/ Les erreurs à éviter dans l'application de la méthode DCF

Erreurs liés à la construction du business plan : ¹

Le premier écueil réside dans la construction du business plan et l'évaluation des Cash Flow futurs : il est difficile de prévoir l'avenir même à très court terme parce que l'évolution des conditions macroéconomiques, l'arrivée d'une nouvelle technologie ou la réponse des concurrents à un changement de prix ont des effets très rapides sur l'évolution des Cash Flow d'une entreprise. Les dirigeants ont tendance à sur estimer leurs propres capacités à atteindre leurs objectifs en terme de croissance du chiffre d'affaires, du taux de marge opérationnelle ou du taux d'investissement qui sont souvent des objectifs peu réalistes.

I/ Avantages de cette méthode :

La méthode des flux futurs de trésorerie actualisés est applicable dans tout type d'estimation, de la valeur d'une société ou d'une action (plan d'affaires établi). elle constitue souvent la méthode privilégiée. C'est la méthode de référence pour déterminer la valeur d'utilité d'une unité génératrice de trésorerie en norme IFRS.²

¹ : Ibid, p 327.

² : F. LEFEBVRE, op cit, p 62

- L'administration fiscale reconnaît la méthode des flux de trésorerie futurs, comme une « approche de cohérence », qui peut être utilisée pour « affiner ou ajuster éventuellement les valeurs dégagées ».
- L'avantage de cette méthode réside : dans la valeur financière de l'entreprise qui est comprise comme la somme actualisée de flux générés dans le futur.
- Cette méthode reste plus utilisée dans le monde de la finance, parce que les informations collectées et l'étude approfondie de l'entreprise permettent d'introduire plusieurs hypothèses, ce qui rend cette méthode flexible et facile à l'adapter à différents profils d'entreprise et permet à l'évaluateur de prendre connaissance de tous les aspects opérationnels de l'entreprise afin de mettre en lumière ses principaux inducteurs de valeur et les relations qui les lient.
- Elle permet de piloter l'entreprise par la valeur.
- Elle est adaptée aux sociétés qui ont plusieurs activités car elle permet de valoriser chacune d'elles, en tenant compte de leurs perspectives et niveaux de risque.
- Elle permet de traduire concrètement en terme chiffré les différentes hypothèses et prévisions, souvent implicites.¹
- Elle ramène à la réalité des performances économiques de l'entreprise.²
- Elle permet une intégration globale de flux.
- Cette méthode est proche de la véritable problématique de l'évaluation.³
- Elle ne vise pas à obtenir des réponses absolues mais cherche à mettre en œuvre des modèles systémiques cohérents et à en approfondir les mécanismes de fonctionnement en multipliant les hypothèses, les simulations et les analyses de sensibilités.
- C'est une méthode cohérente avec la théorie financière, contrairement à l'approche patrimoniale.
- Cette méthode permet aux responsables financiers et aux dirigeants de prendre des décisions concernant les opérations financières parce qu'ils sont très bien informés et éclairés
- Elle est adaptée au cas de l'acquisition et de la cession et aussi, elle permet d'offrir un suivi régulier, de la valeur créée par l'entreprise pour les actionnaires sur une période donnée, année après année.

¹ : P. VERNMMEN, op cit, p 849.

² : Ibid, p 850.

³ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 78.

J/ Inconvénients :

- Cette méthode est peu utilisée lors de l'estimation de la valeur des titres d'une TPE / PME ou de fonds de commerce traditionnel, ou les multiples de divers agrégats financiers prévalent. cette méthode est la plupart du temps écartée dans les petites entreprises ou généralement, il n'existe pas de processus de planification budgétaire fiable.
- Cette méthode repose sur des incertitudes liées aux prévisions .ces incertitudes représentent un inconvénient majeur grâce à la fragilité de ces prévisions d'exploitation et financières.
- Les limites de cette méthode résident dans le fait que les hypothèses induisent les résultats :
 - L'impact du business plan (les prévisions d'exploitation) est lourd sur la formation des Cash Flow (la valeur). Ce qui rend les prévisions fragiles.
 - L'horizon des prévisions à retenir va influencer le calcul qui dépend de la visibilité de l'entreprise dans le futur.
 - L'importance de la valeur résiduelle dans l'évaluation de l'entreprise (plus d'horizon sera court et le taux d'actualisation faible, plus la valeur résiduelle est important dans l'évaluation de l'entreprise)¹.
 - La valeur résiduelle calculée par actualisation ou capitalisation d'un solde de résultats en fin de période de prévisions, incorpore la fragilité de projections.
 - De plus la capitalisation d'un résultat futur présente la faiblesse de recourir à un multiple P/B futur que l'on est dans l'incapacité de prévoir.
 - La difficulté d'assurer une cohérence du plan d'affaires au regard de l'historique, de l'évaluation prévisible du secteur, de la position concurrentielle de la société.²
 - Elle est sensible à l'hypothèse retenue, dès lors ses résultats sont très volatils. c'est une méthode rationnelle, mais ce problème technique de prévision la rend un peu aléatoire.³
 - Il n'est pas toujours aisé de réaliser un plan d'affaires sur une période suffisante : l'information fait souvent défaut pour l'analyste externe.¹

¹ : G. CHAPLAIN, op cit, p 115.

² : S. BONNET-BERNARD, « l'évaluation, un art qui nécessite une combinaison de compétence », revue française de comptabilité, n458, 2012, p 31.

³ : P. VERNMMEN, op cit, p 850.

Difficulté de déterminer les paramètres financiers de l'évaluation :

- Le taux d'actualisation qui lie la valeur avec le temps, est fortement liée au risque que représente l'entreprise (la détermination de ce risque est délicate).

Difficulté de modéliser la valeur terminale (valeur de sortie à l'horizon du plan) :²

- Risque de survaleur par la valeur terminale dans la valeur totale de l'entreprise (valeur gonflée) ;
- La nécessité de formuler de nombreuses hypothèses ;
- Généralement, on privilégie la valorisation de l'entreprise et non de son capital, c'est-à-dire l'actualisation des flux disponibles avant charges financières (on retranche ensuite les dettes de la valeur calculée pour obtenir la valeur du capital), d'autres évaluateurs procèdent à une valorisation sur les flux nets des charges financières, ce qui peut produire des erreurs d'appréciation, surtout pour les sociétés lourdement endettées.
- Hypothèse de stabilité de la rente dans un contexte concurrentiel et évolutif.
- La durée et le taux d'actualisation sont difficiles à déterminer.
- Le modèle ne traite pas directement les problèmes d'équilibre financiers de l'entreprise (investissement, financement).³

II/ Méthode de capitalisation d'un flux normatif :

Dans certains cas, il n'est pas possible de recourir à une évaluation basée sur les flux futurs de trésorerie actualisée (DCF). Car il n'existe pas d'éléments prévisionnels fiables, il est préférable donc, de calculer une valeur d'entreprise en utilisant une capitalisation bien maîtrisée (capitalisation d'un flux normatif) plutôt qu'un mauvais DCF. [Elle consiste à évaluer un capital qui, placé à un taux donné, procurerait à l'investisseur un revenu égal au résultat de la société].⁴

Cette méthode est une simplification du DCF puisqu'en considère le flux financier dégagé par la société à évaluer est constant. Elle s'applique dans les PME et TPE, qui dégagent des résultats relativement constant et ne prévoient pas un fort développement ou un renouvellement important de leur investissement, notamment en « régime de croisière ». C'est-à-dire l'entreprise peut poursuivre son activité actuelle dans des conditions similaires

¹ : Idem.

² : S. BONNET-BERNARD, idem.

³ : G. CHAPLAIN, op cit, p 122.

⁴ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 71.

dans un horizon de temps assez lointain,¹ il convient de déterminer un flux de référence pertinent qui, peut-être, le résultat net ou le résultat d'exploitation net de l'impôt théorique applicable à l'entreprise évaluée.

Les amortissements annuels sont considérés égaux aux investissements et le BFR est considéré comme stable.²

Si le résultat net est retenu, cela présuppose que le résultat exceptionnel est, soit négligeable, soit récurrent et que le résultat financier est représentatif du coût de l'endettement net.

La valeur de l'entreprise est donc le résultat du rapport entre le flux de référence et le taux de capitalisation,

$$VE = \frac{\text{flux de référence}}{\text{taux de capitalisation}} \quad 3$$

Le choix du taux de capitalisation est lié à la nature du flux de référence retenu :

- Lorsque le résultat d'exploitation est utilisé, le taux de capitalisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital ;
- Si la référence est le résultat net, c'est le coût des fonds propres qui est pris en compte puisque le résultat net est la base de la rémunération des actionnaires ;
- Le taux de capitalisation correspond au taux retenu par l'actualisation de l'infini d'un flux (la méthode DCF).

III/ Méthode basée sur l'actualisation des bénéfices : (valeur de productivité)

La valeur de productivité correspond au résultat net corrigé et actualisé.

a/ Critère de bénéfice net :

La formule a appliquée pour la valeur de productivité :⁴

$$\text{Valeur de productivité} = \frac{\text{résultat net corrigé}}{\text{taux d'intérêt (incluant le risque)}}$$

Pour obtenir le taux d'actualisation, plusieurs éléments sont à intégrer :

- Un taux d'intérêt correspond généralement à un taux de placement obtenu par les investisseurs opérant sur le marché financier (le taux d'émission du bon de trésor
- Une prime de risque.
- Le coût de non-liquidité (il est faible quand le potentiel de l'entreprise est élevé).
- Un risque sectoriel varie entre 0-5.

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 66.

² : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 55. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 15/12/2017.

³ : Ibid, p 56.

⁴ : C.A. DUOLAT, op cit, , p 116.

Le bénéfice net est un autre critère d'évaluation. Pour les sociétés cotées en bourse, elles peuvent avoir à tout moment une valeur par le marché. C'est la valeur boursière ou capitalisation boursière, obtenue en multipliant le nombre d'action par le cours de bourse.

Pour évaluer une société, On peut associer le bénéfice net de l'exercice en cour à un multiple P/B (prix sur bénéfice). Généralement les analystes boursiers favorisent cette notion de multiple pour estimer directement les capitaux propres.

Cet indicateur est calculé à partir de la capitalisation boursière et du résultat net courant reproductible (au lieu du résultat passé) cette mesure est tournée vers l'avenir, ou ce qui revient au même, à partir du cours de bourse et du bénéfice net courant par action (ou price earning ratio (PER)).¹

Résultat net reproductible = bénéfice courant reproductible BCR

Prix de l'action = PER × BPA (bénéfice par action).²

P/B= VAL/PER.³

Valeur des capitaux propre = PER × bénéfice courant après impôt

$$V = E \times \frac{P}{E}$$

V : Valeur de l'entreprise

P/E : Price earning ratio

E : Bénéfice net de l'entreprise⁴

Les calculs de PER servent à comparer la cherté des valeurs entre elles, dans le temps ou à l'intérieur d'un secteur économique ou entre places boursières différentes. C'est-à-dire le nombre d'années de bénéfice qu'un investisseur est prêt à payer pour acquérir une entreprise. Cette méthode est considérée soit indicatif, soit complémentaire à d'autres démarches plus approfondies.

Parmi les difficultés du calcul de PER entre entreprise comparable est de faire l'analyse après frais financiers alors que les entreprises économiquement comparables ne possèdent pas généralement la même structure d'endettement.

b/ Délai de recouvrement :

Le délai de recouvrement (DR) est une notion boursière. Il représente le nombre d'années nécessaires pour que l'investisseur recouvre le montant qu'il a versé pour

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 352.

² : Idem.

³ : F. PIERRE , B. d'AUSTACHE, op cit, p 6.

⁴ : G. CHAPLAIN, op cit, p 125.

l'acquisition d'une part de société. La contrepartie de ce montant ou « recouvrements » est constituée par l'addition des résultats nets postérieurs à cette acquisition, sur une base estimée et actualisée.

Il s'agit d'évaluer la plus ou moins grande cherté d'un cours de bourse, par comparaison avec d'autres cours relatifs à d'autres valeurs ou à d'autres époques.

Le paramètre retenu (en général le bénéfice net, mais ça pourrait être le free cash flow) est projeté sur l'avenir et actualisé.

Le taux d'actualisation retenu pour le délai de recouvrement (DR) varie en fonction des taux d'intérêt qui est lié à la variation des cours de bourse (la hausse des taux d'intérêt fait baisser la bourse).

IV- Méthodes basées sur l'actualisation des dividendes : (DDM : dividende discount methods) sont les plus intuitifs des modèles de valorisation des actions.¹ Parce que 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 et la valeur d'une action correspond à la valeur actuelle de ces deux types de flux.

a/ Dividendes : part du bénéfice net distribuée aux actionnaires ou porteurs de parts. La valeur des fonds propres d'une entreprise est déterminée à partir de l'actualisation des flux de dividendes revenant aux actionnaires.

b/ Valeur de rendement : modèle d'IRWING-FISHER :²

Cette méthode considère que la valeur d'un capital d'une société égale à la valeur actualisée à l'infini des dividendes générés dans le futur au taux de rendement exigé par les actionnaires³
Sa formule :

$$VAL = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D}{(1+t)^n}$$

VAL : Valeur actualisée nette = valeur des actions

D : Dividendes annuels versés

t : Taux risque au rendement attendu des fonds propres.

Si on considère que le montant de dividendes versé cette année est constant pour l'éternité, la formule devient

$$VAL = \frac{D}{t}$$

¹ : A. THAUVRAN, op cit, p 131.

² : G. BENCHIMIOL, **valorisez votre entreprise pour une nouvelle gouvernance d'entreprise**, édition EMS, p 17.

³ : F. PIERRE, d'AUSTACHE. B, op cit, p 74.

Sachant que ce modèle boursier classique implique des marchés pas fortement et parfaitement efficient et équilibré.

c/ Modèle de Gordon Shapiro :

Cette méthode suppose que le flux de dividendes croît régulièrement chaque année à un taux donné (c'est-à-dire progression constante du montant du dividende) et l'entreprise ne vaut que par sa distribution que l'on prolonge à l'infini.

La valeur du capital de la société évaluée est donnée par l'équation :¹

$$V = \frac{D}{t - g}$$

g : Taux de croissance des dividendes (on le considère constant pour éviter de prévoir un à un les dividendes futurs, et aussi on le considère inférieur au taux de rendement attendu par les actionnaires).

t : Taux d'actualisation [taux rentabilité risqué].

D : dividende au titre de l'année A est versé en A+1

Cette formule est utile pour le vendeur et l'acquéreur qui veut démontrer le bien-fondé d'une proposition de prix par tous moyens. Parce que des paramètres sont faciles à modéliser dans l'hypothèse de marchés parfaits.

Ce modèle permet à l'investisseur de déterminer la valeur de l'action, sur la base d'un dividende représentatif de la capacité bénéficiaire de l'entreprise et en fonction du taux de rendement. L'investisseur peut comparer la valeur de l'action calculée avec celle constatée sur le marché et celle exigée par le cédant.

d/ Modèle de Bates :

Ce modèle donne une évaluation de l'entreprise en reliant la valeur boursière actuelle [valeur du marché boursier] à la valeur future dans n années (valeur du secteur économique), en prenant en compte l'actualisation des dividendes distribués.

Cette méthode convient au principe que l'investisseur cherche uniquement à placer au mieux ses capitaux² le prix que cet investisseur est prêt à payer est égal à la somme actualisée des revenus qu'il espère en retirer. Donc ce modèle, permet d'intégrer dans les calculs de valorisation, en complément de plusieurs périodes distinctes de croissance, la valeur terminale. C'est-à-dire il considère que les flux de dividendes ne sont pas infinis.

$$\text{Valeur des actions} = \frac{\text{dividende}_1}{(1+t)^1} + \frac{\text{dividende}_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{\text{dividende}_t}{(1+t)^t} + \frac{\text{valeur terminale}}{(1+t)^t}$$

¹ : G. BENCHIMOL, op cit, p15.

² : G. CHAPLAIN, op cit, p 127.

Alors la valeur actuelle d'une entreprise = somme sur n années des dividendes actualisés + valeur finale actualisée à l'année n.

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{Div_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

V_0 = Valeur actuelle.

Div_i : Dividende année i.

t = Taux de rendement désiré par l'investisseur.

V_n = Valeur à l'année n.

La valeur future est déterminée par un multiple de P/B.¹

Les paramètres retenus dans ce modèle sont :

- Le price earning sectoriel à l'instant de l'évaluation.
- Le taux de distribution (dividendes/ bénéfice net) ;
- Le taux de rendement demandé sur le marché au titre des actions.

Les prévisions sont décomposées en prévisions établies année par année dans la première période en suite celle de la deuxième période de l'évolution de l'entreprise et reflètent le secteur professionnel.

- La valeur de la société est égale au flux qu'elle générera dans le futur et est composée de :
 - Produit de cession de l'action en fin de période (égale au bénéfice par action multipliée par le Price Earning Ratio).
 - Des dividendes encaissés jusqu'à la cession.
- Cette méthode n'est utilisable que pour les entreprises cotées en bourse. elle s'applique à un investisseur financier extérieur, que les flux internes à l'entreprise ne concernent pas durant la période où il détient une part de cette entreprise, ce qui l'intéresse les retours directs de ces flux, extériorisés vers le porteur de parts [les dividendes].²

¹ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 5.

² : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 150.

Conclusion:

L'évaluation a pour but de déterminer la valeur de l'entreprise. Cette valeur s'inscrit dans une fourchette qui peut être assez large.

L'évaluation d'une entreprise est fonction de facteurs intrinsèques, de facteurs extrinsèques et des différentes motivations des partenaires. Elle nécessite une connaissance des différentes méthodes d'évaluation et aussi la disponibilité d'informations nécessaires.

Le choix de méthodes d'évaluation dépend des caractéristiques de l'entreprise, l'objectif des repreneurs et de la disponibilité des données et aussi des conditions de marché au moment de l'évaluation. Le choix des méthodes appliquées est justifié par les professionnels, en fonction de la mission et de l'opération pour laquelle l'évaluation doit servir.

L'évaluation de l'entreprise se base soit sur ses moyens (approche statique de la valeur), soit sur ses résultats (approche dynamique de la valeur).

L'approche patrimoniale est fondée sur la réévaluation des actifs et le calcul de la rente goodwill. Elle est statique et basée sur la valeur du bilan ;

Les méthodes actuarielles sont fondées sur l'actualisation des dividendes au coût des capitaux propres ou l'actualisation des flux de trésorerie disponible au coût du capital. Elles sont dynamiques et fondées sur les flux futurs de revenus actualisés.

Chapitre III

Méthodes d'Evaluation des Options ; Comparative et Autres

Introduction

La diversité des méthodes nous 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.

L'approche comparative, consiste à estimer la valeur de marché de l'actif ou des capitaux propres par comparaison avec des sociétés cotées ou qui ont fait l'objet d'une cession dans un passé relativement proche.

Une approche plus récente, est celle des options réelles, consiste à valoriser le fait qu'une fois que l'entreprise est acquise, ses nouveaux dirigeants disposent de la faculté de prendre des décisions, non prises en compte dans la valorisation de la société, qui vont avoir un impact sur sa valeur.

En fonction du diagnostic interne et externe réalisé, l'évaluateur décide des méthodes d'évaluation qui seront utilisées et celles qui sont écartées.

Section I : La méthode des options:

Le modèle d'évaluation des options offre à l'entreprise la possibilité de modifier ses décisions lorsqu'elle dispose d'informations supplémentaires.

Ce modèle d'évaluation est particulièrement utile pour apprécier d'éventuelles évolutions stratégiques et opérationnelles comme l'ouverture ou la fermeture d'usines, l'abandon d'une activité, ou l'exploration et le développement de ressources naturelles.¹

I/ Définition d'une option:

Une option est un titre qui procure à son détenteur le droit, et non l'obligation, d'acheter (Option d'achat ou call.) ou de vendre (Option de vente ou put) une certaine quantité d'un actif (Le sous-jacent) à un prix déterminé à l'avance (prix d'exercice ou Strike) à (option européenne) ou jusqu'à (option américaine) la date d'échéance de l'option.²

Les options les plus répandues sont celles qui ont pour actif sous-jacent une action qui donne le droit à son détenteur d'acheter ou de vendre cette action dans le futur à un prix fixé aujourd'hui.

Il existe d'autres options différentes aux options financières (option sur action) sont les options réelles qui portent sur un bien réel.

II/ Les facteurs influençant la valeur d'une option:

- La valeur de l'actif sous-jacent ;
- La volatilité de la valeur de l'actif sous-jacent ;
- Le prix d'exercice ;
- La durée de vie de l'option et la durée restante avant l'expiration de l'option ;
- Le taux d'intérêt sur un placement ou un emprunt avant l'expiration de l'option;
- Le niveau des dividendes payés au titre du sous-jacent.³

a/ La valeur de l'actif sous-jacent:

- Plus la valeur de l'actif sous-jacent augmente, plus celle d'une option d'achat (call.) Augmente également parce que son détenteur a la possibilité d'encaisser la différence entre la valeur de l'actif sous-jacent (auquel il peut le revendre) et le prix d'exercice (auquel il a le droit de l'acheter).

¹ : MC KINSEY et COMPANY TOM Copeland, TIM Koller, JACK Hurrin, « **la stratégie de la valeur (évaluation d'entreprise en pratique)** » ; édition d'organisation, p 175.

² : A. THAUVRON, **op cit**, p 203.

³ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, **op cit**, p 253.

- Plus la valeur de l'actif sous-jacent augmente, plus celle d'une option de vente (put) diminue, parce que son détenteur n'a pas la possibilité de vendre l'actif sous-jacent à un prix d'exercice supérieur à sa valeur.

b/ Le prix de l'exercice:

La valeur d'un call diminue avec l'augmentation du prix d'exercice, plus le prix auquel il donne le droit d'acheter un actif est élevé, plus le bénéfice potentiel lié à l'exercice de ce call est limité, ce qui en diminue sa valeur. Par contre la valeur d'un put augmente avec le prix d'exercice : plus le prix auquel il donne le droit de vendre l'actif est élevé, plus le gain potentiel lié à l'exercice du put est élevé.

c/ La durée:

La valeur d'un call et d'un put augmente avec le temps restant (la durée de l'option), plus il reste de temps à courir, plus la probabilité de réaliser un bénéfice est importante.

d/ La volatilité:

La valeur d'une option augmente avec la volatilité de l'actif sous-jacent, parce que la probabilité de réaliser une plus-value est importante.

L'actif sous-jacent est volatil cela veut dire que les valeurs possible de l'actif sont très différentes et le niveau d'incertitude sur la valeur attendue de l'actif est importante : la variance de la valeur de l'actif sous-jacent.

e/ Le taux d'intérêt:

La valeur du call augmente et celle du put diminue, lorsque les taux d'intérêts augmentent.

f/Le dividende: Si l'action sous-jacent à l'option verse une dividende, sa valeur va baisser le jour du détachement du dividende, réduisant le gain potentiel, ce qui fera baisser la valeur de l'option d'achat et augmenter celle de l'option de vente.¹

g/ Le type d'option: s'il s'agit d'une option américaine, qui peut être exercé à tout moment, sa valeur sera toujours supérieure à la même option mais de type européen qui ne peut être exercé qu'à l'échéance.²

III/ Les options réelles d'une entreprise:

a/ Définition : une option réelle est une opportunité générée par un projet d'investissement, le détenteur d'une option réelle dispose, en toute souveraineté et sans l'accord d'aucune autre

¹ : A. THAUVRON, op cit, p 204.

² : Ibid, p 205.

partie, du droit de faire ou de ne pas faire un acte futur, du droit de prendre ou de ne pas prendre une décision, à une date future fixée ou avant cette échéance (Goffin, 2001).¹

Ces options réelles (non financières) Correspondent à la flexibilité dont disposent les dirigeants d'une entreprise pour adapter, modifier changer des décisions d'investissements dans le futur face à l'arrivée de nouvelles informations qui résolvent les problèmes et incertitudes du présent.² Elles sont appelées ainsi pour les distinguer de contrats d'options échangés sur les marchés financiers.

La flexibilité offerte par les options réelles ajoute de la valeur au portefeuille d'actif de l'entreprise, aussi qu'en présence d'incertitude, les options réelles éliminent les résultats défavorables éventuels et rendent le projet moins risqué (exemple: le cas d'abandonner une recherche si les résultats sont défavorables) c'est-à-dire elles permettent des ajustements face à l'arrivée de nouvelles informations.

b/ Les différentes catégories d'options réelles:

Dr thomas Cepelant et Philip T. Keenam, classent les options réelles en trois grandes catégories.

b-1) Les options de croître: Permettent d'étendre un investissement s'il est un succès ; Comprennent trois modes opératoires:

- **L'augmentation d'échelle:** (à cause de la réalisation des investissements séquentielle, à partir d'un investissement initial) car la réalisation du premier projet permet à la société de tester sa viabilité et d'acquérir de l'expérience.

- **Le changement, (exemple:** un changement vers une autre génération de produits / technologie).

- **L'augmentation de l'envergure** (une position favorable dans un secteur peut permettre une réussite dans un autre secteur. cette option est attachée au projet d'investissement initial.

b-2) L'option d'ajournement : ou bien, option de différer, Permet de reporter un investissement pour réduire l'incertitude d'un investissement correspond à la volonté de reporter un projet jusqu'à l'acquisition de nouvelles informations et/ou compétence, permettant de réduire l'incertitude³ et de prendre une décision plus sur (exemple: l'acquisition d'une option d'achat sur une surface foncière, exerçable lorsque la zone sera rendue constructible).

¹ : W. BENSAHEL, B. ALIOUAT, « la création de valeur à travers l'approche d'option réelle », revue recherche économiques et managériales, biskra, n 01, p 65, 66.

² : G. BENCHIMIOL, *op cit*, p 186.

³ : Ibid, p 188.

b-3) L'option d'abandon ou de vente: Permet d'abandonner un investissement s'il est un échec afin de limiter les pertes qu'il engendre, et comprend :

- La réduction d'échelle par la réduction d'un projet face à de nouvelles informations modifiant les bénéfices attendus.
- Le changement: en faveur d'actifs plus rentables.
- Réduction de l'envergure: Par limitation de certaines opérations en l'absence de potentiel, supplémentaire (exemple: le cas d'une évaluation défavorable de la demande du produit, il y a une possibilité de mettre un terme au projet).

IV/ L'évaluation des options sur actions: Deux principaux modèles permettent de valoriser ces options:

a) Modèle Black et Scholes:

Ce modèle a été publié en 1972 par Fisher Black et Myron Scholes. Il s'agit d'un modèle de valorisation des options européennes sur actions ne payant pas de dividendes¹ il s'appuie sur une évolution continue du cours du sous-jacent ce qui induit une grande complexité mathématique.²

La valeur d'une option est égale à:³

Valeur d'une option d'achat (call) = $S \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-rt} \cdot N(d_2)$

Valeur d'une option de vente (Put) = $K \cdot e^{-rt} \cdot N(-d_2) - S \cdot N(-d_1)$

Avec

$$d_1 = \frac{\text{Log} \frac{S}{K} + \left(r + \frac{\sigma^2}{2} \right) \times t}{\sigma \times \sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \times \sqrt{t}$$

S: Prix du sous-jacent

K: Prix d'exercice

t: Temps jusqu'à l'échéance (en années)

r: Taux sous risque

σ: Ecart-type des taux de rentabilité de l'action (volatilité)

N(d): Probabilité qu'une variable centrée réduite ait une valeur inférieure ou égale à d.

¹ : A. THAUVRON, op cit, p 205.

² : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 256.

³ : G. BENCHIMIOL, op cit, p 205.

Ce modèle se fonde sur une évaluation continue du prix de l'actif sous-jacent et non pas une évaluation en temps discret, donc le taux d'intérêt doit être un taux en temps continu. Ainsi un taux annuel (discret) de 10 % correspond à un taux continu de :

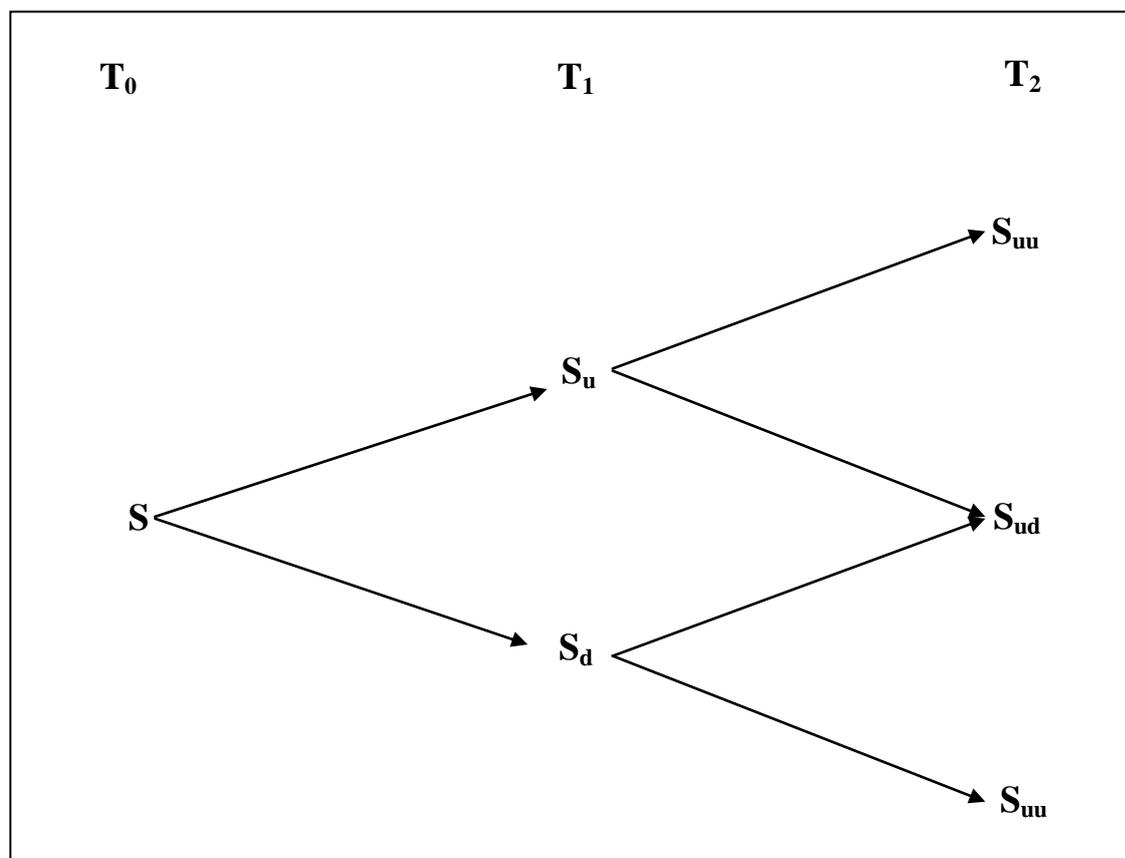
$$r: \text{Ln}(1+\text{taux discret}) = \text{Ln}(1,1) = 0,0953 = 9,53 \%$$

b) Modèle Binominale:

Cette théorie a été développée par Cosc, Ross et Rubinstein en 1979¹

Selon ce modèle, la valeur S de l'actif sous-jacent (l'action), à chaque période, peut varier dans deux directions² selon le schéma suivant:

Schéma 5: Arbre d'évolution du prix de l'actif sous-jacent dans le modèle binominal.³



Le prix de l'actif peut monter (up) avec une probabilité P pour aboutir à une valeur S_u , ou baisser (down) avec une probabilité $(1-P)$ pour la valeur S_d . À la période suivante, la valeur S_u de l'action pourra augmenter ou baisser, et de la même façon pour S_d .

¹ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 254.

² : A. THAUVRON, op cit, p 206.

³ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, idem

On obtient un arbre en forme de treillis, qui donne la différente valeur possible de l'action à chaque période. Plus en avance dans le temps, plus le nombre de valeurs possibles pour l'action est élevé.

Cette approche permet d'évaluer aussi bien les options européennes qu'américaines¹.

V/ Les options réelles:

L'approche par les options réelles permet de valoriser le fait que les dirigeants disposent d'une flexibilité plus ou moins grande dans leur choix d'investissement. Cette flexibilité permet d'accroître sa valeur par rapport à l'absence de ces options.

La valeur d'un investissement flexible:

Valeur de l'investissement non flexible + valeur de l'option réelle

Le modèle de valorisation des options réelles:

Dans ce cas, il faut tenir compte qu'il s'agit d'options à long terme et dont la possibilité de report dans le temps induit un coût assimilable aux dividendes pour les options sur actions ce qui permet un ajustement du modèle Black et Schols.²

$$C = S \cdot e^{-yt} \cdot N(d_1) - Ke^{-rt} \cdot N(d_2)$$

$$P = K - e^{-rt} \cdot N(d_1) - S \cdot e^{-yt} \cdot N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(1 - y + \frac{\sigma^2}{2}\right) \cdot t}{\sigma \cdot \sqrt{t}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{t}$$

y = Taux de rendement du dividende

= dividende / la valeur de l'actif

VI/ L'option de différer : l'analyse de certains projet d'investissement présente une VAN (estimée à partir des flux de trésorerie) négative, la prise de décision est donc reporter, afin de disposer de plus d'information. L'option différer permet de valoriser cette possibilité, ainsi que la durée de protection est limitée dans le temps.

VI.1/ Les paramètres de l'option de différer:

S: Valeur sous-jacent = la valeur actuelle du projet concerné par l'option.

σ^2 : La variance de la valeur de l'actif: estimée à partir de la variance des flux de trésorerie des projets similaires, ou bien par établissement des scénarii et leur affecter des probabilités de réalisation ou bien par estimation de la variance de la valeur globale ($V_{cp} + V_{df}$) de sociétés cotées présentes dans le même domaine que le projet à réaliser.

¹ : A. THAUVRON, op cit, p 209.

² : Ibid, p 120.

T: date de l'échéance: date buttoir assigné pour réaliser le projet

Taux sous risque: pour une maturité équivalente à la date d'échéance de l'option réelle.

y: Coût du report: en pourcentage de la valeur du projet= $1/n$

n: La durée du projet en année

VI.2/ Tableau 5: Les paramètres d'une option d'expansion:¹

Paramètres	Estimation
Actif sous-jacent	Le second projet
S	Valeur actuelles des flux de trésorerie du 2 ^{ème} projet
K	Coût de l'investissement dans le 2 ^{ème} projet
σ^2	Variance de la valeur du 2 ^{ème} projet estimée par simulation ou par comparaison avec des sociétés cotées
T	Durée que la société s'impose pour réaliser le 2 ^{ème} projet
Y	Coût associé au report d'un ou du 2 ^{ème} projet, en pourcentage

VI.3/ Tableau 6: Les paramètres d'une option d'abandon:²

Paramètres	Estimation
Actif sous-jacent	Le projet initial
S	Valeur actuelle du projet
K	Montant qui sera perçu en cas d'abandon
σ^2	Variance du projet initial
T	Période pendant laquelle la société peut abandonner
Y	$1/n$ durée totale au projet

VII/ Avantages de la méthode des options réelles:

- L'évaluation d'une entreprise intégrant la méthode des options réelles permet de chercher à s'approcher le plus possible de la réalité économique de l'entreprise et de ses options stratégiques.
- Elle permet d'intégrer une partie de la valeur qui n'est pas matérialisée par les autres méthodes de valorisation.
- Cette approche est pertinente dans le cas de sociétés qui ont des opportunités de croissance importantes: internet, technologique.

¹ : Ibid, p 212.

² : Ibid, p 213.

- Elle sert à valoriser les actifs ayant un caractère optionnel tels que les brevets.
- Elle permet d'identifier et de valoriser la flexibilité contenue dans les projets d'investissements.

VIII/ Inconvénient de cette méthode (Limites)

- La méthode des options réelles est relativement complexe à mettre en œuvre en comparaison avec d'autres méthodes.
- Les dirigeants ont la contrainte de surveiller en permanence l'environnement de leurs activités afin d'estimer au mieux l'opportunité d'exercer ou non les options réelles dont ils disposent.¹
- La principale difficulté vient du fait que le sous-jacent de l'option est un actif réel, qui ne fait donc pas l'objet d'une cotation, l'estimation de sa valeur (prix unique pour l'option) et de la variance de cette dernière est difficile et repose sur des approximations.²
- La date d'échéance de l'option est délicate à cerner.
- La stabilité de la variance.
- Le prix du sous-jacent suit un processus continu³ c'est-à-dire qu'il n'y a pas de rupture dans la succession des valeurs qui peuvent être attribuées au cours du temps au sous-jacent. Cela est acceptable lorsque le sous-jacent est coté, en revanche, si l'actif est réel et non coté et si ($S < k$) la valeur de l'option risque d'être sous-estimée, on doit donc adapter la variance du prix du sous-jacent (l'augmenter ou la diminuer).
- La volatilité du sous-jacent est connue et fixe pour la durée de vie de l'option: cela est valable lorsque la durée de vie de l'option est de trois ou six mois, alors c'est difficile de l'appliquer, quand l'option est à long terme.⁴
- L'exercice de l'option est instantané : Ceci n'est pas le cas à un niveau industriel, contrairement à un règlement sur le marché de capitaux.

¹ : G. BENCHIMIOL, op cit, p 91.

² : A. THAUVRON, op cit, p 214.

³ : F. PIERRE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 264.

⁴ : Idem.

Section II/ Autres méthodes**I/ Méthodes pragmatiques : ¹**

Ces méthodes ne sont pas fondées sur une théorie de la valeur, mais sur l'intérêt propre d'un acheteur, et par conséquent sont rarement utilisées du côté vendeur sauf pour usages professionnels.

- La valeur correspond alors au rendement attendu pour les fonds propres.
- La capacité d'endettement est estimée à 7 ans de flux de trésorerie sur la base de ratio « en cours de dette/EBE », c'est la durée habituelle du prêt consenti par les pools bancaires qui financent ces opérations.²
- Elles sont utilisées dans l'évaluation fondée sur des usages professionnels qui sont exprimées en fonction d'un pourcentage du chiffre d'affaires annuel.
- Ces méthodes pragmatiques reposent sur les critères d'attribution d'un crédit, et donc, ne cherchent pas à parler de valeur « absolue » (à une date et dans un contexte donné. Mais tendent à expliquer la formation d'un prix particulier.

II / Méthode d'évaluation de l'administration fiscale :

Le fisc évalue les biens et actifs professionnels dans le contexte de la perception d'impôts ou de taxes. C'est une évaluation particulière puisqu'elle ne se situe pas dans le contexte économique d'un achat ou d'une vente réelle.

En matière de fiscalité des entreprises, les vérificateurs acceptent certaines approches économiques, alors qu'en matière de droit d'enregistrement, restent toujours influencés par les approches patrimoniales.³

Parmi les recommandations de l'administration fiscale en matière d'évaluation, on retient :⁴

- L'utilisation au moins deux méthodes, l'une fondée sur la valeur patrimoniale et l'autre sur la valeur du rendement ;
- De faire référence aux valeurs retenues lors de transactions comparables ayant eu lieu récemment ;
- De tenir compte lors de l'évaluation des titres, du pouvoir qui leur est attaché.

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 108.

² : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 56. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf. Consulté le 15/11/2017.

³ : FRANCIS Lefebvre, ibid, p109 .

⁴ : J. TEULIE, P. TOPSOCALLIAN, op cit, p 638.

L'administration fiscale fournit des barèmes qui se fondent généralement sur quatre approches :

- La capitalisation des bénéfices : Le bénéfice est moins utilisé que le chiffre d'affaire en raison des modifications importantes qu'il peut subir de la part de l'exploitant¹ son utilisation nécessite un retraitement des résultats pour conserver uniquement les produits et charges liés à l'exploitation ;
- Un pourcentage du chiffre d'affaires annuel : Le chiffre d'affaire est un élément de base le plus utilisé, il est fixé selon les recettes journalières, hebdomadaires, l'administration utilise le CA moyen des trois dernières années, pour déterminer la valeur du fonds on retient un pourcentage du CA.²
- Un pourcentage des honoraires annuels : Implique une analyse financière détaillée.
- La capitalisation d'un loyer.

Les méthodes à retenir par l'administration fiscale sont les suivantes :

1/ La valeur mathématique :

- Immobilisations incorporelles : Leur valorisation repose sur les valeurs de marché, les barèmes.

Pour l'industrie, la méthode utilisée consiste à estimer le fonds de commerce d'une entreprise à partir de la moyenne entre 5 à 15 % des chiffres d'affaires hors taxes et 1 à 3 fois du résultat net.³

2/ La valeur de rentabilité :

- Valeur de productivité correspondant à la capitalisation du bénéfice courant après impôt.
- Dans ce calcul, le bénéfice retenu est retraité des salaires des dirigeants, le taux de capitalisation est « déflaté » par mesure de simplification, la prime de marché retenue se situe dans la fourchette 4/5 %, le B varie de 0,3 à 1,5. Le calcul est fait sur 3 ans en affectant à chaque année un coefficient.
- Multiple du REX ou de l'EBE corrigé de l'endettement.
- MBA (Marge brute d'autofinancement) assortie d'un coefficient de 4 à 10.

¹ : P. VIZZAVONA, op cit, p 46.

² : Idem.

³ : F. LEFEBVRE, op cit, p 116.

- Valeur de rendement à partir des taux constatés sur le marché boursier, la valeur obtenue étant diminuée de 30 % pour prendre en considération l'absence de liquidité des titres.
- Sur valeur ou goodwill.

Méthode des flux futurs de trésorerie actualisée qui est utilisée comme méthode de cohérence mais totalement exclue. ¹La démarche de l'administration fiscale conduit à déterminer la valeur vénale des titres à partir de la valeur globale de la société, elle connaît donc que la valeur de tous les titres n'est pas obligatoirement égale à la valeur globale.

3/ Méthode des transactions comparables : le fisc utilise une démarche orientée vers l'analyse de transaction comparable portant sur des biens ou des actifs similaires.

4/ Combinaison des méthodes :

- La société est classée dans une grille de formule en fonction de sa taille, son activité, son pouvoir (paquet majoritaire, paquet minoritaire).
- La valeur unitaire des titres est déterminée par rapport à la valeur globale calculée par pondération et du nombre de titres.
- Un abattement peut être appliqué pour tenir compte de l'absence de liquidité, sauf si elle a déjà été prise en compte dans la pondération des méthodes.
- L'administration fiscale distingue dans son évaluation entre entreprise individuelle et entreprise sociétair.²

A) Entreprise individuelle :³

- Lors d'une succession, chaque élément est pris pour sa valeur vénale et les dettes sont déduites.
- L'entreprise est estimée sur sa valeur patrimoniale réelle.
- Le fonds de commerce est valorisé sur la base du bénéfice du dernier exercice connu, il correspond en général à 1 à 2 fois le chiffre du dernier bénéfice.

B) Entreprise sociétair :

L'administration fiscale conseille une combinaison de plusieurs méthodes, il s'agit de la valeur de rendement et valeur patrimoniale⁴.

Les données chiffrées utilisées sont celles des réalisations passées (dernier bilan connu et résultats moyens des deux ou trois derniers exercices).

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 117.

² : J.C TOURNIER, J.B, TOURNIER, op cit, p 248.

³ : Ibid, p 249.

⁴ : Idem.

L'administration accorde un poids notable à la valeur patrimoniale mais ce poids diminue avec l'importance de la taille de la société.

Le fisc utilise l'ensemble de méthodes d'évaluation mentionnées précédemment à l'exception d'une approche par les flux de trésorerie future car le fisc ne peut pas faire référence à des éléments futurs et le fait générateur d'un impôt est sur la base d'éléments existants à la date d'exigibilité de l'impôt.

5/ Primes et décotes :

L'évaluation permet une estimation d'une valeur pour la totalité des capitaux propres, puis plusieurs décotes ou surcotes sont appliqués pour tenir compte du contexte d'acquisition d'un bloc d'actions.

a/ Prime de contrôle :

« La prime de contrôle représente le prix supplémentaire par rapport à la valeur de référence d'une société qu'un investisseur paye pour détenir le contrôle du capital de cette société ». ¹

Le contrôle peut revêtir une forme juridique (contrôle du conseil d'administration et/ou de l'assemblée générale) ou une forme plus opérationnelle comme la capacité à contrôler les ressources de l'entreprise cible. Donc, l'acquéreur d'un bloc majoritaire est prêt à payer un peu plus cher pour avoir le contrôle économique d'une entreprise.

b/ Décote de holding :

Ou décote de conglomérat s'applique à des sociétés de participation.

Une société holding n'a pas de statut juridique particulier c'est une société qui détient directement ou indirectement des participations dans d'autres sociétés. ²

La décote de holding est définie comme la différence entre la capitalisation boursière d'une société et la somme des valorisations des participations qu'elle détient, nette de la valeur des autres actifs et passifs

La décote constatée est généralement comprise entre 20 et 40 % de l'actif net réévalué (ANR). Cette décote de holding est due à plusieurs facteurs :

- Absence de visibilité sur la stratégie et les performances.
- Absence de la trésorerie générée par les filiales.
- Absence de contrôle sur les participations minoritaires.
- Insuffisance de liquidité et de rendement de titres.

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 365.

² : C. HOARAU, op cit, p 348.

1- Décote de minorité :

L'acquisition d'un bloc minoritaire ne permet pas d'exercer un contrôle de la gestion économique de l'entreprise ni agir sur la stratégie de l'entreprise et sur la politique de distribution de dividendes.

En plus, l'existence d'une asymétrie d'informations entre les minoritaires (qui connaissent peu du fonctionnement et de la situation de l'entreprise) et les majoritaires qui sont les maîtres de l'information. Donc, l'administration fiscale admet le principe d'une décote de minorité/majorité qui peut se situer de 15 à 30 % pour un bloc minoritaire.¹

2- Décote d'illiquidité :

Lorsqu'un titre ne peut pas être converti immédiatement en liquidité sans perte de valeur, on se trouve en présence d'une situation d'illiquidité.²

La liquidité ou l'illiquidité d'un titre est appréciée par plusieurs caractères :

- L'écart de cotation : Différence entre le prix offert et le prix demandé.
- La taille du flottant : Nombre d'actions disponibles pour des transactions.
- Le pourcentage du flottant échangé quotidiennement.
- Le rapport entre le volume moyen échangé et le flottant.
- La taille de la société, influence sur la liquidité du titre, plus elle est de petite taille plus le phénomène d'illiquidité se présente.

La décote d'illiquidité se justifie particulièrement pour les titres non cotés, elle présente 20 à 30 % de la valeur du titre et reconnue par l'administration fiscale.³

III/ Les méthodes d'évaluation mixte ou les méthodes combinées :

Ces méthodes, dites mixtes parce qu'elles combinent les approches précédentes de valorisation de l'entreprise. Ces méthodes modernes présentent réellement une cohérence et une logique financière à la fois pour le vendeur et pour l'acheteur.

Elles allient d'une part, les méthodes statiques de la valeur de l'entreprise (approche patrimoniale et d'autre part les approches dynamiques (fondé sur le rendement) La formule de base de toutes ces méthodes est comme suit :

Valeur de l'entreprise = valeur patrimoniale + valeur dynamique.⁴

¹ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 366.

² : C. HOARAU, op cit, p 34.

³ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 36.

⁴ : J. TEULIE, P. TOPSOCALLIAN, op cit, p 651.

L'approche par les flux projette la rentabilité future de l'entreprise.

L'approche patrimoniale se situe à l'instant actuel et constate les gains accumulés sur le passé mais elle ignore le capital immatériel de l'entreprise.

Ce capital immatériel (marque, image, réputation, compétence, savoir-faire, position stratégique, qualité de management, portefeuille d'innovation.....) se traduit par la capacité de l'entreprise à extraire plus de bénéfice, ce qui explique un écart entre l'estimation de la valeur de l'entreprise par des méthodes patrimoniales et par les flux. (Les valeurs d'évaluation par les flux sont supérieures pour une entreprise efficace, à la valeur de l'actif net corrigé). Le goodwill exprime cette différence.

A/ Les formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine)

L'idée principale de ces méthodes est l'existence d'un écart entre la valeur de rendement et la valeur patrimoniale, qui correspond au goodwill (bénéfice ajouté par l'entreprise, Il faut donc tirer une valeur moyenne intermédiaire entre les deux méthodes).

1/ Méthode classique :

La valeur de l'entreprise se décompose entre la valeur d'actif net et la valeur de multiples du résultat

Valeur de l'entreprise = actif net réel + n × résultat net

$$VE = ANR + \text{coefficient} * RN^1$$

Les processus de cette méthode :

- 1-** Recenser les prix des transactions qui serviront de référence :
 - Les propres cours de la société évaluée (si elle est cotée).
 - Les cours de bourse des sociétés comparables.
 - Le prix de transaction des sociétés comparables.
- 2-** Etablir une relation, entre les prix observés et une grandeur commune à toutes les entreprises, qui se fait au moyen d'un coefficient multiplicateur d'un poste de résultat (multiple CA, CAF, RN).

Cette méthode consiste à affecter à l'ensemble de l'entreprise une valeur moyenne proche de celle des entreprises similaires et elle est assez sommaire car elle réduit à une même valeur unitaire des éléments assez disparates. Donc elle donne une approximation très globale.

2/ Méthode de praticien méthode indirecte ou allemande :

L'association de la valeur de rendement (bénéfice net) et de la valeur patrimoniale (actif net corrigé) ce fait par la moyenne arithmétique des deux termes.

¹ : G. CHAPLAIN, op cit, p 138.

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{actif net réel} + \text{valeur de rendement}}{2} \quad 1$$

Valeur de rendement

$$= \frac{\text{le dernier bénéfice connu}}{\text{taux d'intérêts sans risque} = \text{rémunération attendue par l'actionnaire}}$$

La formule permet de déterminer de façon indirecte, la valeur du goodwill

Goodwill = ½ (valeur de rendement – actif net réel)

Goodwill = valeur de l'entreprise – actif net

La valeur des fonds propres = valeur globale de l'entreprise – dettes rémunérées

3/ Formule de Retail :

La formule de Retail, imaginée en 1946 (période de nationalisation), n'est qu'une variante de la méthode précédente.²

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{actif net} + N \text{ bénéfice net}}{2}$$

N : Correspond au multiple (PER) à appliquer au bénéfice réalisé.

4- La méthode Anglo-saxonne ou méthode de la rente du good Will ou méthode directe:

La valeur du good Will (fonds de commerce), appliqué aux éléments relatifs à l'exploitation,

Les actifs hors exploitation sont exclus, et s'obtient par le calcul suivant:

$$\text{Good Will (G W)} = \frac{\sum \text{RNCE}_{t-r} - \text{ANCRE}_t}{(1+i)^t}$$

ANCRE: Actif net comptable corrigé réévalué d'exploitation.

RNCE: Résultat net courant d'exploitation [ANCRE après frais financiers et impôts]

r: Coût de fonds propres [représente taux de rémunération de l'actif net investi]

i: Taux d'actualisation : qui ne peut pas être inférieur au coût des fonds propres.

La valeur des fonds propres: ANCRE+GW

5- Méthode des praticiens ou méthode indirecte ou allemande: Cette méthode considère que la valeur de l'entreprise est la moyenne de la valeur de la rentabilité et de la valeur patrimoniale.³

$$\text{Valeur entreprise} = \frac{\text{ANCRE} + \text{Valeur de rendement (VR)}}{2}$$

VR: Dernier bénéfice connu / taux d'intérêt sans risque

¹ : Ibid, p 143.

² : Ibid, p 141.

³ : F. LEFEBVRE, op cit, p 102.

Le good Will est égal à la moitié de la différence entre la valeur de rentabilité et la valeur patrimoniale ou actif net réévalué

$GW = 1/2$ (valeur de rendement - actif net réel)

Cette Méthode est couramment utilisée par l'administration fiscale mais n'est pas utilisée dans le cadre d'une évaluation. Dans le cas des capitaux économiques investis, le calcul de la rente du good Will se traduit par la formule suivante:

Super bénéfice: résultat prévisionnel associé - (r × capitaux investis)

Il faut retenir dans l'actif économique le montant brut du good Will, avant amortissements, et exclu du calcul du résultat économique les dotations aux amortissements du good Will. Pour que le bilan soit équilibré.

L'évaluateur cherche à mesurer par le good Will les avantages incorporels dont bénéficie l'entreprise.¹ Ces avantages expliquent pourquoi l'entreprise peut obtenir une rentabilité supérieure au bénéfice normal justifié par son patrimoine.

6/ La méthode de la rente du goodwill (méthode dite des anglo-saxons)

Dans cette formule, goodwill et valeur patrimoniale sont associés pour fournir l'évaluation. Le calcul au goodwill se fait directement, sans passer par l'intermédiaire du calcul des valeurs de rendement et patrimoniales. Et suite la moitié de la valeur du goodwill est capitalisée.²

La valeur de l'entreprise = Actif net réel + 1/2 capitalisation du goodwill

Le goodwill est celui des années passées (en moyenne annuelle calculée sur 3 à 5 exercices de référence).

7/ Formule de l'union européenne des experts comptables (UEC)

La valeur de l'entreprise = Actif net réel + valeur actualisée du goodwill

Dans cette formule le goodwill n'est pas capitalisé que sur cinq ans, il est pris à 100 % comme l'actif net réel.

$$\text{Fonds propres} = VS + \sum_{t=1}^n \left(\frac{Rt - i VS}{(1 + i)^t} \right)$$

VS : Actif net comptable corrigé, sans l'incorporel.

Rt : Résultat prévisionnel à la période t.

n : L'horizon prévisible de la rente ou du manque à gagner.

iVS : La rentabilité que l'on pourrait tirer si l'on plaçait l'actif net au taux sans risque i.

¹ : G. CHAPLAIN, op cit, p 185.

² : J.C. TOURNIER, J.B. TOURNIER, op cit, p 186.

i : Le taux de rémunération attendu par l'investisseur.

8/ Formule de Pont-à-Mousson :

Utilise cette méthode utilise les données des cinq derniers exercices.¹

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \frac{\text{valeur par bénéfice moyen} + \text{valeur par MBA} + \text{formule UEC}}{3}$$

Cette formule présente l'inconvénient de mettre en jeu le MBA alors que MBA est un critère de valorisation assez partiel.

B- Formules mixtes contemporaines (flux + patrimoine) :

Contrairement aux formules axées sur le passé, ces méthodes sont basées sur l'avenir comme la méthode DCF. Dans cette méthode, la valeur de l'entreprise présente un free cash flow actualisé, auquel on ajoute la valeur de revente à terme.

La valeur de revente peut être calculée par un coefficient appliqué aux bénéfices futurs existants à l'époque de la revente (PER), ou par la valeur patrimoniale (on tiendra seulement la valeur patrimoniale actuelle).

C/ Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie) :

L'idée est d'intégrer la stratégie qui sera poursuivie, pour déterminer un modèle d'évaluation. Donc on a réuni dans une seule formule, d'une part le calcul des prévisions destinées à entrer dans les flux et d'autre part, l'évaluation –elle-même. D'après les analystes le travail préparatoire à l'évaluation (fiabilisation des réalisations et des prévisions) est plus important que le calcul d'évaluation proprement dit.

1- Modèle de Miller et Modigliani (1966):²

D'après ce modèle, l'entreprise doit posséder un surplus suffisant de rentabilité des investissements sur le coût du capital, pour objectif : créer de la valeur.

Il prend en considération :

- La rente d'exploitation ayant un caractère aléatoire dégagé par les actifs existants (avant frais financiers et après impôts).
- Les revenus dégagés par les nouveaux investissements et leurs caractères décroissants (fin de l'avantage concurrentiel).
- Des économies futures d'impôt grâce à l'endettement.

¹ : Ibid, p 187.

² : Idem.

2- EVA (Economic Value Added) de stern et Stewart¹

Récente, date des années 1990, a été développée par le cabinet stern, stewart.

Cette méthode a pour but de servir la gestion de l'entreprise et à maximiser ses résultats parce qu'elle est destinée à calculer l'intéressement des dirigeants, qu'à servir à une cession éventuelle.²

Selon EVA, pour créer de la valeur, il faut investir à un taux de rentabilité économique supérieur au coût des capitaux utilisés.

Cette méthode se base sur :

- La détermination du « résultat opérationnel net », il s'agit du résultat d'exploitation minoré d'un impôt sur les bénéfices théoriques applicable à ce résultat.
- Calcul du coût des ressources servant à couvrir les capitaux employés qui sont – ressources propres – trésorerie (endettement financier net).

EVA ou création de valeur annuelle =

Résultat opérationnel net- (coût des ressources propres + frais financiers)³

$$EVA = Re(1-t) - CMPC \times CE$$

CE : Rémunération des capitaux engagés.

CMPC : Coût moyen pondéré du capital

t : Impôt

Re : Revenu

On peut exprimer EVA, ainsi

$$EVA = \text{actif économique} \times (Re - CMPC)$$

re : Taux de rentabilité économique net d'impôt

Ou bien

$$EVA = Rc (1-t) - Kc \times C$$

C : capitaux propres

Rc : Résultat courant

t : Impôt

Kc : Espérance de rémunération

La valeur de l'entreprise = ressources propres + EVA actualisée des années à venir⁴

¹ : J. TEULIE, P. TOPSOCALLIAN, op cit, p 655.

² : J-C. TOURNIER, J-B. TOURNIER, op cit, p 191.

³ : J. TEULIE, P. TOPSOCALLIAN, op cit, p 655.

⁴ : Idem.

Pour déterminer les pourcentages des coûts financiers corrects, il faut connaître la trésorerie au mois le mois. Pour établir une EVA prévisionnelle, il faut estimer le montant futur et la structure des ressources globales (ressources propres et endettement net).

3- Modèle Pentagon de MeckKinsey :

Ce modèle vise à montrer l'écart éventuel entre la valeur actuelle de l'entreprise et ce qu'elle pourrait être après une restructuration, il s'applique principalement aux sociétés cotées en bourse ou ayant une certaine importance.

D'après ce modèle, la valorisation de l'entreprise ne se fonde plus seulement sur les données intrinsèques mais également sur le goodwill qu'une telle transaction pourra apporter l'entreprise acquéreur.

VI/ Méthode analogique ou méthode des comparables ou encore dénommée méthode de multiple :

Cette méthode considère que la valeur d'une entreprise correspond à un multiple de son résultat .elle est fréquente dans le secteur de l'immobilier et des cessions de fonds de commerce.

Les méthodes analogiques restituent une image d'une entreprise à un instant donné, et n'intègrent pas d'une façon explicite la dynamique de croissance qui est le fondement de sa valeur.¹

Elle consiste à évaluer une entreprise en fonction d'un nombre de fois (appelé multiple) un agrégat qu'un acquéreur est prêt à payer pour cette entreprise par comparaison de firmes semblables du secteur.

La valeur de l'entreprise correspond à multiple fois un indicateur jugé pertinent.

Cet indicateur peut être :

- Un résultat de l'entreprise (CAF, EBIT), exemple : résultat net – dividendes ;
- Un indicateur d'activité (CA).

1/ Les principales étapes de la méthode :²

- 1) constitution d'un échantillon de sociétés cotées ou ayant fait récemment l'objet de transactions comparables à la société avec les mêmes caractéristiques sectorielles et financières.

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 95.

² : P. BARNETO, G. GREGORIO, **DSCG2- finance, manuel et application**, 2^{ème} édition, Dunod, Paris 2009, p 285.

- 2) Identification des indicateurs de performance les plus pertinents qui permettent d'analyser les différences de valorisation entre les entreprises retenues.
- 3) Ajustement empirique éventuel sur les résultats sous forme de décote ou de primes.
- 4) Application des multiples aux données financières de la société à évaluer.

Les ajustements sont à apporter sur :

- Le calcul du multiple :

Multiple retenu = Multiple sectoriel de référence × coefficient de risque spécifique à la société.

- Le calcul de la valeur finale de l'entreprise :

Valeur = valeur calculée + prime de contrôle.

Ou valeur = Valeur calculée – abattement d'illiquidité

Valeur d'entreprise (VE) = Base retraitée retenue × multiple correspondant à cette base.

Valeur des titres = Valeur d'entreprise – Endettement net – intérêt minoritaire.

Cette méthode est applicable dans les cas suivants :¹

- Lorsque des transactions sont intervenues dans des sociétés comparables.
- Lorsqu'il existe des opérations nécessitant une évaluation, qui concernent l'entreprise à évaluer (donation, cessions entre associés, augmentation de capital...etc.) ;
- Elle peut être utilisée si l'entité à évaluer a atteint un niveau d'autonomie suffisant et, donc, elle ne dépend pas de façon importante du chef d'entreprise ;
- Elle consiste à appliquer aux agrégats significatifs de l'entreprise à évaluer des multiples ressortant des états financiers des entreprises composant l'échantillon retenu ;
- L'échantillon des entreprises est déterminé à la base du risque, de rentabilité, de croissance, de taille, de secteur d'activité, de secteur géographique, de typologie de clientèle, de structure d'exploitation, d'environnement réglementaire, ...etc. ;
- Si les sociétés sont cotées, les titres de sociétés doivent être suffisamment liquides pour considérer la valeur qui en découle, comme de valeur de marché ;
- Par contre, si l'entreprise à évaluer, n'est pas cotée, une décote est appliquée sur la valeur obtenue pour tenir compte notamment de l'effet de taille et une prime de contrôle est attachée à la cession de l'entreprise ;¹

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, p42, consulté le 13/11/2017.

La méthode analogique ou bien des comparables est fondée sur la comparaison de l'entreprise avec des actifs ou des entreprises de même nature (activité, zone géographique).²

- Les approches analogiques ont un fondement mathématique simple, car elles s'appuient sur une règle de trois, et un fondement conceptuel qui est la théorie des marchés à l'équilibre, mais elles n'intègrent pas, de façon explicite, une dynamique de croissance, qui est un des fondements de la valeur ;
- Cette méthode consiste à définir d'abord l'agrégat que l'on souhaite utiliser dans l'échantillon d'entreprises comparables sélectionnées ;
- Puis à déterminer un « multiple » et à l'appliquer à l'agrégat de l'entreprise à évaluer, qui permettra d'en déduire sa valeur.
- La méthode des comparables se fonde sur l'équation suivante :

$$\text{Multiple} = \frac{\text{Valeur de l'entreprise ou des capitaux propres}}{\text{agrégat (inducteur de valeur)}}$$

Le multiple est le rapport entre les moyens et le résultat. il détermine la capacité bénéficiaire de l'entreprise. Plus le multiple est élevé, plus l'entreprise a une valeur marchande importante.

La Valeur globale de l'entreprise égale à la somme de ses capitaux propres et de ses dettes financières.³

2/ Le choix des indicateurs de valeurs (Agrégats) :

Les agrégats les plus couramment utilisés sont :

- Le chiffre d'affaires ;
- L'excédent brut d'exploitation (EBE), appelé aussi EBITDA (Earning Before Interest, Taxes, Dépréciation and amortization) ;
- Le résultat d'exploitation, appelé encore EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) ;
- Le résultat net ;
- La capacité d'autofinancement ;
- Les capitaux propres.⁴

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 43. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf.

² : F. LEFEBVRE, op cit, p 89.

³ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 43. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf.consulté, le 14/12/2017.

⁴ : A. THAUVRON, op cit, p 150.

Pour leur sélection, il faut qu'il y ait cohérence entre l'objectif de l'évaluation et l'inducteur de valeur retenue.

- Si l'objectif poursuivi est l'acquisition de parts de marché, il faudra privilégier le chiffre d'affaires.
- Si la rentabilité de l'acquisition prime, le résultat d'exploitation ou le résultat net devra être retenu.
- Le multiple doit être cohérent avec le secteur d'activité de l'entreprise.
- Dans le cas d'une société immobilière, l'actif net peut servir d'inducteur, alors qu'il ne peut pas dans le cas d'une société de services où les actifs corporels sont très limités.
- Il faut s'assurer que les normes comptables qui ont été utilisées pour estimer l'inducteur de valeur sont identiques au sein de l'échantillon d'entreprises, particulièrement quand les sociétés de l'échantillon sont de différents pays.¹

L'utilisation des multiples dépend de ce qu'on obtient :

L'évaluation directe des capitaux propres suppose que les créanciers de l'entreprise ont été rémunérés, donc le flux indicateur de valeur est appréhendé après les frais financiers (cas du bénéfice net).

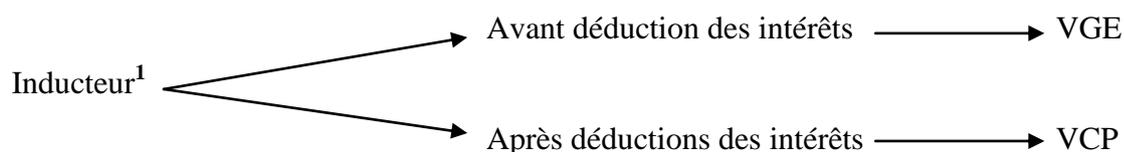
L'évaluation globale de l'entreprise conduit à soustraire les dettes financières dues aux prêteurs. Le flux inducteur est plus global et se situe avant paiement des frais financiers (exemple : résultat d'exploitation).

- La valeur des capitaux propres égale à la capitalisation boursière.
- Les dettes financières, leur valeur de marché est souvent assimilée à leur valeur comptable.
- Si l'inducteur de valeur correspond à un flux qui va servir à rémunérer l'ensemble des apporteurs de fonds (actionnaires et créanciers financiers) comme CA – EBE, c'est-à-dire, il est déterminé avant prise en compte des charges d'intérêt, le numérateur est la valeur globale de l'entreprise.

Pour aboutir à la valeur de l'action, il faut déduire de la valeur obtenue le montant de la dette par action.

- Si l'indicateur représente un flux servant à rémunérer que l'actionnaire, (résultat net, résultat courant), le numérateur devra être les capitaux propres.

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 43. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 14/10/2017.



- Les trois premiers agrégats (CA, EBE, RE ou EBIT) sont des flux qui couvrent la rémunération de l'ensemble des apporteurs de fonds donc, ils permettent de déterminer la valeur de l'entreprise.
- Pour passer de la valeur de l'entreprise obtenue, à la valeur des capitaux propres, on doit tenir compte, de l'endettement net (positif ou négatif), des provisions pour risques et charges décaissables et de la fiscalité différée.
- Le chiffre d'affaires est la donnée la plus simple à appréhender ; sa pertinence dans l'évaluation dépend, d'autres caractéristiques des entités de l'échantillon telles que le niveau de marge dégagé, leur taille et leur intensité capitalistique afin de comparer des entreprises comparables.²
- L'utilisation d'EBE, introduit une notion de rentabilité tout en évitant des distorsions liées à la politique d'amortissement ou de financement des sociétés comparées.³

L'utilisation du multiple du résultat net (PER= Price earning Ratio) est la plus connue, (utilisée pour évaluer des entreprises de petites tailles, et nécessite de nombreux retraitements afin de tendre vers un résultat normatif, ils portent sur :

- Le résultat exceptionnel ;
- La charge d'impôt réel et différées ;
- L'amortissement des éléments incorporels ou des écarts d'acquisition, si on analyse des données consolidées.
- Le multiple de la capacité d'autofinancement est utilisé dans les secteurs industriels quand les amortissements sont très importants et impactent significativement le niveau de résultat net.⁴

¹ : A. THAUVRON, op cit, p 151.

² : F. LEFEBVRE, op cit, p 93.

³ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 44. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 13/11/2017.

⁴ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, p 44. www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, consulté le 13/11/2017.

3/ Les principales formules utilisées :¹

La nature de l'agrégat financier fixe le choix de la méthode d'évaluation directe ou indirecte par exemple, l'application d'un multiple au résultat net est susceptible de donner directement la valeur des capitaux propres parce que le résultat net est un solde final de gestion destiné exclusivement aux actionnaires.

En revanche, la multiplication d'un chiffre d'affaires par un coefficient moyen procure une valeur d'entreprise à partager entre les bailleurs de fonds (propriétaires-prêteurs).

a/ Méthode directe :

Font intervenir des agrégats après frais financiers .sont des multiples de la valeur des capitaux propres.

- PER= Price Earning Ration

PER = Cours de l'action / Bénéfice par action

=capitalisation boursière / résultat net (bénéfice net)²

Le PER est utilisé afin de comparer les entreprises du même secteur exemple .PER = 3 on dit que l'entreprise vaut 3 fois son bénéfice.

Ou bien le cours de l'action vaut 3 fois son bénéfice par action.

L'utilisation du PER comme base de calcul présente des imperfections car il se calcule après les événements exceptionnels qui perturbent la rentabilité de l'entreprise à la hausse ou à la baisse et aussi il est après impôts (dans le cadre de comparaisons internationales, certaines entreprises sont pénalisées par un taux d'impôt supérieur à d'autres.

Son utilisation suppose une structure financière comparable entre plusieurs sociétés données ce qui n'est pas possible au sein d'un même secteur.

- Multiple : $P/PF = \frac{\text{Capitalisation boursière}}{\text{Fonds propres}}$

L'utilisation des capitaux propres comme agrégat est importante³ car il ne représente pas un indicateur de volume d'activité ou de performance.

Ce multiple est essentiellement utilisé dans le secteur bancaire, pour lequel le niveau de fonds propres, représentatif des capacités de production, possède une valeur stratégique, il est utilisé par certains opérateurs dans des contextes de marchés « difficiles ».⁴

- Multiple : $P/CF = \text{capitalisation boursière} / \text{capacité d'autofinancement}$

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p89-90.

² : PASCAL Barneto, GEORGES Gregorio, **DSCG2- finance, manuel et application** , 2ème édition, Dunod, Paris 2009, p286.

³ : G. BENCHIMOL, op cit, p13.

⁴ : Idem.

b/ Méthodes indirectes :

Utilisent des agrégats avant frais financiers ; les multiples utilisés donnent une valeur d'entreprise (VE) à laquelle il faut soustraire des dettes financières afin d'obtenir la valeur résiduelle capitaux propres.

b-1 Multiple VE/CA : il est pertinent pour les activités pour lesquelles le chiffre d'affaires est plus significatif que le résultat d'exploitation affiché [il repose sur l'hypothèse que l'activité à une profitabilité potentielle indépendamment des résultats publiés] (exemple : activité hôtelière (VE/ nombre de chambres), des activités en phase de lancement ,entreprises en situation financière ponctuellement difficile. son utilisation est dangereuse car le chiffre d'affaires d'une société ne préjuge en rien de ses résultats.¹

Une société peut avoir un chiffre d'affaires très important, tout en réalisant des pertes .donc le multiple n'est pas pertinent que si les sociétés de l'échantillon et celle qui est à évaluer ont des taux marges homogènes.²

VE/CA= Valeur d'entreprise / chiffre d'affaires

b-2 Multiple VE/EBE ou EBTDA : valeur d'entreprise / excédent brut d'exploitation (EBE)

$$\text{Multiple} = \frac{\text{VGE}}{\text{EBITDA}} \Rightarrow$$

Valeur des capitaux propres= Multiple EBTDA × EBTDA – Dettes financières nettes³

EBTDA est un solde indépendant de la plupart des normes comptables (durée d'amortissement...), de la structure financière (les intérêts des emprunts ne sont pas déduits) et de la fiscalité de l'entreprise (taux d'impôt effectif et apparent). L'utilisation de ce multiple facilite la comparaison entre entreprise opérant dans le même secteur mais ayant une structure financière, une politique d'amortissement et une planification fiscale différente.⁴

b-3 Multiple d'exploitation VE/EBIT :

Fournit une estimation de l'entreprise à dégager des marges économiques en exploitations de façon récurrente à partir de ses activités .Les multiples de résultat d'exploitation sont appliqués dans les services que dans l'industrie lourde.⁵

Il représente la performance économique de l'entreprise une fois intégrée sa politique d'investissement et ses risques commerciaux mais avant de prendre en compte sa stratégie financière.

¹ : A. THAUVRON, op cit, p 168.

² : C. HOARAU, op cit, p 343.

³ : G. BENCHIMIOL,ibid, p 135.

⁴ : G. CHAPLAIN, op cit, p 128.

⁵ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 354.

Valeur des capitaux propres = Multiple d'exploitation x Bénéfice d'exploitation après impôts
– dettes financières nettes

- Ces calculs sont effectués sur la base de données issue des derniers comptes consolidés ou sociaux et des données prévisionnelles N+1 (Budget) et si possible N+2 (plan), pour la méthode des comparables boursiers.
- Les comparables peuvent être trouvés dans les stratégies boursières (abonnement à des bases de données) sinon par la recherche d'opérations isolées car les dirigeants de l'entreprise à évaluer, connaissent les transactions récentes dans leur secteur.¹

4/ Les modèles des méthodes des comparables : sont

a/ Méthodes des « comparable boursier » : se réfère à des données de marché lorsque les sociétés « cotées » sont prises individuellement, par secteur d'activité, par zone géographique, ou par nature d'exploitation (rentabilité, croissance,...)

La méthode des multiples boursiers consiste à déterminer la valeur d'une entreprise non cotée par référence à des multiples, dérivés à partir des données de marché d'entreprise comparable, 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),

On applique une décote d'illiquidité.²

b/ Méthode des « transactions comparables ou bien de multiples transactionnels » :

Les valeurs de cette méthode ne sont pas les capitalisations boursières relevées sur les marchés financiers mais les valeurs observées sur le marché des transactions (hors bourses).

Cette méthode consiste à extraire des multiples de transaction sur la base des transactions significatives intervenues ces dernières années, et les appliquer à la société cible.

La valeur des titres est remplacée par leur prix de transaction contrairement aux multiples de société comparable cotée ; les multiples extériorisés lors de transactions comparables portant sur plus de 50 % du capital de société cible intègrent une prime de contrôle.

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 91.

² : G. CHAPLAIN, op cit, p 124.

L'échantillon des entreprises comparables à analyser fait l'objet d'une transaction dans un passé suffisamment récent (elle est utile pour mesurer la valeur dans une situation de changement de contrôle).

5/ Difficultés de la méthode analogique :

- La création d'un échantillon homogène en prenant en considération la taille et la rentabilité (par exemple des bases de données permettant une telle détermination).
- La difficulté de disposer de données financières comparables et de connaître le référentiel comptable dans lequel elles ont été établies.
- Difficultés relatives aux calculs (exemple : moyenne simple ou pondérée).
- S'assurer de la cohérence de l'EBE, ou résultat net d'exploitation, entre la société à évaluer et les sociétés de l'échantillon, ce qui entraîne la mise en œuvre de certains retraitements (exemple la prise en compte de provision pour risque et charges ou pour engagement de retraite).
- La difficulté de disposer de données pertinentes, ce qui n'est pas possible lorsque le marché boursier fait face à une bulle financière, qui entraîne une majoration artificielle des cours de cotation, ou bien à une période de dépression économique parce que la volatilité des cours augmente les facteurs d'incertitude et certains cours de bourse révèlent très bas, comparés aux capitaux propres des entreprises concernées sans justification intrinsèque et les transactions sur titre peuvent être raréfiées ou réalisées dans des conditions forcées.¹
- Les multiples sont sensibles au risque, au taux d'intérêt et à la croissance :
- Si le risque est élevé, le multiple sera plus faible,
- Si la croissance est élevée, le multiple sera plus important
- Après sélection d'entreprises similaires, on ne trouve pas trace de transactions (cessions, acquisitions) récentes enregistrées dans le secteur (soit parce qu'il n'y a pas eu réellement de transactions portant sur des sociétés comparables, soit ils n'ont pas été répondus publiques à cause de la confidentialité existante sur le marché des sociétés non cotées).
- Dans l'analyse individuelle des entreprises de l'échantillon, les comptes financiers de la société à évaluer ainsi que ceux des sociétés comparables doivent être adoptés dans des standards similaires. Ils doivent être retraités des éléments non récurrents (afin d'établir les performances futures) et retirer les valeurs des actifs hors exploitation dans la société comparable.

¹ : Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, www.clcg.org/privé/guides/9.Mission_Evaluation.pdf, p45, consulté le 12/10/2017.

6/ Avantages de cette méthode sont :

- Méthode simple et rapide
- Tout résultat de valeur peut s'exprimer en fonction du chiffre d'affaires, de l'entreprise, de son résultat d'exploitation ou de son résultat net, cette méthode est donc réaliste et permet de vérifier les calculs obtenus par des voies théoriques.
- Les multiples constituent des indicateurs globaux qui synthétisent en un seul chiffre un nombre énorme d'informations.
- Cette méthode permet donc de synthétiser en un seul concept et une seule grandeur les principales variables déterminant la valeur d'une société : Taux d'intérêt, facteur risque et croissance des résultats.
- Les multiples facilitent les comparaisons entre entreprises semblables.
- Cette méthode permet au chef d'entreprise de faire le point sur sa gestion et d'effectuer un premier diagnostic rapide sur les atouts et les points faibles de son affaire.

7/ Des précautions à prendre en compte : ¹

Pour avoir des données les plus pertinentes possibles, il faut :

- Ecarter les sociétés retenues dans l'échantillon lorsque leurs caractéristiques sont trop éloignées de l'entité à évaluer (structure financières, business model...);
- Privilégier les transactions réalisées en numéraire portées sur une part significative du capital, parce que les transactions payées en titres sont difficiles à analyser ;
- Veuillez à ce que le prix de transaction ne se trouve pas majoré d'une prime justifiée par des synergies spécifiques ;
- Vérifier que le prix de cession affiché ne tient pas compte d'autres facteurs tels qu'un complément de prix à venir ou d'engagements pris par l'acheteur contribuant à baisser le prix de cession apparent ;
- Prendre en considération la structure de l'actionnariat et aussi des situations spécifiques (contraintes réglementaires ou un actif fiscal) ;
- Retraiter les résultats retenus afin de ne pas prendre en compte des charges ou produits liés à des actifs hors exploitation qui font l'objet d'une évaluation à la valeur de marché ;
- Tenir compte des décotes éventuelles à appliquer (pour illiquidité, cas d'une participation minoritaire dans une société non cotée ;

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 92.

- Retraiter les données de base pour tenir compte d'éléments tels que les engagements de retraite, les provisions pour risque et charges, les participations mises en équivalence, les intérêts minoritaires dans certaines filiales.¹

V/ Comparaison des valorisations:

Dans un marché en équilibre, toutes les méthodes d'évaluation devraient normalement conduire à la même valorisation² or dans la réalité, on constate fréquemment des différences entre valeur patrimoniale et valeur par la méthode DCF ou par la méthode des multiples.

A/ Analyse de l'écart entre valeur patrimoniale et valeur de rentabilité:

Si la valeur patrimoniale est supérieure à la valeur DCF, ou celle issue des multiples, l'entreprise vaut plus par son passé (capitaux propres réévalués) que par ses perspectives futures de rentabilité. Il convient donc, dans ce cas, non pas investir mais plutôt de commencer à désinvestir, à liquider les actifs pour obtenir une meilleure rentabilité et une meilleure allocation de ressources.³

Si la valeur patrimoniale est inférieure à la valeur DCF ou celle issue des multiples (ce qui est le cas le plus fréquent dans une économie caractérisée par l'importance d'actifs incorporels), l'entreprise est alors fortement rentable et investie dans des projets dont la rentabilité est supérieure à son coût du capital. L'entreprise a un véritable savoir-faire, un positionnement stratégique.

Le Good will a été utilisé pendant longtemps comme moyen privilégié de corriger les valeurs patrimoniales pour tenir compte de la rentabilité économique anticipée de l'entreprise, notamment par rapport à son coût moyen pondéré du capital et évaluer d'un coup l'ensemble du capital immatériel de l'entreprise.

On calcule un résultat d'exploitation normatif, en appliquant un taux de rentabilité exigé sur l'actif économique. La différence entre le résultat d'exploitation anticipé dans le plan d'affaire et le résultat normatif dégage, soit un "superbénéfice" le good will qui correspond à une rente que l'acquéreur est prêt à acheter soit un déficit, le Bad will.⁴

B/ Valeur des multiples et valeur DCF:

Si la valeur obtenue par la méthode des multiples est supérieure à la valeur issue de la méthode DCF, il faut songer rapidement à introduire l'entreprise en bourse car les

¹ : F. LEFEBVRE, op cit, p 92.

² : R. OBERT, M-P. MAUSSE, *DSG4 comptabilité et audit cas pratiques*, p 859.

³ : P. VERNMMEN, op cit, p 860.

⁴ : P. VERNMMEN, op cit, p 861.

investisseurs financiers ont une appréciation du risque de la rentabilité plus favorable à l'entreprise que son actionnaire actuel ou son management.

Si la valeur issue des multiples est en retrait par rapport à la valeur DCF et si l'on croit à son plan d'affaires, il vaut mieux attendre que l'entreprise concrétise dans ses états financiers son potentiel de croissance reflété dans la méthode DCF. Si les multiples de transaction aboutissent à une valeur nettement plus élevée que les multiples boursiers ou la valeur issue du DCF, il faut alors vendre de gré à gré en organisant une mise aux enchères astucieuse entre plusieurs industriels.¹

C/ Méthode de valorisation entre cédant et acquéreur:

Un vendeur préfère généralement la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF), car cette méthode est fondée sur un plan d'affaires qui est rarement pessimiste, établie par le management de la cible mais, le plus souvent sur l'instruction de l'actionnaire vendeur dans l'unique but de "bien vendre" l'entreprise.²

Le vendeur préfère la méthode des comparables (boursiers ou de transaction) car il ne voudra pas vendre moins cher que son concurrent et une introduction en bourse représentera parfois une alternative à la cession pure et simple.

L'acheteur fonde sa négociation sur les comparables pour justifier un prix plus bas que celui qui sort du DCF.

D/ Les valeurs et le cycle de vie de l'entreprise:

- La valeur patrimoniale et valeurs de rentabilité peuvent différer tout au long du cycle de vie d'une entreprise qui a connu un certain succès.
- Au moment de la création d'une entreprise, valeur patrimoniale et valeur de rentabilité sont identiques dans la mesure où l'entreprise n'a pas encore investi.
- Après une année ou deux d'exploitation, la valeur patrimoniale peut diminuer en raison des pertes dues au démarrage de l'activité. Les valeurs de rentabilité, seront supérieures car elles anticipent les flux futurs que l'on espère positifs.
- En phase de croissance, la valeur patrimoniale va augmenter en raison du réinvestissement partiel ou total des bénéfices et de la constitution du fonds de commerce. Les valeurs de rentabilité continueront à augmenter et resteront supérieures à la valeur patrimoniale.
- En phase de maturité, la croissance des valeurs de rentabilité va se réduire, voire s'arrêter, reflétant l'évaluation normale des bénéfices, par contre la valeur patrimoniale continuera à

¹ : Ibid, p 861.

² : Idem.

croître, mais à un rythme plus ralenti, car l'entreprise augmentera son taux de distribution, valeurs de rentabilité et valeur patrimoniale pourront être confondues.

- En phase de déclin, les bénéfices diminuent et les valeurs de rentabilité deviennent alors inférieures à sa valeur patrimoniale celle-ci continue à croître, mais à un taux très faible jusqu'à l'apparition des premières pertes. La valeur patrimoniale diminue quant aux valeurs de rentabilité, elles sont très faibles. La valeur patrimoniale apparaît comme une valeur particulièrement spéculative.¹

En résumé l'évaluation d'une entreprise est donc:²

- Spéculer fortement sur l'avenir de la société mais aussi sur les conditions de marché, Les méthodes de flux, de multiples le démontrent ;
- Effectuer implicitement des prévisions à très long terme fondées sur une extrapolation des résultats passés ou d'une future proche ;
- C'est parfois oublier que les valeurs patrimoniales sont de fausses protections ;
- Pour un financier, la décision de céder tout ou partie du capital d'une entreprise découle alors de la comparaison du prix que l'on peut en tirer par rapport aux valeurs obtenues.

¹ : Ibid, p 862.

² : Idem.

Conclusion

L'évaluation de l'entreprise consiste à construire une fourchette de valeurs identifiant les valeurs minimale et maximale. Pour cela, il existe plusieurs méthodes. Elles se basent sur différentes hypothèses et utilisent des outils mathématiques différents. Elles tentent de prendre en compte les éléments qui peuvent influencer, de façon directe ou indirecte, positive ou négative la valeur de la société, à des moments bien précis de son existence, pour faire ressortir un prix qui reflète précisément la réalité de cette valeur.

La détermination de la valeur de l'entreprise est utile dans nombreuses situations.

En fonction du diagnostic interne et externe réalisé, l'évaluateur décide des méthodes d'évaluation qui seront utilisées et celles qui sont écartées.

L'approche par les options réelles est basée sur l'hypothèse que les actionnaires détiennent une option de vente (put) dont le sous-jacent est fondée sur les actifs de l'entreprise.

Les méthodes analogiques s'appuient sur les multiples de sociétés en transactions comparables ;

L'approche pragmatique, et celle de l'administration fiscale sont utilisées dans des cas bien précis.

Chapitre IV

Gouvernance d'Entreprise

Introduction

La libéralisation financière et la montée puissante des investisseurs industriels depuis les années 1980, ont considérablement modifié la manière dont les grandes sociétés sont dirigées et contrôlées, et par conséquent, une dissociation entre la propriété des sociétés et leur gestion est apparue.¹ Des événements, telles que les faillites des groupes d'énergie Enron, Worldcom, et une dizaine de grandes sociétés cotées aux Etats unis ,ainsi que les scandales financiers, ont constitué un événement majeur pour la bourse américaine et aussi pour l'économie mondiale, et ont conduit à une destruction massive de valeur aussi bien pour les actionnaires que pour les salariés qui ont perdu l'essentiel de leur épargne- retraite.

Mais bien avant Enron, les crises financières étaient déjà à l'origine de débats intenses concernant les structures d'incitation et de contrôle des grandes sociétés cotées. Il en va aussi du Krach boursier de 1929, qui avait conduit à la perception d'un certain nombre de dysfonctionnements du système capitaliste, parmi lesquels une direction des sociétés cotées faiblement contrôlée, en raison de la forte dispersion de l'actionnariat [Berles et Means, 1932].² Ces événements ont induit un certain nombre de réformes, entre autres, la création du gendarme de la bourse américaine, la Securities Exchange Commission (SEC). Il apparaît donc comme solution la naissance d'un dispositif institutionnel et relationnel, régissant le fonctionnement du système capitaliste contemporain, à travers les relations entre les responsables des grandes sociétés cotées, d'une part, et l'ensemble des parties prenantes concernés par le fonctionnement de ses sociétés, d'autre part (l'État, actionnaires, salariés, fournisseurs, créanciers et les différents agents impliqués par leur décisions).

Ce dispositif est la gouvernance, qui a fait l'objet de très nombreuses analyses au cours des deux dernières décennies.

Sur le plan macroéconomique, elle représente la manière dont les sociétés sont financées et gérées, et sur le plan microéconomique, elle représente les objectifs de la société.

Dans ce chapitre, nous allons présenter un bref historique sur la gouvernance d'entreprise, la gouvernance financière, les mécanismes de la gouvernance, les constituants d'un système de gouvernance, la gouvernance et une bonne conduite, dans la première section, alors que la deuxième section est consacré à l'étude des différentes théories de la gouvernance et la gouvernance, en Algérie.

¹ : B. BAUDRY, *économie de la firme*, édition la Découverte, Paris, 2003, p 58.

² : A. SCHOTT, M. JURQUET, *pilotage des ressources humaines en PME, loin des modèles pour ne plus tarir les hommes au travail*, Paris,p 21.

Section I : Historique et concepts fondamentaux**I/ Historique de la gouvernance :**

L'étude de la gouvernance d'entreprise se situe dans une perspective d' « histoire longue » du capitalisme, comme l'on définit Fernand Braudel [1967-1979, 1985] et Emmanuel Wallerstein [2002]¹, donc sa genèse est liée aux processus de mondialisation des marchés financiers et plus largement des référentiels stratégiques des firmes, à partir d'une économie dominante, celle des Etats Unis. La gouvernance d'entreprise est, fondamentalement, une question de nature sociopolitique, dont la compréhension et l'interprétation doivent faire appel au moins autant aux apports du droit des sociétés, de l'histoire économique et de la sociologie des organisations qu'à ceux de la finance de marché ou des sciences de gestion et d'autres sciences de l'homme et de la société.

La gouvernance d'entreprise pose plusieurs problèmes tels que asymétries d'informations, enracinement des dirigeants, procédures recommandées pour les discipliner, en plus la nécessité de maîtriser quelques instruments d'analyse financière utilisés pour évaluer les performances de la firme (free cash flow, stock option, economic value added, fair value).

L'entreprise est une communauté hiérarchisée à laquelle il faut un chef d'entreprise ou dirigeants selon le cas ou la taille.²

La protection du capital contre ce chef d'entreprise ou ses dirigeants qui sont devenus puissants dans la société des capitaux pose la question de séparation de propriété et de la direction.

Historiquement, le mouvement général en faveur de la gouvernance d'entreprise remonte au rapport Cadbury publié en 1992 en Grande Bretagne qui contient des réflexions, traduites juridiquement en 2003 dans le Combined Code britannique, il propose la séparation de la fonction du président du conseil d'administration et de directeur général d'un côté, et de l'autre côté, la présence d'administrateurs indépendants qui doivent peupler plus de la moitié des conseils d'administration.

La gouvernance de l'entreprise est un phénomène qui a des origines anciennes dans l'histoire de l'économie, et existe dès l'instant que se crée une dissociation entre les parties prenantes, détentrices de droits sur une entreprise, et des mandataires sociaux en charge de mener les opérations de la dite entreprise.

¹ : P. ROLAND, **la gouvernance de l'entreprise**, édition La Découverte, Paris, 2003, p 14.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 106.

Le phénomène de gouvernance est plus ancien, car les mécanismes encadrant la conduite des dirigeants existent partout où l'activité économique se déroule au sein d'organisation.

a/ Au moyen âge :

Le cas des ordres et abbays du moyen âge, dont les responsables économiques devaient des comptes en toute transparence.¹

La comptabilité, en tant que système d'information, des acteurs intéressés à la marche des affaires, contribue à la gouvernance, dans la mesure où elle permet la surveillance de la création et de la répartition de richesses sous la responsabilité des dirigeants.² C'est un mécanisme à qui un pouvoir de sanction peut s'exercer, ce qui impose une certaine discipline aux dirigeants.

b/ Commerce lointain et gouvernance d'entreprise marchande :

L'ancien commerce, terrestre qu'il soit (les caravanes) ou maritime (les navires), constitue le domaine de dissociation entre détenteurs de droits (propriétaire de marchandise, du transport) et opérateur (les responsables opérationnel de l'expédition), en raison du temps requis par ces opérations, des sommes engagées et des risques encourus.

c/ L'existence des mécanismes de gouvernance au cours du temps :

Ces mécanismes ne sont pas le fait d'une époque bien déterminée ce qui change en revanche au cours du temps, ce sont les exigences spécifiques qui s'imposent, aux différentes époques, à l'exercice des fonctions de la gouvernance, en raison de l'évolution de la nature des activités économiques qui s'accompagne de l'émergence de nouveaux mécanismes de gouvernance

Ainsi l'innovation institutionnelle peut conduire à l'apparition de nouveaux mécanismes en fonction des circonstances (historique, idéologiques, politiques, technologiques).

La comptabilité est un de ces mécanismes qui existait depuis le moyen âge ainsi son importance dans le dispositif de gouvernance a encore été illustrée récemment dans le contexte du scandale Enron aux Etats-Unis, qui impliquait des manipulations comptables à grande échelle [Stiglitz, 2003].³ Une des conséquences de cette affaire était de renforcer les instances du contrôle de fiabilité des systèmes comptables, à travers des règles nouvelles en matière de contrôle interne et d'audit légal (loi Sarbanes Oxley aux Etats Unis, loi de sécurité financière en France).

¹ : P. WIRTZ, *les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise*, édition La Découverte, Paris, 2000, p 15.

² : Ibid, p16.

³ : Idem.

Le rapport Bouton sur la gouvernance d'entreprise publié en 2002, en réaction au scandale Enron, souligne également les enjeux liés à la comptabilité, ainsi, la compagnie des Indes met en place autour de 1615, deux nouvelles instances de gouvernance, « la cour des propriétaires, dotée des pouvoirs de régulation et d'orientation, la cour des directeurs, formée de membres élus par la cour des propriétaires et chargée de l'exécutif de la compagnie » [Thiveaud, 1994, cité in Perez, 2003, P 10].¹

La ressemblance de ce dernier dispositif de gouvernance avec les deux organes de gouvernance de sociétés modernes que sont l'assemblée générale et le conseil d'administration est flagrante.

Le droit caravanier, aborde ces problèmes de responsabilité et par là de gouvernance.

d/ Propriétaire fonciers et gouvernance d'entreprise agricole :

Les principes de la gouvernance apparaissent dans les relations entre les propriétaires fonciers d'une part, leurs fermiers, intendants, régisseurs et autres agents locaux, d'autres parts, ces relations ont fait l'objet de maints règlements et lois, constituant les codes ruraux, les péripéties de la mise en œuvre, les conflits inévitables ont donné lieu à une abondante jurisprudence qui fait de la gouvernance d'entreprise agricole la source qui nourrit les pratiques traditionnelles de la gouvernance d'entreprise.²

e/ Révolution industrielle et G E :

Les révolutions industrielles successives de la fin du XVIII^{ème} et du XIX siècle ont constitué un facteur majeur pour le développement du capitalisme occidental et le caractérisent. Aujourd'hui la satisfaction des besoins en capitaux pour faire face aux investissements industriels étaient par les instruments institutionnels, déjà expérimentés au temps du capitalisme marchand : les banques, les sociétés des capitaux, les bourses des valeurs, ces instruments portent en eux les éléments de cette dissociation entre détenteurs de droits patrimoniaux et responsables managériaux, qui constitue le fondement de la gouvernance d'entreprise.³

¹ : Ibid, p 17.

² : P. ROLAND, op cit, p 11.

³ : Idem.

f/ La gouvernance d'entreprise en USA :

L'effacement progressif de la puissance européenne au profit des Etats-Unis d'Amérique s'est accentué tout au long du XX^{ème} siècle à travers d'une série d'événements historique, militaire, (les guerres mondiales, la décolonisation), diplomatique (la chute de l'empire soviétique), accompagnées d'une domination économique par ses productions primaires (agriculture, mines, énergie), puis par ses industries manufacturières (automobile, aéronautique, électronique...) et progressivement par ses activités tertiaires (secteur financier et de l'ingénierie et des services aux entreprises).

Les travaux [Tunc 1994, Thiveaud, 1994, Aglietta, 199, L'Hélias, 1997...] montrent l'importance de la financiarisation de l'économie (le rôle des marchés financier, l'ouverture international du pays) et le poids croissant des investisseurs institutionnels dans la mise en œuvre des principes de gouvernance d'entreprise aux Etats-Unis, traduisant le retour de l'actionnaire.

Les investisseurs institutionnels et particulièrement les fonds de pensions (retraites), ont progressivement eu à gérer des volumes considérables, d'actifs financier.¹ Ils sont donc présents par leurs portefeuilles, avec des montants significatifs, dans le capital d'un certain nombre de grande sociétés, ils se sont intéressés à la gestion des dites société, et demande à leurs direction les informations et des éclaircissements sur les activités passées et leurs performances, et sur les stratégies envisagées et leur impact.

La gouvernance d'entreprise reflétant un « retour de l'actionnaire » était né, et les premiers principes de gouvernance d'entreprise aient été édités par le fond californien calpers qui a joué un rôle de pionnier en la matière, puis le mouvement s'est ensuite généralisé par les fonds d'investissements, d'une part, les associations de défense des actionnaires industriels, d'autres part.

g/ Les caractéristiques essentielles de la G E selon les pays de l'Europe et dans le monde :

Les pays de l'Europe du nord-ouest tel que le Royaume uni et les pays bas ont des caractéristiques comparables à celles des Etats-Unis, (existences des firmes multinationales, internationalisation de l'économie, l'importance des marchés financiers), parce qu'elles sont les plus proches culturellement et historiquement.

Ces pays ont favorisé le développement de disponibilité de gouvernance d'entreprise et des comportements qui les accompagnent.

¹ : Ibid, p 16.

En Allemagne, les relations banque – industrie étaient fortes, en termes de financement des investissements et aussi en participations et contrôle.

L'état avait mis en place un système de cogestion avec une participation des syndicats de salariés aux conseils de surveillance des entreprises. Ces circonstances expliquent que la gouvernance d'entreprise a représenté une situation originale que Michel Albert [1991] a pu dénommer «modèle rhénan».¹

En France, l'ouverture grandissante de l'économie à l'international et l'édification progressive de l'union Européenne, durant le dernier tiers de XX^{ème} siècles permettent de pratiquer de la gouvernance d'entreprise par un ensemble de règles et de pratiques dans lesquelles les signes de reconnaissance et le lien social sont aussi importants que les facteurs de rationalité .

A la suite de la publication des rapports Vienot [1995 et 1999, et Bouton, 2002] la loi est venue positiver par rapport à l'objectif de la gouvernance d'entreprise.

La loi NRE (nouvelles réglementations économiques) du 15 mai 2001, a modifié en profondeur le droit des sociétés d'où le rôle du conseil d'administration dans la gestion de l'entreprise et dans le contrôle.

La loi LSF (loi sur la sécurité financière) du 1^{er} Août 2003, est venue souligner encore ce rôle. La période des « trente glorieuses » 1945-1974 qui a caractérisé l'économie française et celle de l'Europe occidentale, a favorisé la vision managériale d'une firme orientée vers des objectifs de croissance.

La région méditerranéenne, pratique des formes de gouvernance d'entreprise adaptées à son histoire, ses structures sociales, ses niveaux de développement, ses mentalités.

Les entreprises méditerranéennes présentent une culture basée sur le lien social et l'importance des familles élargies (relations interpersonnelles) qui accompagnent l'échange. Les modes de gouvernance d'entreprise reposent sur la confiance et la réputation.

II/ Définition de la gouvernance de l'entreprise :

L'OCDE considère la gouvernance d'entreprise comme « l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouverne » leur conduite et définit leur espace discrétionnaire» Selon l'organisation de coopération et de développement économique(OCDE)², le gouvernement d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Il détermine également

¹ : Ibid, p 18.

² : OCDE(2004) : principe de gouvernement d'entreprise.

la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens de les atteindre et d'assurer une surveillance des résultats obtenus. Un gouvernement d'entreprise doit inciter le conseil d'administration et la direction à poursuivre les objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaires et faciliter une surveillance effective des résultats obtenus.

Charreaux G. Définit la gouvernance des entreprises comme l'ensemble des mécanismes qui gouvernent le comportement des dirigeants et délimitent leur latitude discrétionnaire. Il s'agit d'un éventail de normes qui visent à homogénéiser les fonctions d'utilité des dirigeants et des actionnaires.

Dans le même sens, Rajan R. et Zingales L. (2000), définissent la gouvernance comme l'ensemble des mécanismes d'allocation et d'exercice du pouvoir ou de l'autorité Hiérarchique. ¹Ces auteurs soutiennent que la répartition du pouvoir et de la valeur créée entre les parties actives au sein de la firme sont un mécanisme de gouvernance centré sur la prévention des conflits et donc sur la convergence des fonctions d'utilité, ce qui ne cadre pas tout à fait avec la vision strictement actionnariale de la gouvernance.

III/ La gouvernance financière : une approche externe :

La distinction gouvernance « externe » et « interne » est souvent associée à des pays, des cultures nationales ou religieuses (Hilary et Hui, 2008)²

Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance d'entreprise comme « les moyens par lesquels les apporteurs de fonds à l'entreprise s'assurent de la meilleure rentabilité de leur investissement ». Ils centrent la gouvernance à une fonction principale de protéger et de développer l'investissement financier dans une optique Law end finance. Les mécanismes de la gouvernance, visent à maximiser la valeur actionnariale externe, donc protéger l'investisseur extérieur sur le marché financier et lutter contre les actionnaires contrôlant qui prélèvent des bénéfices privés par rapport aux investisseurs externe, et discipliner les dirigeants enracinés afin de restituer la valeur aux actionnaires en introduisant divers mécanismes de discipline des comportements, les contres pouvoir et la contestabilité du contrôle en tant que lutte pour le pouvoir.

Les marchés financiers sont le moteur et la conséquence du bon fonctionnement de la gouvernance externe. Les firmes sont cotées avec un actionnariat largement dispersé. Les

¹ : G. CHARREAUX, «a la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprises», revue finance contrôle stratégie, decembre2001, p 13.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p60.

investisseurs sont des investisseurs professionnels (institutionnel, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement collectifs, particuliers...

Dans les pays (Anglo-Saxons), les marchés sont développés et les investisseurs institutionnels sont puissants.

Les investisseurs professionnels n'interviennent pas dans la gestion et ne sont pas ou peu présents au conseil d'administration des entreprises¹, leur prise de position s'exprime par des ventes ou des achats « exit » Plutôt que « voices » : les participations se gèrent par le marché financier, grâce à des investisseurs présents de manière permanente, et elles se gèrent aussi par le marché du contrôle.

Dans le système de gouvernance externe, le pouvoir s'exerce par l'internationalisation de normes simples centrées sur la maximisation de la valeur boursière.²

Il faut lutter contre les actionnaires contrôlant qui sont en situation de force et qui prélèvent des bénéfices privés par rapport aux investisseurs externes, tout comme il faut lutter contre les dirigeants enracinés qu'il faut discipliner, afin de restituer la valeur aux actionnaires.

Le développement des marchés financiers en tant qu'outil de contrôle et de discipline, permet d'exercer une pression sur les dirigeants ou les groupes de contrôle peu efficace. Dans cette approche, la gouvernance centre sur la protection des investisseurs externes sur le marché financier.

La loi et la réglementation financière sont les instruments adéquats.

Porta et Al (1999), ont remarqué qu'une bonne normalisation comptable, une bonne application des lois et un traitement équilibré des petits investisseurs sont négativement liés à la concentration de l'actionnariat.³

Dans les marchés financiers transparents et efficaces, on se focalise sur le conflit d'agence directe entre actionnaires d'un côté et de dirigeant de l'autre. Cela est le paradigme de la gouvernance financière externe.

La régulation externe par le marché est fondée sur l'action de nombreux intervenants et sur des procédures : auditeurs contrôle légal des comptes, contrainte d'information à l'égard des actionnaires, analystes financiers transparence.....etc.

Le marché du contrôle constitue également un mécanisme de gouvernance présenté souvent comme étant plus puissant que le conseil d'administration.

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 61.

² : Idem.

³ : Ibid, p 109.

La prise de contrôle, les OPA, permettent de sanctionner les dirigeants et de réduire leur opportunisme.

Le pouvoir fondé sur une logique de contrôle a pour conséquence l'apparition de conflit d'agence entre les actionnaires contrôlant et les actionnaires extérieurs, ce qui permet une extraction de bénéfices privés par les actionnaires de contrôle.

Dans **les systèmes de gouvernance interne**, les marchés financiers, sont moins développés et moyennement efficaces.

Dans les pays où les marchés financiers sont peu développés, les firmes sont sous-évaluées. En revanche lorsque la protection légale des actionnaires (en particulier des petits actionnaires) est efficace et leur droit au cash flow bien protégé, les marchés seront développés, les firmes seront correctement évaluées et il y aura moins de sous investissements.¹ Les systèmes légaux Anglo-Saxon sont mis en avant car ils favorisent au mieux la protection des droits des investisseurs et donc le fonctionnement efficace des marchés de capitaux.

La gouvernance financière ne vise pas uniquement à protéger les investisseurs sur des marchés organisés, elle reconnaît aussi la nécessité fonctionnelle du pouvoir et recentre le propos sur l'entreprise et ses apporteurs de financement. Il faut introduire dans ses objectifs, des mécanismes très divers de discipline des comportements, les contre-pouvoirs, et la contestabilité du contrôle en tant que lutte pour le pouvoir.

IV/ Une bonne gouvernance d'entreprise :

Le gouvernement d'entreprise : Est une traduction de l'américain « corporate governance » peut être défini comme l'ensemble des mesures mise en œuvre dans le cadre du construit social qu'est l'entreprise afin d'inciter les agents économiques indispensables à prendre part au processus productif et à s'y maintenir en assurant la création d'une rente organisationnelle suffisante ainsi qu'un partage perçu comme équitable par ces derniers, compte tenu de leurs apports respectifs.²

Une bonne gouvernance « orientée actionnaires » utilise plusieurs instruments et outils afin de créer de la valeur pour les actionnaires, ce qui se manifestera par l'augmentation du cours des actions et se traduira dans les bilans par l'évaluation de leurs composantes à la valeur de marché (juste valeur).³

Une bonne gouvernance d'entreprise c'est-à-dire un bon corpus de règles permet :

¹ : Idem.

² : P -Y GOMEZ, **le gouvernement de l'entreprise**, Inter édition.

³ : P. ROLAND, op cit, p 50.

- De limiter les conflits existants ou potentiels entre les actionnaires et le management de la société ;
- De limiter l'asymétrie d'information par une transparence du management à l'égard des actionnaires ;

Une bonne gouvernance d'entreprise se manifeste par une bonne gestion qui se mesure en terme de richesse créée. Cette richesse est mesurée par un des outils d'évaluation tel qu'EVA (Economic Value Added). Cette nouvelle méthodologie a pour objectif de faire adopter aux managers un comportement identique a celui que recherchent les actionnaires.¹ L'utilisation de moyens de rémunération de dirigeant tel que versement d'actions et/ou les stock-options vise à les inciter à développer la firme dans une optique de moyen terme, afin d'accroître sa valeur sur le marché boursier.²

Il faut disposer d'une gouvernance interne forte dans les entreprises et chercher à en combiner les effets avec ceux de la gouvernance externe (Cremers et Naire, 2005)³ pour que l'espace discrétionnaire du dirigeant soit plus limité et les intérêts des actionnaires alors peuvent être sauvegardés.

Pour Graffl et al (2010), la bonne gouvernance est l'ensemble de meilleures pratiques de contrôle des dirigeants par les investisseurs tendant à garantir l'efficacité et performance des firmes.

Chareaux (1997) dit que le système de contrôle des dirigeants dans la firme managériale apparait être, la hiérarchie, la surveillance mutuelle, et le conseil d'administration .Ces outils de gouvernance devant être renforcés par des mécanismes externes, dont un bon fonctionnement du marché du travail des dirigeants.⁴

Une gouvernance « forte » est en effet nécessaire, pour que des dirigeants n'échangent pas des avantages personnels contre une moindre prime payée aux actionnaires, ou réalisent des opérations destructrices de valeur.

Les critères pour évaluer une bonne gouvernance :

- Un bon contrôle interne et la qualité de la communication financière ;
- Le respect du principe : «une action égale une voix »,
- La qualité des dirigeants et l'organisation du mode de direction ;

¹ : B. BAUDRY, op cit, p 69.

² : Idem.

³ : P. NAVATTE, G. SCHIER, « la vague des fusions-acquisitions des années 1990 aux États Unis », revue française de gestion, n204, 2010, p 61.

⁴ : Ibid, p 64.

- Séparation des fonctions d'un président, qui contrôle et oriente la stratégie, et une direction générale / ou un directoire), chargée de l'exécutif ;
- La capacité à anticiper les problèmes de succession ;
- Le fonctionnement du conseil d'administration, la présence ou non d'un comité d'audit ;
- Dans les entreprises familiales, il faut que la famille fasse la part des choses entre ses propres intérêts patrimoniaux et ceux des minoritaires.¹

V/ Gouvernance ou gouvernement:

L'expression, établie dans le monde Anglo-Saxon, de corporate governance a été le plus souvent traduite en français par « le gouvernement de l'entreprise », y compris par les auteurs les plus éminents –Pastré [1994], Chareau [1996], Gomez [1996], Peyrelevalde [1999], Pesqueux [2000]..., et dans des documents officiels (Rapport vienot 1 et 2 [1995 et 1999] loi sur les nouvelles régulations économiques [2001]).

Pour des raisons linguistiques le mot le mot Anglais governance est bien distinct que le mot gouvernement et aussi pour des raisons de fond car la governance est un dispositif impliquant à la fois des institutions, des relations, des règles et des comportements. C'est-à-dire plus que la seule structure que constitue le « gouvernement ». ²Cela est valable aussi sur le plan d'une nation, car «la governance publique ne se ramène pas au gouvernement, même si ce dernier constitue un organe essentiel de la première », ainsi, la traduction corporate governance par « governance de l'entreprise, à l'instant de plusieurs auteurs francophones, l'expression « governance » a été utilisée notamment par Jean-Marie Thiveaud [1994] Michel Aglietta [1997], Frank et Brancel [1997].

VI/ Les mécanismes de la governance d'entreprise :

1) Transparence et communication financière :

Le rôle des marchés financiers est insuffisant, pour lutter contre les déviations et contrôler les comportements, Donc il faut les améliorer pour les rendre plus transparents et plus efficaces avec une démarche légale d'où l'exigence de la transparence portée sur l'utilisation de normes comptables internationales et sur la communication et la diffusion d'information financières aux investisseurs et aux analystes par les firmes [Mottis et Ponsard, 2008].³

¹ : B. BAUDRY, op cit, p 70

² : P. ROLAND, op cit, p 5.

³ : B. BAUDRY, ibid, p 68.

En matière d'information financière, la confiance des investisseurs ne pouvait être restaurée que par une transparence accrue¹, de façon qu'elle devait conduire à modérer les rémunérations des dirigeants, et encourager les bonnes pratiques dans l'entreprise (gestion des risques, composition des comités...).

La transparence des comportements et la qualité de l'information sont au cœur des mécanismes de gouvernance mis en œuvre au monde par LSF²: Loi sur la sécurité financière du 1er Aout 2003 face aux problèmes posés tels que la valeur des chiffres diffusés et l'application des normes internationales IFRS et la notion de juste valeur, la transparence financière permet de porter un jugement informé sur la situation de l'entreprise et sur son efficacité économique.

Ces mécanismes de gouvernances ont un but de protection des investisseurs en privilégiant les contre-pouvoirs internes (fondés sur le conseil d'administration et l'administrateur indépendant), et la régulation externe par le marché financier.

Le rythme de diffusion des informations s'est accéléré au cours des dernières années, ainsi que la diversité de ces informations : Projection de résultats détaillée trimestre par trimestre, comparaison dans le Temps, mode de rémunération des dirigeants, investissements, stratégies de développement, etc.

. L'ensemble de ces informations doit permettre aux acteurs du marché de se forger une opinion sur la « valeur » de la firme, pour qu'ils puissent optimiser leurs placements financiers.

-La transparence du fonctionnement des organes dirigeants de l'entreprise : il faut qu'il soit clairement indiqué dans le rapport annuel.

-La transparence dans la rémunération des dirigeants et des administrateurs est une clé de la réduction des conflits entre actionnaire et dirigeants : avec le stock-option (option d'achat ou de souscription à des actionnaires à un prix fixe), les dirigeants ont un intérêt financier qui coïncide avec celui de leur mandant, ils ont alors un intérêt financier à ce que la valeur des actions de leur entreprise, s'élève pour réaliser de plus-value importante.

2) Indépendance du conseil :

L'idée est de mettre en œuvre un contre-pouvoir interne au cœur des mécanismes de décision, c'est-à-dire faire appel à des personnalités « Libre d'intérêts », témoignant

¹ : D. TURQUETY, S. VANDELANOITE, « nouveaux acteurs, nouveaux enjeux, gouvernance et réforme financière après l'affaire ENRON », le financement de l'économie, cahiers français, n331, p 80.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 116.

d'indépendance du rôle de jugement et leur prise de décision et porte garant du rôle de surveillance et de l'efficacité du conseil d'administration .

La gouvernance d'entreprise préconise qu'un organe (conseil d'administration ou conseil de surveillance), présente une certaine indépendance par rapport au management.¹

L'indépendance est obtenue en limitant le nombre de dirigeants de l'entreprise siégeant au conseil d'administration, et en imposant une proportion minimale d'administrateurs indépendants.

Le rapport Bouton définit : « Un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement ».²

Les administrateurs indépendants doivent avoir d'autre qualité au long de l'année : la compétence, la disponibilité et le courage à affirmer des positions qui peuvent être différentes de celles des dirigeants, le conseil d'administration est conçu comme déterminant des orientations et veillant à leur mise en œuvre.

Le conseil d'administration est supposé assumer, le rôle d'une instance de contrôle au service de l'ensemble des actionnaires. Pour ces derniers, il aurait comme mission d'être un « garant de la transparence » [Vienot, 1995, P7],³c'est un mécanisme censé de réduire des possibles asymétries d'informations entre dirigeants et actionnaires.

Si le conseil d'administration (CA) est censé contrôler la conduite du dirigeant supposé poursuivre ses intérêts propres, il faut éviter que l'instance de contrôle soit composé de personnes sujettes aux conflits d'intérêts qu'elles sont supposées réguler.⁴

Des études montrent que la présence de ces administrateurs indépendants est positivement corrélée à la performance comptable de l'entreprise, à la qualité et à la sincérité des informations financières publiées (Mac Avoy et Mille Stein, 1999) BeasLey, 1996).⁵

Un administrateur indépendant, ne doit plus avoir de lien significatif de rémunération ni de lien opérationnels avec la société : la loi a obligé le conseil d'administration à comporter une majorité d'indépendants.

¹ : P. VERNMMEN, op cit, p 905.

² : Ibid.

³ :M. ROUX, **finance éthique, structures, acteurs, et perspectives en France**, le harmattan, Paris. p 55.

⁴ : Ibid.

⁵ : D. TURQUETY, S. VANDELANOITE, op cit, N331, p 9.

3) Le fonctionnement du conseil et la création de comités d'administrateurs :

Le conseil d'administration doit s'organiser en comité spécialisés, pour effectuer une mission de contrôle plus efficace, qui est chargés de préparer l'étude de certains sujets particulièrement sensible en matière de conflit d'intérêt pour gérer efficacement d'éventuelles asymétries d'information.¹

- Un comité d'audit (examen des comptes, suivi de l'audit interne) est conçu comme un garant de la fiabilité de l'information financière communiqué aux actionnaires.
- Un comité des rémunérations (des dirigeants, parfois des administrateurs).
- Un comité de sélection ou des nominations (préparation de la succession du directeur général et/ou président, proposition de nouveau administrateur).

4) L'exercice du pouvoir par les actionnaires en assemblée :²

Il existe des freins pour l'exercice du pouvoir des actionnaires en assemblée qui contrariât une bonne gouvernance d'entreprise tel que :

- Existence d'actions avec des droits de vote multiple qui peuvent permettre à un actionnaire très minoritaire en capital d'imposer ses vues grâce à son poids en droits de vote.
- Existence d'actions sans droits de vote.
- Existence de restrictions à l'exercice des droits de vote en assemblés par des plafonds.
- Restrictions administratives ou matériels à l'exercice du droit de vote par procuration ou correspondance.

Selon la géographie du capital, selon les relations avec les autres actionnaires détenteurs de blocs (investisseurs institutionnels), le contrôle peut être présumé dès 20 ou 30% du capital si le groupe contrôlant possède une volonté de maîtrise stratégique.³

Les autres actionnaires (investisseurs professionnels, petits actionnaires, nouveaux éloignés ou descendants du fondateur de la PME, familiale) sont extérieur, parce qu'ils sont éloigné de la logique de contrôle et de pouvoir visant à mettre en œuvre un projet stratégique.

La gouvernance financière assure la démocratie actionnariale en mettant tous les actionnaires en égalité en matière d'expression de leurs droits juridiques, et cela est exprimé dans les lois NRE et LSF et les dispositions réglementaires qui entendent réduire l'asymétrie d'information

¹ : P. WIRTZ, op cit, p 57.

² : F. BOUCHAIB, **manuel d'évaluation financière des projets**, Edition Madani, 2001, p 907.

³ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 118.

entre les actionnaires individuels et les actionnaires important ayant un lien avec les dirigeants.¹

- Donc tous les actionnaires doivent avoir accès avant l'assemblée générale à divers documents dont les conventions liant les administrateurs, et doit leur être communiqué au cours de l'assemblée générale tous les informations nécessaires et les rapports : (rémunération des dirigeants, prise en compte des conséquences sociales et environnementales de l'activité de la société, suivi de l'utilisation des augmentations de capital, opération au sein d'un groupe, conventions, le rapport annuel de gestion, cela répond un véritable besoin de transparence

5) La rémunération des dirigeants :

La séparation de la propriété et du contrôle est à la source des problèmes de gouvernance d'entreprise.

Si les dirigeants ne détiennent qu'une part infime des parts de leur entreprise, leur incitation à agir dans l'intérêt des actionnaires peut être faible (Berles et Means, 1932).²

Des systèmes incitatifs se sont développés, lient la rémunération des dirigeants à la performance de l'entreprise, notamment avec les programmes d'attribution de stock-option qui donnent le droit d'acheter ou de souscrire une action de la société à un prix prédéterminé. Paradoxalement, les stock-options sont devenues sources de conflit d'intérêt. Les dirigeants sont en effet tentés de manipuler les cours à la hausse au voisinage de la période d'exercice de leurs options pour maximiser leur rémunération, qui est la différence entre le cours de l'action et le prix d'exercice de l'option (Bergstresser et Philippon, 2005).³

Les entreprises devraient justifier les sommes allouées et donc en limiter le montant.

D'autres modalités de rémunération sont présentées dans la plupart des firmes d'abord le paiement de primes, qualifiées de bonus lorsque le dirigeant a réussi à atteindre un certain objectif de court terme.

6) De nouveaux critères de système de gestion :

Par la mise en œuvre de nouveaux indicateurs d'efficacité du management, le plus commun EVA « Economic value added » qui est un indicateur de création de valeur qui mesure ce qu'une firme a réussi à dégager en une année comme richesse. C'est-à-dire la

¹ : Idem

² : D. TURQUETY, S. VANDELANOITE, op cit, p 79.

³ : Idem.

différence entre son résultat opérationnel après impôts et le coût estimé du capital employé pour son activité.¹

EVA positif : signifié que les dirigeants ont réussi à créer de la valeur au profit des actionnaires pendant un exercice donné, ce critère EVA aboutit à mettre l'accent sur la performance financière de la firme, une bonne gestion se mesure en termes de richesse boursière créer.

VII/ Les sujets de la gouvernance, les dirigeants :

Les dirigeants d'une organisation, catégorie parfois réduite à une personne, le plus souvent représentée par un petit groupe fortement hiérarchisé autour du leader, quelque fois exprimée par un réseau semi-hiérarchisé (représentants d'organisations associées, de partenaires, des organismes de contrôle....²

Se sont ces acteurs qui polarisent l'attention dans un système de gouvernance d'entreprise.

VIII/ L'objet de la gouvernance ou le management du management :

Edgard Morin, la gouvernance est, en quelque sorte, « le management du management »³

Elle affecte le fonctionnement des organisations et leurs résultats, basant sur le rôle et du contrôle des mandataires sociaux (les dirigeants) au sein des personnes morales.

La gouvernance d'entreprise porte à la fois sur le système de finalisation, d'organisation et d'animation et le fonctionnement des organisations.

La gouvernance est définie alors comme un second degré du management, après celui de l'entreprise par ses managers, celui des managers par le système de gouvernance d'entreprise.

IX/ Les constituants des systèmes de gouvernance :

Un système de gouvernance comprend divers éléments constitutifs que l'on peut, regrouper en trois composants : des structures (S), des procédures (P), des comportements (C).⁴

1/ Les structures (S) :

Les structures sont variées, certaines sont propres à l'organisation concernée : assemblée générale, conseil d'administration,..., d'autres sont externes et interviennent sur la base de missions contractuelles (auditeurs comptable, agence de notation...) ou dans le cadre de missions d'intérêt général (autorisés de régulation).

¹ : B. BAUDRY, op cit, p 69.

² : P. ROLAND, *la gouvernance de l'entreprise*, édition La Découverte, Paris, 2003, p 23.

³ : Ibid, p 24.

⁴ : Idem.

2/ Les procédures (P) :

Sont très diverses explicitées dans des codes ou des recueils s'imposant aux acteurs concernés (plan comptable, code de commerce,...) .elles concernant les modalités de collecte et de diffusion de l'information utile sur le fonctionnement des entités concernées, les voies et moyens pour effectuer les opérations (cotation sur le marché financier...).

* L'ensemble S-P (structure – procédure) définit le contenu institutionnel du dispositif de gouvernance d'entreprise.¹

Ce dispositif cerne les relations entre les dirigeants d'une part, les actionnaires et les parties prenantes d'autre part, par les législations détaillées, les organes concernés et les procédures à respecter.

A/ Le dispositif propre à l'entreprise : Constitué des organes et procédures internes.

a/ L'assemblée générale des actionnaires : La souveraineté appartient nominale à l'ensemble des actionnaires sur la base de la règle « une action = une voix » l'assemblée générale ordinaire est convoquée pour examiner chaque année la situation de la société, ou sur un ordre du jour : assemblée générale extraordinaire.

Le dispositif institutionnel recommande par les différents rapports en faveur d'une meilleure gouvernance d'entreprise « orientée actionnaires » propose de faire disparaître toutes les clauses préférentielles ou restrictives afin d'augmenter la fluidité de l'actionnariat et de permettre à celui-ci d'exercer intégralement ses droits, avec une meilleure information, afin qu'il puisse décider en toute connaissance de cause.

Le système de gouvernance d'entreprise ne prend ses racines que si le dispositif institutionnel est animé par tous les acteurs concernés y compris les actionnaires minoritaires.

b/ Le rôle du conseil d'administration : Le conseil d'administration CA participe à l'administration de la société, il doit suivre ses affaires et donner son accord pour certains nombres de décisions importantes touchant la vie de cette société.²

Pour une bonne gouvernance, le conseil d'administration devrait comprendre, en plus des représentants des actionnaires participant directement au contrôle, des administrateurs indépendants qui n'ont pas un lien direct avec la société et qui ne sont pas susceptibles d'avoir des conflits d'intérêts avec elle, alors ils ne sont pas des membres de son management.

¹ : Idem.

² : Ibid, p 43.

Le renouvellement des membres du CA, devrait être préparé par un comité ad hoc, indépendant de la direction générale et faisant ses propositions directement à l'assemblée générale

- Groupes de travail et comités ad hoc : sont formés d'administrateurs travaillant en toute autonomie par rapport au management de la société.
- Comité de rémunérations : Se prononce sur les niveaux de rémunération des dirigeants et sur les avantages qui leur sont accordés, notamment en matière d'options d'achat d'action (stock-options)
- Comité des nominations : Il donne son avis sur la nomination des principaux ;
- Comité des compte (ou comité d'audit) : Concerne le suivi de la situation comptable de l'entreprise

c/ La fonction du président et/ou directeur général : Cela diffère selon les pays :

- En France, en conformité avec le double rôle du CA, l'unicité au sommet (principe monarchique) constitue la règle. le PDG est à la fois président du CA et directeur général de la société.¹Cette formule est surtout pour assurer une transition de génération, notamment dans les entreprises familiales, ou pour gérer le sort des présidents à l'occasion d'une fusion.
- En Allemagne, c'est le principe dyarchique, c'est-à-dire la formule des deux conseils.
- Aux Etats-Unis, la fonction de chairman est dite non exécutive et ne se confond pas avec celle de CEO (Chief executive officer).
- Pour une gouvernance d'Entreprise favorable à l'actionnaire, une séparation entre les deux fonctions est recommandée (principe dyarchique) afin de faciliter la mission du management par le conseil et son chairman.

B/ Le dispositif d'appui : Qui sont les organes et procédures externes, et principalement ceux d'audit et de contrôle des comptes, des agences d'évaluation et de notation financière des principaux intermédiaires nécessaires au fonctionnement des marchés financiers.

a/ Le contrôle des comptes : auditeur, expert et certificateurs :

La mission fondamentale de la comptabilité est de fournir une représentation de la firme qui servira de base aux appréciations sur la firme et aux décisions des acteurs concernés.

Tous les dispositifs institutionnels relatifs aux sociétés commerciales prévoient une tenue obligatoire de la comptabilité, par l'entreprise directement ou avec l'aide de cabinets

¹ : P. ROLAND, op cit, p 64.

spécialisés (experts – comptables), et aussi leur certification par des organes mandatés (commissaires aux comptes).

b/ l'évaluation financière : analystes financiers et agences

La fiabilité de l'information donnée par les comptes est importantes pour tous les partenaires de l'entreprise, surtout pour ceux qui sont chargés d'une mission d'évaluation concernant les actions de cette entreprise, et le risque financier qu'elle fait courir à ses créancier. Les agences d'analyse financière et les agences de notation sont dédiées à l'étude de la situation patrimoniale de l'entreprise et de ses perspectives.

- **Analystes financiers :** L'analyse financière de l'entreprise est importante dans le dispositif d'appui à la gouvernance d'entreprise.

Les analystes financiers sont devenus des professionnels centrés sur l'évaluation du prix des actions et des véhicules connexes faisant l'objet d'échanges sur les marchés boursiers.

Ils sont amenés à se spécialiser soit sur un secteur déterminé (une firme importante de ce secteur), soit sur une catégorie d'instruments financiers (Warrant, produits dérivés...).

- **Les agences de notation :** (rating) travaillant sur le risque crédit. elles apprécient la situation financière de l'entreprise en terme de risque prêteur, pour cela il faut examiner les différents actifs et passifs exigible de l'entreprise.

c/ Intermédiaires financiers, prestataires de service d'investissement, société de conseil et d'ingénierie financières :

c-1/ prestataires de services d'investissement : Sont l'ensemble des intermédiaires intervenant sur les marchés financiers comprenant les établissements de crédit, les entreprises d'investissement regroupant les anciennes sociétés de bourse et celles se consacrant à la gestion de portefeuille [goyau et Tarrazi, 2001, Pile verdier, 2002].¹

Ces prestataires sont amenés à intervenir sur le marché primaire (émission de nouveaux titres) et ont une activité essentielle concernant le marché secondaire (Achat/Vente de titres déjà) existant à la demande de clients individuels ou institutionnels.

c-2/ Conseil et ingénierie financière : Sont des acteurs financiers externes interviennent dans les procédures de mise en œuvre de la gouvernance d'entreprise par leur savoir faire spécifique et la garantie de cette participation à l'opération concerné.

¹ : Ibid, p 54.

C/ le dispositif de régulation : Les organes et procédures de tutelles, d'appel et d'arbitrage constituent ce dispositifs.

a) Les organisations professionnelles :

Les différentes professions participant aux dispositifs d'appui à la gouvernance d'entreprise sont regroupées en organisations professionnelles, mais dont le statut et les missions ne sont pas identiques.¹

- La profession comptable est particulièrement réglementée, elle est régie par deux structures officielles : l'ordre national des experts comptable, la compagne nationale des commissaires aux comptes.
- Les professions liées à la banque sont regroupés dans la fédération des banques (dans certains pays) et les professions d'assurance dans la fédération des assurances.
- Les opérateurs et intermédiaires intervenant sur les marchés boursiers sont regroupés dans des organisations professionnelles comme le conseil des marchés financiers.

b) Les tutelles :

Les secteurs financiers sont soumis à une tutelle administrative, qui exerce des prérogatives de contrôle et de régulation.

-Le secteur de la comptabilité est régulé par le conseil national de la comptabilité (CNC), dont le bras séculier est la commission de réglementation comptable (CRC)

Aux Etats-Unis, la normalisation comptable repose sur un ensemble de procédures recommandées par FASB (Financial Accounting standards Board).

Au plan international, le mouvement de normalisation est conduit par une association privée, l'IASC (International Accounting Standard comitée).

-Le secteur de la banque est sous la tutelle du comité de réglementation bancaire et financière, du comité des établissements de crédits et des entreprises d'investissement et de la commission bancaires.

- Le secteur de l'assurance est sous tutelle de la commission des assurances.

c) Les autorités de régulation :

Pour assurer un bon fonctionnement des marchés financier, les pouvoirs publics ont opté pour la formule d'autorité dédiée à la régulation de ce secteur (SEC), le modèle de la Sécurities and Exchange Commission américain, et (COB :la commission des opérations de bourse française et AMF : autorité des marchés financiers.

¹ : Idem.

d/ Les instances juridictionnelles :

Aux Etats-Unis, l'appel au juge est très répandu quand la régulation naturelle (par le marché) n'est pas satisfaisante.

Dans les domaines de la gouvernance d'entreprise, les procès sont fréquents et prennent souvent la forme de recours collectif par un groupe d'actionnaires minoritaires envers les dirigeants, ou bien envers le conseil d'administration.

En France, cette tendance à la « juridiciarisation de la société » est moins répondue.

-le conseil d'état a été amené à juger en contentieux sur appel de décisions d'instance de régulation, amenant ces derniers à modifier leurs procédures.¹

-La cour de cassation a été appelée à rendre des arrêts touchant des décisions stratégiques de l'entreprise.

Le conseil constitutionnel (instance suprême relevant du méta gouvernance) a pu être saisi à plusieurs reprises de textes de lois votées touchant des questions relevant de la gouvernance d'entreprise, parfois certains de leurs dispositions.

D/ Les instruments opérationnels de la gouvernance d'entreprise (orientée actionnaire) :

Les managers sont invités à n'effectuer que des investissements au-delà du coût de capital « requis » et éventuellement à rendre aux actionnaires le flux de liquidité disponible.

Ces instruments complètent le dispositif institutionnel pour conduire un système de gouvernance d'entreprise « orientée actionnaire » en fait reposant exclusivement sur l'évolution des cours des actions.²

Ces indicateurs de gestion sont :

a/ Un indicateur de financement : « le flux de liquidité disponible » free cash flow, FCF :

Défini par Michael C. Jensen [1986] comme l'excédent des financements disponibles après le financement des investissements « rentable ». C'est-à-dire dont le rendement est supérieur au coût du capital.³

Cet indicateur est un instrument de la gouvernance d'entreprise, il joue un rôle important dans les relations actionnaires – managers.

¹ : P. ROLAND, op cit, p 54.

² : Idem.

³ : Ibid, p 55.

b/ Un indicateur de performance, la création de valeur boursières, ou « valeur pour l'actionnaire » (Shareholder value) :

Est un critère de performance proposé aux managers des sociétés dans les systèmes de gouvernance d'entreprise.

Une firme « créera de la valeur boursière » pour une période donnée, si, et seulement si, ses résultats, durant la période considérée, couvrent de coût des capitaux engagés.

c/ Un principe de mesure comptable : la valeur de marché, « la juste valeur » « fair value » :

Cette approche recommande d'évaluer, chaque fois que possible, les différentes composantes de l'actif et de passif de l'entreprise à leurs valeurs de marché du moment. Cette approche permet une appréciation plus juste de la situation nette de l'entreprise et donc de l'évolution de la richesse de ses actionnaires.

d/ Un mécanisme indicatif : l'attribution d'options d'achat d'actions (stock-options)

C'est un instrument qui repose sur le principe des options de titres qui représente la possibilité de les acheter ou de les vendre, (selon le cours plus élevé ou moins élevé que le prix convenu), à des conditions déterminées (exemple : Ne pas exercer ces options avant un délai déterminé).

- Cet instrument constitue au plan du système de gouvernance d'entreprise, une incitation puissante pour amener les bénéficiaires à se soucier en priorité de l'évolution du cours en bourse, censé représenter l'intérêt des actionnaires, car l'intérêt des actionnaires et ceux des dirigeants est commun : l'augmentation de la valeur boursière.

e/ Un mécanisme disciplinant : Les OPA-OPE

- Les opérations de fusion acquisition des firmes entre elles par les modifications dans les structures et les organes de direction des entités concernés, crée un « marché du contrôle des entreprises » (Market of corporate control) [Jensen et Rubock, 1983].¹
- elles ont un pouvoir disciplinaire sur les dirigeants des firmes concernées : ils éviteront toute ouverture de type OPA (Achat) - OPE (échanges d'actions) qui ne créerait pas de valeur actionnariale et accepteront de laisser la place si d'autres dirigeants proposaient une perspective plus rentable.

¹ :Ibid, p 58.

3/ Les comportements (C) : Sont ceux des agents (personnes physique) directeur d'entreprise et acteurs financiers), concernés par le dispositif institutionnel S-P et chargés de le mettre en œuvre et de l'animer, ont un impact sur l'efficacité des systèmes de gouvernance.

A/ Le comportement des dirigeants des entreprises :

Dans les nouvelles relations inter entreprises, que constituent, les systèmes de gouvernance d'entreprise, les dirigeants des firmes visées sont amenés à s'adapter, en infléchissant leurs choix stratégiques, en les inversant par rapport au passé :

- le choix de portefeuille d'activité, c'est-à-dire n'effectuer l'investissement que s'il avait un impact positif en terme de création de valeur.
- Le choix des systèmes opérationnel : de l'intégration à l'externalisation et à l'allégement des actifs investis.
- Le choix des systèmes de financement : de la gratuité des fonds propres (autofinancement), à la prise en compte du coût du capital (emprunt).

-En suite, en modifiant leurs système de management (leur organisation, leur processus d'incitation et de contrôle par :

- * La structure organisationnelle plus déconcentrée : avec des unités d'activités stratégique ;
- * Les mesures incitatives en direction des dirigeants : stock-options et marché des dirigeants;

-En fin, les systèmes d'information et de communication : création de valeur et communication privilégiant le reporting interne et la communication financière externe Sont l'objet du management.

B/ Les comportements des acteurs financiers : (gérant de fonds d'investissement, banquiers d'affaires, intermédiaires et prestataires de services, auditeurs comptables, analystes financier, exercent des métiers différents mais qui appartiennent tous au monde de la finance parmi ces comportements :

- Une gestion professionnelle de l'épargne.
- Indépendance des analystes et gestionnaires d'actifs.
- Indépendance des contrôleurs de comptes.

L'analyse du système de gouvernance d'entreprise « orientée actionnaire » tant au niveau de son dispositif institutionnel, qu'en niveau des comportement des dirigeants de l'entreprise et leur partenaires financiers, fait apparaitre que ce système est devenu un modèle boursier reposant sur l'hypothèse que les marchés financiers secondaires que

constituent les bourses de valeurs permettaient, à tout moment, de donner la valeur des choses et de guider l'action des hommes.¹

L'évaluation des cours de l'action d'une société cotée synthétise l'ensemble des performances de cette société et permet à tous les acteurs concernés (actionnaires et dirigeants) d'optimiser leurs décisions et leurs comportements.

X/ Le dispositif de régulation de la gouvernance :²

1/ Le management de la gouvernance : est un troisième degré du management qui implique des organisations professionnelles (ordres), les autorités administratives (autorités dédiées) qui ont un double objectif d'autonomie et de contrôle) tels que audiovisuel, électricité, télécommunication et des instances juridictionnelles (tels que : la cours de cassation, le conseil d'état, le conseil constitutionnel).

2/ Harmonisation des dispositifs de régulation : gouvernance de la gouvernance :

Est un quatrième degré de la gouvernance au profit des partis permanentes détentrice de droit se fait par :

- La voie politique (divers dispositifs législatifs et réglementaires).
- Par la voie juridictionnelle (des contentieux).

3/ Méta-gouvernance : est un cinquième degré de la gouvernance, qui se réfère aux principes fondamentaux concernant l'organisation de la vie collective.

- Au sein des états (constitutions et instances du type conseil constitutionnel).
- Au niveau international : traité internationaux et instances du type cour des droits de l'homme.

XI/ La gouvernance et « bonne conduite » :

Pour certains commentateurs, la gouvernance d'entreprise confondrait avec un certain mouvement de réforme des conseils d'administration datant du début des années 1990³ et qui prennent une approche particulière du contrôle des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires. Pour eux la gouvernance est défini par un ensemble des recommandations normatives, telles qu'elle figure dans le rapport Cadbury élaboré entre mai 1991 et fin 1992, le prototype britannique des codes de bonne conduite. C'est-à-dire « meilleurs pratiques » de gouvernance et gouvernance d'entreprise seraient synonyme. Par contre la définition qui domine par littérature financière aujourd'hui est celle de Shleifer et Vishny [1997], pour qui la gouvernance recouvre l'ensemble des mécanismes qui garantissent aux différents bailleurs de

¹ : Ibid, p6 9.

² :Ibid, p 25.

³ : P. WIRTZ, op cit, p 8.

fonds un retour sur investissement, en évitant une appropriation de valeur excessive par le dirigeant et les actionnaires dominants. Cette définition met l'accent sur les mécanismes d'incitation et de contrôle du dirigeant au profit des investisseurs et, notamment, des actionnaires. C'est une définition plus large que la précédente (bonne conduite), car elle ne se limite pas à la seule structure et au fonctionnement du conseil d'administration, mais inclut d'autres mécanismes de contrôle, tels que les prises de contrôle hostiles¹, et elle ne voit pas dans la gouvernance un simple phénomène de mode liée à un mouvement de réforme très particulier, mais un ensemble de mécanismes plus généraux.

Les codes de gouvernance se focalisent essentiellement sur un seul mécanisme de gouvernance qui est le conseil d'administration ce dernier n'est qu'une instance parmi d'autres encadrant l'activité du dirigeant au sein d'un dispositif complexe et dynamique. Ainsi le premier rapport Vienot publié en 1995 contenant un ensemble de recommandations au sujet du rôle, de la structure et de la composition du conseil d'administration. Ce rapport été suivi par les rapports : Vienot II [1999] et Bouton [2002], qui ont tous été proposés par le Medef (Patronat Français/ et l'AFP les dirigeants des plus grands sociétés.

Il existe actuellement environ cent quatre vingt codes de ce genre dans le monde.²

XII/ Le pouvoir dans l'entreprise

D'après J. L'homme (1966) le pouvoir est « la capacité d'exercer une influence nette ». ³Le pouvoir est un aspect important des relations liant le dirigeants à ses Mandants (D ; Mac Clelland, [1970], [1975], D, Mac Clelland et D. Burnhau 1976.

La définition de R. Dahl [1957] : A à du pouvoir sur B dans le mesure où il peut obtenir de B que celui-ci fasse des choses qu'il ne ferait pas autrement, ainsi A à du pouvoir sur B parce que B a un besoin à satisfaire et que A est capable de contribuer (ou d'empêcher) directement ou non à ce que B satisfaire (ou non) ce besoin.

Le pouvoir se développe donc dans un contexte aléatoire et ne peu exister qu'entre les individus qui agissent dans le cadre d'une entreprise commune.

J. pleffer [1981] note que le pouvoir est spécifique au contexte ou aux relations.⁴ Donc une personne est impuissante en générale mais seulement par rapport à d'autres acteurs sociaux dans une relation spécifique, il faut distinguer le pouvoir de la puissance, le pouvoir sous

¹ : Idem.

² : Ibid, p21.

³ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 46.

⁴ : J. MAATI, **Le gouvernement d'entreprise**, de Boeck et Larcier, Paris 1999, p 4.

entend une relation alors que la puissance fait référence à la force elle-même, donc le pouvoir à un caractère relationnel.

Le pouvoir est indissociable de la relation de dépendance entre celui sur qui exerce le pouvoir et celui l'exerçant, il est aussi de l'idée de réciprocité, le pouvoir n'est jamais l'apanage d'une seule des parties et enfin il ne peut pas être analysé sans tenir compte du déséquilibre entre les parties, autrement dit les termes de l'échange sont favorable au leader, il est peu probable que deux acteurs impliqués dans une relation sociale disposent d'un pouvoir de puissance égale.

Situé au sommet de la hiérarchie qui peut le déléguer pour partie aux niveaux inférieur, le pouvoir se justifie par le nécessaire maintien de la cohésion de l'organisation qui n'est pas spontanée.

L'asymétrie informationnelle est un des aliments du pouvoir, la dépendance envers des ressources dont l'autre partie dispose et l'incertitude.¹

L'asymétrie informationnelle permet d'introduire les jeux stratégiques de délivrance et de découverte d'information.

La dépendance envers les ressources signifie que celui qui possède une ressource spécifique nécessaire à l'objet de la relation contractuelle met l'autre en situation de dépendance.

Enfin, le risque contractuel, contracter c'est s'exposer au risque que la contre partie n'exécutera pas ses obligations en cas d'accord, Le pouvoir consiste à faire régner l'incertitude sur le fait de savoir si l'individu va exécuter telle action ou fournir telle information dont a besoin sa contre partie pour agir à son tour.

Le pouvoir découle d'une relation économique contractuelle², il consiste à allouer des ressources économiques dont dispose l'entreprise au travers de contrats qui lui ouvrent des droits et des créances, c'est-à-dire des latitudes d'actions sur des individus ou des actifs. Ce pouvoir économique utilise des instruments et des techniques d'organisation et de coordination de l'activité, l'objectif est de faire en sorte que les décisions des membres suivent les buts de l'entreprise.

Les moyens utilisés sont les suivants :³

- La division du travail et la spécialisation des activités ;
- Une canalisation des comportements par des procédures ou des ratures (programme de travail, stimulation, sanction,...) ;

¹ : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 47.

² : Ibid, p 48.

³ : Idem.

- Décentralisation et responsabilité locale ;
- L'aménagement des communications, les transferts d'information, le suivi et le contrôle.

• **Les sources du pouvoir :**

a/ Les sources directes du pouvoir :

1/ La capacité de l'acteur A de satisfaire aux besoins de l'acteur B grâce à la fourniture de capitaux.¹

Pour une firme il s'agit de trouver des sources de financement afin d'assurer l'exploitation de son activité et cela en interne en cédant des actifs ou en bénéficiant d'un autofinancement, et s'ils ne sont pas suffisant, l'entreprise se tourne vers des acteurs extérieurs (les actionnaires, les prêteurs, l'état ou autres collectivités). Ceux-ci tirent leur pouvoir de la capacité qu'ils sont à alimenter ou non la firme en capitaux.

2/ La capacité d'un acteur à maintenir sous sa coupe un autre grâce à l'ascendance, aussi bien physique que moral, qu'il peut exercer.²

Dans sa forme physique demeure une source du pouvoir au sein des organisations informelles appartenant à l'économie parallèle quant à l'ascendance a morale, elle correspond notamment au pouvoir charismatique.

3/ Troisième source directe de pouvoir est le savoir. Le pouvoir de certains individus ou groupe est lié aux connaissances qu'ils détiennent et sans lesquelles les buts ne pourraient être atteints.

4/ La dernière source directe de pouvoir est l'expertise qui correspond au concept de savoir-faire, distinct du savoir découlant lui-même du nombre et de la qualité des informations détenus. Le savoir-faire est issu de l'habileté de l'individu hors effet d'expérience (certains sont plus doués).

b/ Les sources indirectes du pouvoir : elles sont indirectes dans le sens où elles fondent sur une des sources déjà répertoriées. L'existence de la réglementation : Il n'existe pas une organisation sans réglementation, implicite ou explicite, et en absence de règles, chacun adoptera un comportement dont les répercussions se heurteront inévitablement à celles issus des décisions prises par ses congénères.

Fixation du degré de complétude de la réglementation : cette complétude est atteinte lorsqu'à chaque état de nature correspond une règle nommant les comportements à adopter

¹ : J. MAATI, op cit, p 8.

² : Ibid, p 9.

selon M. King [199], un état de nature est défini en attribuant une valeur à toutes les variables un certaines pertinentes pour l'économie (...) et comprend une liste complète de toutes ces variables».¹

Le degré d'application des règles établis : est une source de pouvoir à travers la possibilité de les interpréter d'une part, et de les appliquer, d'autres parts.

Lorsque le subordonné respecte les règlements, le supérieur n'a plus de pouvoir sur lui si la tâche à accomplir est simple.

La proximité est une autre source indirecte de pouvoir : le fait de côtoyer les détenteurs de pouvoir permet de bénéficier d'une capacité d'influencer ces derniers, donc se disposer d'un pouvoir, l'organisation de la communication entre les unités et les membres crée du pouvoir, alors, la source primaire du pouvoir est l'information.

¹ : Ibid, p 11.

Section II : Les théories de la gouvernance et les codes de la gouvernance d'entreprise :**I/ Les théories de la gouvernance d'entreprise :****1/ La théorie managériale de la firme : séparation propriétés et pouvoir**

Le développement de la grande industrie, par la création de sociétés faisant appel à l'épargne publique en Europe et aux Etats-Unis, est affirmé à partir du XIXème siècle, amenant une séparation entre les dirigeants de ces grandes unités et un actionnariat dispersé. Cette dissociation a été révélée par l'ouvrage célèbre de A. Berle et G. Means [1932].

Dans leurs premiers travaux les auteurs William J. Baumol [1959], Edith T. Penrose [1964], Robin Marris [1964] et Oliver Williamson, ont construits une « théorie managériale de la firme » (Marchesnay, 1969).¹

Ils considèrent l'entreprise comme une entité spécifique, distincte de ses propriétaires, d'où l'importance de la gouvernance d'entreprise, les dirigeants de l'entreprise (les managers) développent une stratégie dont les objectifs sont distincts avec, ceux des actionnaires ces derniers tendent à devenir des fournisseurs, parmi d'autres, des ressources de la firme.

a/ Qui dirige ?

En 1929, Berle et Means, ont fait une analyse économique-historico, sociologique sur plus de 200 grandes entreprises américaines non financières, ils ont souligné l'existence de conflits apparus entre les descendants des propriétaires, qui souhaitaient une distribution large des bénéfices sous forme de dividendes, et les dirigeants qui préféraient réinvestir les bénéfices ou les distribuer sous forme d'avantages divers. Ils identifient l'apparition sociologique d'une classe de manager peu ou mal contrôlés par un actionnariat divisé et dispersé. Berle et Means remarquaient que le pouvoir détourné par les dirigeants des grandes entreprises leur donnait une indépendance globale envers la société en général. En leur dispensant de rendre compte.

En 1963, Larner reprit la même étude que Berle et Means pour analyser la structure de contrôle des 200 plus grandes entreprises américaines.² Il trouve que la plus part des entreprises sont contrôlés par leur management, les propriétaires selon lui avaient complètement disparu, l'actionnariat dispersé était la norme qu'il fallait prendre comme point de référence.

¹ : R. PEREZ, op cit, p 31.

² : H. DE LABRUSLERIE, op cit, p 50.

b/ Définition de la théorie de l'agence :

La théorie de l'agence apparaît comme l'explication théorique dominante des phénomènes de gouvernance d'entreprise [Daily, Dalton et Cannella, 2003]. Elle n'est cependant pas apparue dans un vide théorique, mais part de l'intuition formulée dès les années 1930 par Berle et Means [1932], d'une exacerbation des conflits d'intérêts et des problèmes de contrôle, liés à l'ouverture du capital des très grandes entreprises américaines.¹

Une Relation d'agence apparaît chaque fois qu'un individu appelé le principal, engage une autre personne appelée l'agent pour exécuter une tâche dans son intérêt, et ce en situation d'asymétries informationnelle. La théorie des incitations constitue le cadre adéquat pour traiter de telles relations d'agence [Brousseau et Glachant, 2000].²

Le concept de coût d'agence (agency costs) relatif aux dépenses que doivent accepter d'engager les actionnaires pour pouvoir contrôler les dirigeants. Des pertes résiduelles pouvant résulter de l'imparfaite adéquation de l'activité des dirigeants aux intérêts des actionnaires.

Jensen et Meckling [1976] distinguent 3 types de coûts :³

- Les coûts de surveillance engagés par le principal, relatifs à la mise en œuvre d'un système d'information permettant de surveiller les actions du mandataire pour limiter le comportement opportuniste de l'agent;
- Les coûts de dédouanement (bonding) engagés par l'agent qui veut prouver son absence de déviance (rapport d'activité) et justifier sa bonne conduite et l'honnêteté de ses intentions ;
- Les coûts résiduels, incluant l'équivalent monétaire des divergences non encore prise en compte et résultant des décisions de l'agent.

Jensen a enrichi en 2004 la notion de coûts d'agence en y intégrant les coûts liés à la surévaluation des entreprises par le marché.⁴ Le fait d'avoir sa valeur surévaluée par le marché modifie le comportement des dirigeants qui peuvent se lancer dans des choix stratégiques hasardeux en mettant à profit la bonne valeur de l'action pour les financer.

La théorie de l'agence est une théorie de l'organisation interne au sein de l'entreprise qui vise à analyser le contenu des relations d'agence, ou le système de rémunération et le

¹ : P. WIRTZ, op cit, p 36.

² : B. BAUDRY, op cit, p 19.

³ : P. WIRTZ, ibid, p 39.

⁴ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 46.

système de gouvernance interne, elle est développée par Holmstrom et Mélgrom [1991, 1994] ou par Holmstrom et Tirol [1991].

Le contrat incitatif optimal doit être :

- Accepté par l'agent : l'agent doit être adhérer au jeu, et doit en tirer une utilité en minimum positif.
- Et doit être indicatif : c'est-à-dire inciter l'agent à faire des efforts productifs.

La théorie de l'agence reconnaît l'existence d'asymétrie d'information entre l'agent et le principal.¹

L'agent connaît son effort et les actions qu'il mène, pas le principal qui observe les indicateurs, donc l'effort réel de l'agent est inobservable, l'agent le moins bien informé risque de mal négocier un contrat d'incitation par rapport à un contrat qui serait optimum pour les deux.

2/ La théorie de l'agence : au service du retour de l'actionnaire

Le modèle de la gouvernance orientée vers les actionnaires (shareholders)

Après le succès des approches managériales de la firme, les actionnaires ne pouvaient rester indifférents, la théorie de l'agence s'est manifestée, au milieu des années 1970 pour répondre à leurs attentes ,par plusieurs contributions majeures, notamment celles de Michael C. Jensen et William H. MecKling [1976] qui sont les véritables fondateurs de la conception de firme comme nœud de contrat .la firme n'y est plus représentée à travers l'entrepreneur, comme dans sa forme canonique, mais comme un « nœud de contrat ».²

La théorie des incitations constitue le support théorique principal de cette conception avec le courant récent de Coase et d'Alchian et Demsetz qui considèrent la firme comme « un système indicatifs ».³

Les différentes parties prenantes (l'État, apporteurs de capitaux, salariés, clients, fournisseurs...) sont liées dans le nœud de contrats grâce à cette fiction juridique que le droit commercial a autorisée en créant ces « personnes morales » que sont les sociétés.⁴

D'après les auteurs deux catégories de parties prenantes occupent une position particulière,

- Les actionnaires, dont les droits patrimoniaux ne s'exercent qu'après l'autre ayant droit, ils prennent donc un risque financier.

¹ : H. DE LA BRUSLERIE, op cit, p 30.

² : R. PEREZ, op cit, p 33.

³ : B. BAUDRY, op cit, p 15.

⁴ : R. PEREZ, ibid, p 34.

- Les dirigeants, qui disposent d'une information privilégiée par leur position dans l'organisation, et ils peuvent être tentés d'en profiter pour s'accorder des avantages particuliers, pour conduire la firme dans une direction qui leur est favorable, et qui ne l'est pas forcément pour les actionnaires.

La théorie de l'agence apporte plusieurs éléments novateurs :

- 1- Le concept de « coût d'agence » ;
- 2- Le concept de « marche du contrôle des firmes » utilise plusieurs opérations de contrôle tel qu'OPA-OPE qui menacent les sociétés cotées ;
- 3- « Le marché des dirigeants » possède un dispositif disciplinaire pour les dirigeants, les managers s'apprécient ou se déprécient en fonction de leurs performances ;
- 4- Le concept de « flux de trésorerie disponible » (free cash flow), qui est un indicateur permettant d'apprécier les marges discrétionnaires dont disposent les dirigeants.¹

Si les conflits d'intérêts potentiels s'accompagnent d'une asymétrie d'information forte entre les parties prenante, cela induit des dysfonctionnements qui sont coûteux pour les acteurs impliqués dans la relation d'agence.

Une relation d'agence s'établit en vertu d'un contrat (explicite ou implicite) reliant des parties qui s'engagent dans un effort coopératif. C'est pour quoi Jensen et Meckling désigne la firme comme un nœud de contrats, c'est-à-dire qu'elle est constituée d'un ensemble de relations contractuelles dont l'entreprise constitue le centre contractant. Ce qui évite la multiplication d'accords bilatéraux.²

Cette théorie s'est forgée et répondue durant le quatrième quart du XXème siècle, correspondant à une modification des tendances longues de l'économie américaine et occidentale avec une baisse des taux de croissance, elle a été comme une arme suscitée par les économistes pour légitimer leur vision d'une firme appartenant exclusivement à ses actionnaires, sans autre considération. Cette théorie de l'agence, résume la gouvernance d'entreprise au simple face à face entre l'actionnariat et le dirigeant. C'est une conception moniste de la gouvernance d'entreprise privilégiant l'actionnaire (Shareholder ou stockholder). L'actionnaire joue le rôle de principal et le dirigeant joue le rôle d'agent (régisseur de l'argent d'autrui évoqué par Adam Smith).

¹ : P. WIRTZ, op cit, p 39.

² : Ibid, p 3.

3/ La généralisation de la théorie de l'agence aux parties prenantes :

La gouvernance d'entreprise intégrant les parties prenantes (stackeholders)

La théorie de l'agence, dans sa forme simple, de face à face entre l'actionnaire et le dirigeant, présente de nombreuses critiques :

Les actionnaires ne sont pas les seuls à être concernés par l'évolution de l'activité de la firme. Plusieurs économistes ainsi (R.E Free man [1984] avaient pris conscience de la multiplicité de « parties prenantes », et ont proposé une approche pluraliste multi variée de la gouvernance d'entreprise, stockholder theory qui considère que les actionnaires ne sont pas les seuls à être concernés par l'évolution de l'activité de la firme d'autres acteurs sont « partis prenantes, par des relations contractuelles (salaries, clients, fournisseurs, banquiers, et autres créanciers, les collectivités publiques....) ou bien par l'impact des activités de la firme sur son environnement.

À l'opposé de la Shareholder theory : La firme est la propriété des actionnaires, et les dirigeants leurs mandants, les dirigeants doivent gérer la firme dans le seul intérêt de leur mandataires [Robé 1999].¹

. Une autre théorie, la « Stack Holder Theory » (théorie de parties prenantes) a émergé au cours des années 1990.

Cette théorie inclue tous les individus ou groupes d'individus qui possèdent des droits ou des créances « stocks » sur la firme et qui sont affectés par ses décisions, la firme doit selon cette théorie d'efforcer de concilier les intérêts de tous ces groupes, au de la du seul intérêt financier des actionnaires.

Plusieurs travaux ont montré qu'un management de type stockholder est supérieur car il favorise l'investissement en capital humain spécifique, qui devient l'actif stratégique pour les firmes [Blair, 1995].²

En cas de mauvaises affaires, l'actionnaire cour un risque, et les autres parties prenantes sont susceptibles également de subir des préjudices plus ou moins importants :

- Le salarié sur son emploi, sa retraite ;
- Le fournisseur, sur ses résultats d'exploitation et/ou sur sa trésorerie.³
- Le banquier (fournisseur de crédit), sur ses résultats et sur sa trésorerie ;
- Les collectivités publiques, sur le niveau d'activité, dans les bassins d'emploi concernés et sur les revenus attachés à ces activités (taxes fiscales et parafiscales).

¹ : B. BAUDRY, op cit, p 70.

² : Ibid, p 74.

³ : R. PEREZ, op cit, p 36.

4/ Evolution des systèmes de gouvernance d'entreprise et cadre juridique du capitalisme :

L'évolution des systèmes de gouvernance d'entreprise sera celle des sociétés qui les produisent, des structures socio-économique qui les conditionnent et des régimes juridiques qui les encadrent.¹

a/ Une économie mondialisée largement dématérialisée :

Les lignes de force sont celles d'une économie mondialisées et de plus en plus dématérialisée.

Cette nouvelle « économie-monde », structure la production, la circulation et la consommation des richesses dans des systèmes centre périphérie dont, les firmes multinationales sont les principaux vecteurs, chacune d'entre elles représentant le poids d'un petit pays, elle est dématérialisée, non pas que les flux physiques de matière première, énergie, biens intermédiaires équipements et produits finis soient moindres que par le passé, mais parce que leur valeur relative diminue tant dans la structure des productions et des échanges que dans celle des consommations .de plus les sociétés contemporaines, produisent, commercent et consomment des éléments immatériels : services individuels ou collectifs, bien culturels, instruments financiers, ou des biens matériels qui incorporent une part croissante de services en tous genres par rapport à la composante physique.²

Par ailleurs, le progrès des technologies de l'information favorisent à la fois le mouvement de mondialisation qu'elles portent et la nécessaire coordination des opérations exprimant les stratégies d'acteurs.

b/ Des sociétés en mutation :

La mondialisation, la montée de l'immatériel, les technologies de l'information, accélèrent l'évolution des sociétés contemporaines, leurs mutations, leurs crises et leurs conflits. Plusieurs faits caractérisent de tels changements, par rapport à l'évolution des systèmes de gouvernance d'entreprise.

- La juridiciarisation de la société : La tendance à recourir à l'institution judiciaire pour régler les relations entre les personnes et les organisations et leur désaccord constitue un fait de société significatif.
- Transparence et aptitude à rendre compte : sont de nouvelles exigences émanant de la société civile envers les différentes personnes en charges de responsabilité.

¹ : R. PEREZ, op cit, p 102.

² : Idem.

- Des relations entreprise-société civile réciproque : Cette réciprocité tend à apparaître comme une évidence : l'entreprise est partie prenante de la société civile et celle-ci est partie prenante de l'entreprise.

« L'entreprise est une institution de la société » [Tabatoni P et Jarniou P 1971, Saint saulieu R. 1987].¹ Celle-ci s'invite dans l'entreprise et, en retour, ces derniers participes à l'évolution sociétale. Les systèmes de la gouvernance d'entreprise sont amenés à prendre acte de ces évidences.

Des systèmes de la gouvernance d'entreprise ouverts :

L'entreprise est perçue comme une organisation humaine au sein de la société : elle a des effets directs sur les autres agents économiques et sur les collectivités publiques concernées (fiscales), incidences sur l'environnement naturel (pollution), sur la santé (OGM), sur les équilibres sociaux (emploi, condition de travail) et sociétaux (droits de l'homme, cohésion sociale), elles peuvent être positives ou négatives, évidentes ou très indirectes, Une participation plus large de parties prenantes à ces systèmes de la gouvernance d'entreprise est souhaitable et possible.

5/ Approche cognitive et comportementale :

Dans une économie de marché et du savoir caractérisée par l'innovation et par une compétitivité accrue, une nouvelle conception de la gouvernance est apparue en abandonnant l'exclusivité du mécanisme disciplinaire du dirigeant et en se basant sur l'apprentissage organisationnel, la culture d'entreprise, l'écoute et la confiance pour réguler les comportements des dirigeants.

Les concepts de compétences (Penrose, 1959 ; Polanyi, 1966 ; North, 1994 ; Prahalad, 1994 ; Teece, 1994) et de biais cognitifs et comportementaux (Kahneman et Tversky, 1979 ; Sheffrin, 2001 ; Thaler, 1996) constituent le socle fondateur de ce paradigme. Les travaux de ces auteurs ont permis de mettre en évidence les insuffisances des approches juridico-financières établies, les comportements biaisés des dirigeants pouvant s'avérer sources de coûts d'agence substantiels non pris en compte dans le modèle disciplinaire.

Les travaux de Daniel Kahneman et Vernon Smith (lauréats du prix Nobel d'économie en 2002) ont significativement contribué au renforcement et à la reconnaissance de cette nouvelle approche. Dans la perspective comportementale, l'analyse de la gouvernance est faite non plus sous l'angle de résolution de conflits entre partenaires comme dans les

¹ : R. PEREZ, op cit, p 105.

précédentes approches, mais plutôt dans un esprit d'habilitation et d'aide à la résolution des problèmes stratégiques (Lazonick et O' Sullivan, 2000).¹

II/ Les lois et codes de gouvernance d'entreprise :

Depuis les crises financières des début des années 2000, et les faillites américains (ENRON, WORLDCOM) qui ont touchés le capitalismes, plusieurs initiative pour promouvoir un ensemble de recommandation portant sur divers pratiques de gouvernance des entreprises, et qui ont donnés naissance aux codes de gouvernances qui connaissent un succès mondial bien que les initiatives été bien avant les années 1990, et suite au crash boursier de 1929 ,qui a conduit à plusieurs réforme parmi lesquelles la création du gendarme de la bourse américaine la securities exchange commission (SEC).

L'effondrement des grandes entreprise américaine tel que Worldcom et Enron s'explique surtout par l'importance de la latitude managérial et par la faiblesse de la gouvernance (I.S. Demirag et J.F. Solomon, 2003, K Linset F Warnock, 2004 ; D.S Sharmas, 2006).²

A/ Définition du code de gouvernance : c' « est un document contenant un certain nombre de recommandations concrètes concernant les pratiques de gouvernance et qui sont prétendues les –bonnes-, ou les –meilleurs-. Une des particularités ces codes consiste en leur caractère relativement peu contraignant sur le plan juridique, c'est-à-dire que le terme code ne désigne pas un contexte de loi mais un document proposé selon les pays, par des instances plus ou moins officielles, à qui on reconnait une certaines légitimité en la matière». ³

B/ Quelques codes de la gouvernance d'entreprise :

Les entreprises, pour améliorer leurs gestions, se basent sur plusieurs normes internationale, tels que :

- 1- Le rapport TREADWAY, au Etats-Unis, entre 1987 et en 1997, jouait un rôle important pour répondre aux préoccupations concernant le fonctionnement des organes de direction des entreprises et leurs relations avec les actionnaires.
- 2- Le rapport CADBURY ; en grande Bretagne, en 1992.parmi ces recommandations, la distinction entre la fonction du président du conseil d'administration et du directeur

¹ : R. MOSTEFAOUI, J-J. PLUCHART, « La castration des dirigeants comme mécanisme de gouvernance. Cas de deux EPE en Algérie », Management & Avenir, 2011/7 (n° 47), p. 35-54. DOI : 10.3917/mav.047.0035. URL : <http://www.cairn.info/revue-management-et-avenir-2011-7-page-35.htm>, consulté le 15/09/2017.

² : I. KHARCEHEL, le rôle du pouvoir, discrétionnaire du dirigeants dans l'amélioration de la performance, cas la gouvernance d'entreprise, la Revue des sciences de gestion 2009/3 (N° 23-238),p 10.

³ : P. Wirtz., op cit, p

général, et préconise la création des comités spécialisés afin d'assister le conseil d'administration dans ces tâches, et aussi la présence d'administrateurs indépendants au sein de ces comités.

- 3- Les rapports Vienot 1, 2 le rapport vienot I, en France 1995, aborde les missions et attributions du conseil d'administration, sur la composition, l'organisation et son fonctionnement, avec présence d'administrateurs indépendants et recommande la création d'un comité des comptes et d'un comité des rémunérations.

Le rapport Vienot II (1999), affirme les suggestions du rapport Vienot I et approfondit certains éléments et introduit la fusion de la publicité des rémunérations et des options des dirigeants des entreprises cotées.

- 4- Le rapport Marini (1996) : recommande une dissociation des fonctions du président du conseil et de direction générale, la limitation des mandats des administrateurs, le pouvoir du comité d'audit.
- 5- La loi NRE : en 2001 en France, relative aux nouvelles régulations économiques, a pour objectif de développer le concept de corporate governance. Elle a pour objectif Protéger les droits des actionnaires, la répartition des pouvoirs dans la société, la limitation des conflits d'intérêt.
- 6- La loi sarbanes – Oxley (sox), aux Etats-Unis, en 2002, elle définit les exigences appliquées à la direction et aux comités de vérifications et définit les responsabilités criminelles et générales en cas de fraude, améliorer la présentation de l'information financière et définit les limites des vérificateurs indépendants.
- 7- La loi sur la sécurité financière (LSF), adoptée en France en 2003 afin de lutter contre les dérives de certains dirigeants et exige une transparence dans leur gestion.
- 8 Le rapport Bouton (2002) sur la gouvernance d'entreprises cotées, il aborde 3 sujets :
 - Il renforce le rôle et les méthodes de travail du conseil d'administration.
 - Il conforte l'indépendance des CAC avec un renforcement du comité d'audit interne.
 - Il recommande de dévoiler et de clarifier l'information sur les véritables risques significatifs (industriels, écologiques, financiers), en connus par les entreprises aussi que sur les engagements hors bilan.¹

¹ : P. BARNETO, G. GREGORIO, op cit, p 714.

C/ Les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE ¹:

Le conseil de l'OCDE (organisation de coopération et de développement économique) a approuvé une série de principes de gouvernance d'entreprise en mai 1999, qu'elles ont été révisé en Avril 2004, et depuis elles sont imposé comme une référence à l'échelle internationale pour les responsables de l'action gouvernemental, les investisseurs, les sociétés et autres partis prenantes.

Selon l'OCDE, un régime de gouvernement d'entreprise devra réaliser les différents objectifs suivant :

- Transparence ;
- Droit des actionnaires ;
- Traitement équitable de hors les actionnaires ;
- Reconnaître les droits des différents partis prenants (stakeholders) ;
- Une diffusion d'information exacte ;
- La surveillance de la gestion par le conseil d'administration.

Une bonne gouvernance permet à l'entreprise d'accroître sa crédibilité et son attractivité tous en modifiant positivement le regard des tiers à son égard. Elle permet aussi à l'entreprise d'être compétitive et performante et de mieux gérer les crises et s'assurer une croissance durable surtout avec une économie de marché moderne et les exigences de l'éthique.

Cette approche de l'entreprise par une bonne gouvernance focalise sur les droits, les obligations et les responsabilités respectifs de ses parties prenantes interne et externe et sur leurs relations réciproque et permet à l'entreprise de diminuer les risque évitables, les entreprises Algériennes doivent se convaincre qu'elles ont intérêt a s'y engager, afin de s'immuniser contre les difficultés au quelles elles sont exposés et mètre de leurs coté les avantages de la transparence, de la stabilité, de la rigueur et de la bonne image, afin d'améliorer l'image de l'entreprise Algérienne et l'attractivité de l'économie national en matière de capitaux et de compétence.

La gouvernance d'entreprise est à la fois, une démarche managériale et un ensemble de dispositions pratiques visant à assurer la pérennité et la compétitivité de l'entreprise par le biais de :

- La définition des droits et des devoirs des parties prenants ;
- Le partage des prérogatives et responsabilités qui en résultent.

¹ : OCDE(2004) : principe de gouvernement d'entreprise

D/ Le code algérien de gouvernance d'entreprise CAGE¹:

Le premier code de gouvernance d'entreprise algérien a vu le jour en 2009.

En 2007, le premier séminaire international sur la gouvernance a été tenu, il a permis aux milieux des affaires et aux institutions intéressées de mieux cerner la portée de ce concept managérial dans son acceptation actuelle et de prendre connaissance des expériences internationales. La prise de conscience sur les avantages de la gouvernance d'entreprise en Algérie a été immédiate et c'était un premier pas vers une élaboration du code Algérien de gouvernance d'entreprise.

Le code algérien de gouvernance d'entreprise a été élaboré par une task force représentative du monde des affaires et de l'ensemble des institutions intéressées, dénommé GOAL 08 (Gouvernance Algérie 08) qui a été mise en place dès novembre 2007 et qui a abouti à un code de gouvernance.

Le code de gouvernance n'est pas un texte réglementaire, mais un référentiel librement adopté par les entreprises, pour s'inspirer en interne pour établir leur propre charte de gouvernance. La Task force a pu mesurer les enjeux et l'urgence d'une démarche de gouvernance d'entreprise dans le contexte Algérien afin de s'inscrire dans une dynamique internationale faite d'innovation et d'échange d'expérience. Elle utilise les principes de gouvernement de l'entreprise de l'OCDE, édités en 2004.

Le CARE (le cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise), le FCE (le forum des chefs d'entreprises), et de l'APAB (l'association des producteurs Algériens de Boissons) sont engagés à concrétiser le projet d'élaboration d'un code de gouvernance d'entreprise avec le soutien du ministère de la PME et de l'artisanat (MPMEA) ainsi que de la société financière internationale (SFI) qui ont fourni un appui en matière d'expertise et les moyens logistiques.

Ce code met à la disposition des entreprises Algériennes un instrument didactique simplifié leur permettant d'appréhender les principes fondamentaux internationaux de la gouvernance d'entreprise et permet aux entreprises d'intégrer ces principes en leur sein, tout en leur offrant tous les outils nécessaires qui les aideront dans leur gestion et leurs organisations en leur permettant de résoudre les conflits internes et ceux avec leur environnement en leur procurant de maximum de sécurité.

Les entreprises concernées par le CAGE : (code algérien de gouvernance d'entreprise). Toutes les entreprises Algériennes sont concernées par les principes de bonne

¹ : Le code algérien de gouvernance d'entreprise.

gouvernance, ce code n'intègre pas les entreprises dont les capitaux sont intégralement étatiques et dont la problématique renvoie à une approche spécifique relevant du bon usage des deniers publics. Il s'adresse de manière très particulière

- Aux entreprises cotées en bourse, ou se préparant à l'être.
- A la grande masse des PME privées.

Les entreprises publique et économique cotées en bourse tel que Saidal est dotée de statut juridique SPA. La gestion de tel entreprise avec les méthodes classique de management n'est pas suffisante surtout vis-à-vis des actionnaires qui sont toujours méfiants et demandent des comptes rendu d'où la nécessité des règles de bonne gouvernance pour régler ce problème et pour que l'entreprise puisse assurer sa croissance et se procurer de précieux facteurs de succès. Donc une bonne gouvernance permet pour les entreprises :

- Une meilleure lisibilité, et donc une capacité d'anticipation accrue.
- Une image empreinte de confiance et de fiabilité auprès des tiers.
- Une attractivité accrue des ressources rares, notamment financières et humaines.
- Une performance opérationnelle et des perspectives stratégiques.

Avec une gouvernance, l'entreprise assure le maximum de rigueur et de transparence dans sa gestion, son administration et son contrôle.

1- Les principes fondamentaux et universels : sur lesquels repose la démarche de gouvernance d'entreprise sont au nombre de quatre et sont tirés des principes de l'OCDE.

L'équité : en matière de droits et des devoirs des parties prenantes internes à l'entreprise, ainsi que les privilèges et obligations qui y sont attachés.

La transparence : des prérogatives et responsabilité qui en découle doivent être claires et explicites pour tous.

La responsabilité de chaque partie prenante pour des objets précis, non partagés.

L'imputabilité (Accountability) : la responsabilité est assurée envers quelqu'un.

Tableau 7: gouvernance et profil d'entreprise publique économique algérienne (entreprises cotées en bourse)

Poids relatif dans le monde des affaires	Faible
Enjeu principal de la gouvernance	Pérennité par la stratégie à long terme et quête de croissance
Logique spécifique de la démarche de gouvernance	Phase de parachèvement de la modernisation de la gestion

Source : Le code Algérien de gouvernance d'entreprise, p 22.

2- Problème de gouvernance d'entreprise en Algérie¹ : Le code de gouvernance d'entreprise a pour finalité de prendre en charges les préoccupations suivantes :

a/ Relation banque / entreprise : La gouvernance d'entreprise met l'accent sur la sincérité des comptes, leur correspondance à une réalité économique, et un accroissement de la lisibilité de l'entreprise par le partenaire bancaire de manière historique ou prévisible.

b/ Attirer des investisseurs : externe pose le problème de méfiance réciproque, les propriétaires des entreprises se doivent de définir les conditions adéquates de mise en confiance des investisseurs externes et de préservation de leurs droits.

Relation de confiance avec l'administration fiscale : l'effort de transparence et de sincérité des comptes est un élément primordial et permettra à l'entreprise de développer une relation assainie et sereine avec l'administration fiscale.

c/ Clarification des relations entre les actionnaires : il est vital pour la croissance de l'entreprise de définir les règles de conduite entre actionnaires et notamment en matière de droits, obligations, et de protection des actionnaires minoritaires.

d/ Relation entre actionnaires et managers non actionnaires : nécessite de définir les structures : conseil d'administration ou de surveillance, comités directeursEtc.

Clarifier les responsabilités dans l'équipe exécutive : l'adoption de règles de gouvernance doit permettre une meilleure définition des responsabilités exécutives, notamment par la mise en place, une organisation, d'un organigramme la précision des prérogatives et le partage judicieux des fonctions.

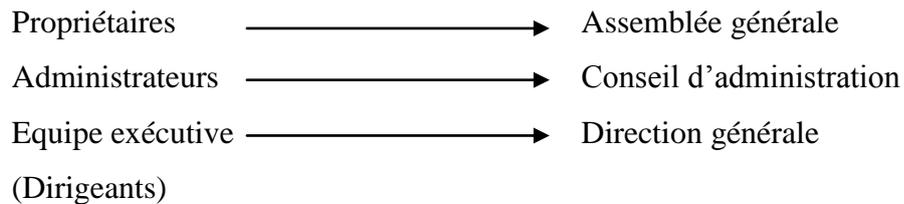
e/ Les relations de l'entreprise avec les parties prenantes :

Le référentiel couvre les relations qui s'établissent entre, d'une part, les parties prenantes internes de l'entreprise, et d'autre part, entre celle-ci et les parties prenantes externes.

1. Les relations entre les parties internes :

Les parties prenantes internes à l'entreprise agissent dans le cadre de leurs organes statutaires qui leur sont respectivement, et seulement dans ce cadre, c'est seulement par l'intermédiaire de ces instances organique que les passerelles sont établie et que les cumules de fonctions sont permis et décidés.

¹ : Le code algérien de gouvernance d'entreprise



- L'assemblée générale : doit répondre à des principes d'organisation et de fonctionnement qui permettent aux actionnaires d'exercer pleinement leurs prérogatives, de participer effectivement aux débats et délibérations tout en assurant un traitement équitable de l'assemblée des actionnaires.
- Le conseil d'administration (CA): Le conseil d'administration est tenu de s'assurer que l'entreprise est dotée de dispositifs de contrôles adéquats en particulier de dispositifs de gestion des risques et de contrôle financier et opérationnel ainsi que de respect de droit et de normes applicables.
- La direction : les objectifs assignés à la direction doivent mettre en cohérence les intérêts de l'entreprise, les objectifs à atteindre, les moyens à mobiliser, les valeurs à défendre et les pouvoirs délégués à la direction. c'est au conseil d'administration qu'il incombe de veiller à cette cohérence multidimensionnelle.

2. Les relations de l'entreprise avec les parties prenantes externes :

L'entreprise est un système ouvert sur plusieurs parties prenantes externes avec lesquelles elle est en contact quotidiennement, les recommandations, proposés par le CAGE devraient moyennant leur adaptations au contexte de chaque entreprise, lui permettre d'améliorer ses relations avec ces parties prenantes (pouvoirs publics, banques, fournisseurs, clients, employés, concurrents) et d'accroître leur attractivité auprès d'elle.

a- Les pouvoirs publics comme partenaires :

L'amélioration des relations avec les administrations publiques passe par le respect de la loi, notamment dans les domaines de législation du travail, celui de la fiscalité et celui de la protection de l'environnement.

b- Les banques et autres institutions financières :

L'entreprise doit avoir une relation durable et basée sur la confiance avec les acteurs du système financier, pour cela elle transmette en temps opportun les informations complètes et correctes sur sa situation financière passée, présente et prévisible et doit distinguer entre fonds propres de l'entreprise et le patrimoine propre de ses actionnaires.

c/ Les fournisseurs :

La sélection des fournisseurs et la qualité des relations qu'entretenait l'entreprise avec eux, constituent des gisements de productivité qui peuvent être déterminants pour la bonne marche de l'entreprise.

d- Les clients :

L'entreprise a pour mission de fidéliser et satisfaire ses clients.

L'entreprise se doit de développer et d'entretenir une approche loyale et éthique avec sa clientèle dans le respect des lois et règlements en vigueur.

e- Les employés :

Les ressources humaines de l'entreprise sont les premiers clients qu'elle se doit de conquérir, dans la mesure où sur celles que repose, en grande partie sa capacité à atteindre ses objectifs.

De ce fait, leur motivation et leurs implication sont indispensable, des systèmes de rémunération basé sur le mérite et la compétence, ainsi qu'une politique d'écoute et de traitement équitable des préoccupations des ressources humains sont mis en place, en plus l'entreprise doit veiller à la formation de son capital humain et à s'acquitter de ses obligations sociales.

f- Les concurrents :¹

L'entreprise est en compétition avec ses concurrents, concernant les parts de marchés, les terrains de l'approvisionnement auprès de fournisseurs, le recrutement des compétences. Elle est aussi en possibilité de coopérer en qualité de professionnel avec ses concurrents pour se concerter sur des préoccupations sectorielles communes telles que la concurrence déloyale, la question d'éthique, la participation au dialogue sociale.

Diffusion de l'information :

L'entreprise doit faire une publication annuelle des états financiers toutes les formations pouvait avoir un impact matériel sur la valorisation de la société.

En plus, l'entreprise est amenée à publier de l'information à l'attention des parties prenantes (institution financières, fournisseurs, clients, employés, organes associatifs) dans le code d'obligation contractuelle ou par souci de transparence volontaire.

L'entreprise doit communiquer en temps utile des informations financières complètes et fiable en adoptant les normes comptable IAS/IFRS afin de rendre les dernières plus transparente et plus accessible aux investisseurs et a ses autres usagers.

¹ : Le code algérien de gouvernance d'entreprise

Tableau 8 : Les 04 thématiques pointées par la gouvernance d'entreprise :

Relations entre parties prenantes	Véracité des résultats obtenus par l'entreprise	Situation de transmission et de succession	Articulation stratégie/intérêts de l'entreprise
De quelle façon organiser les relations formelles entre d'une part les parties prenantes internes de l'entreprise et, d'autre part entre celles-ci et les parties prenantes qui lui sont externes	quelles méthodes de reporting et de surveillance des résultats mettre en place et quelles modalités de contrôle instaurer pour faire respecter scrupuleusement ces méthodes de surveillance ?	Comment éviter que l'entreprise soit perturbée ou déstabilisée par des situations de transmission de titre ou de succession a sa tête ?	Les objectifs stratégiques fixés pour l'entreprise et les moyens mobilisés pour les atteindre sont ils totalement conformes et compatible avec les intérêts bien compris des propriétaires ?

Source : Code Algérien de gouvernance p 64.

Conclusion

La gouvernance de l'entreprise est considérée comme l'ensemble des mesures mises en œuvre dans le cadre du construit social qui est l'entreprise, afin d'inciter les agents économiques indispensables à prendre part au processus productif et à s'y maintenir, en assurant la création d'une rente organisationnelle suffisante, ainsi qu'un partage perçu comme équitable par ces derniers, compte tenu de leurs apports respectifs.

Le phénomène de gouvernance est plus ancien, car les mécanismes encadrant la conduite des dirigeants existent partout où l'activité économique se déroule au sein d'une organisation. La gouvernance d'entreprise pose plusieurs problèmes, tels que l'asymétrie d'informations, l'enracinement des dirigeants, qui sont des procédures recommandées pour les limiter, en plus de la nécessité de maîtriser quelques instruments d'analyse financière utilisés pour évaluer les performances de la firme.

Une bonne gouvernance d'entreprise se manifeste par une bonne gestion qui se mesure en termes de richesse créée. Cette richesse est mesurée par un des outils d'évaluation tel qu'EVA (Economic Value Added).

Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise sont: la transparence et la communication financière, le fonctionnement du conseil et la création de comités d'administrateurs et l'exercice du pouvoir par les actionnaires en assemblée.

La théorie managériale de la firme considère l'entreprise comme une entité spécifique, distincte de ses propriétaires, d'où l'importance de la gouvernance d'entreprise. Les dirigeants de l'entreprise développent une stratégie dont les objectifs sont distincts avec, ceux des actionnaires

La théorie des parties prenantes inclut tous les individus ou groupes d'individus qui possèdent des droits ou des créances « stocks » sur la firme et qui sont affectés par ses décisions, la firme doit selon cette théorie s'efforcer de concilier les intérêts de tous ces groupes, au-delà du seul intérêt financier des actionnaires.

Eu égard, à l'importance stratégique de la gouvernance au sein de l'entreprise, cette question a fait l'objet d'une attention particulière, et c'est ainsi que plusieurs lois et codes de bonnes conduites en gouvernance ont été élaborés dans le monde. En Algérie, un code de bonne conduite a été mis en place, en date du 2007.

Chapitre V

La Relation Entre l'Evaluation et la Gouvernance de l'Entreprise

Introduction :

La complexité croissante des entreprises due, à la mondialisation des transactions, a nécessité un besoin d'organisation dans les rapports de forces de tous les acteurs de l'entreprise.

L'évaluation de l'entreprise comme un outil de gestion et d'aide au pilotage de l'entreprise, permet d'accroître sa valeur, car les techniques utilisées et les résultats d'évaluation obtenus sont utilisés par les dirigeants, pour les orienter dans leurs décisions stratégiques.

La gouvernance de l'entreprise a pour objectif principal d'améliorer la performance et la compétitivité de l'entreprise, ce faisant, sa valeur.

La mise en œuvre de la gouvernance au sein de l'entreprise permet de garantir un processus durable et efficace de création de valeur conforme à l'ensemble des parties prenantes, à l'interne et l'externe, et le respect des principes d'éthique.

La gouvernance comme une forme multi parties prenantes, propose une nouvelle conception du processus de décision, accordant toute sa place à la concentration entre les différentes parties prenantes (stakeholders).

Dans ce chapitre, nous allons étudier l'impact de l'évaluation de l'entreprise sur la gouvernance dans la première section, et le rôle de la démarche de la gouvernance dans l'amélioration de la valeur de l'entreprise dans la deuxième section.

Section I : impact de l'évaluation de l'entreprise sur la gouvernance

I/ Le rôle de l'évaluation de l'entreprise pour une bonne gouvernance :

A/ Caractéristiques et finalité de l'évaluation de l'entreprise pour une bonne gouvernance :

Dans un monde en perpétuel changement, incertain, l'évaluation permet aux entreprises de développer plus de collaboration, d'engagement et de responsabilisation, car :

- Elle permet de définir les actions et orienter l'engagement ;
- Gérer la complexité de l'organisation et la diversité des situations ;
- Adopter une ligne de conduite qui sera partagée pour tous les acteurs, pour travailler en collaboration ;
- Permet de renforcer la cohésion ;
- Elle intègre la dimension relationnelle, et limite l'initiative individuelle, avec le respect de la ligne de conduite par tous le personnel ;
- Limite les conflits d'intérêts par le travail en collaboration.

Sur le plan externe ; elle permet de diffuser vers l'extérieur (clients, fournisseurs, et autres partenaires de l'entreprise) des informations correcte et fiable, afin de promouvoir l'image de l'entreprise et construire sa réputation.

En interne, elle permet la diffusion ses informations correcte en interne, pour construire l'identité de l'entreprise, par la contribution de tous les acteurs interne quelque soit leur fonction et leur responsabilité.

L'évaluation de l'entreprise a pour finalité :

- Elle facilite l'adhésion à un changement (nouvelle stratégie, réorganisation,...) ;
- Cohésion de tous les acteurs de l'entreprise ;
- Animation de l'équipe (motivation, appartenance, reconnaissance).

B/ l'évaluation de l'entreprise comme un outil de gestion :

L'évaluation de l'entreprise est considérée un des outils de gestion qui accrois la valeur de l'entreprise.¹

a) Mieux connaitre l'entreprise conduit à améliorer sa performance

Pour rendre l'entreprise plus compétitive, l'opération de l'évaluation conduit à analyser en détail tous les rouages de l'entreprise et à en dégager les atouts et les insuffisances, tout en envisageant certaines améliorations et changement dans la

¹ : C.A. DUOLAT, « évaluer votre entreprise », édition Vuibert, Paris, 2007, p 191.

stratégie de développement et aussi certaines politiques devant être repensées et des plans d'actions seront mis en place, tels que :

- Remanier les comptes s'il ressort que la comptabilité ne reflète pas correctement la réalité ;¹
- Etablir des prévisions financières ;
- Etablir un tableau de bord de gestion avec un calcul d'écart entre réalisations et prévisions ;
- Obtenir une meilleure structure financière en améliorant la trésorerie.

b) Augmentation de la valeur de l'entreprise :

L'évaluation aide le dirigeant à mieux gérer son entreprise, à affiner sa stratégie et à orienter son management dans une direction plus ambitieuse.

c) La gouvernance d'entreprise utilise les techniques d'évaluation de l'entreprise :

Afin d'étudier la valeur partenarial, on utilise la mesure de la valeur patrimonial, qui s'appuie sur une mesure globale de la rente créée par la firme en relation avec les différents stakeholders et non les seuls actionnaires.²

D'après G. Chareaux et Ph. Desbière [1998], la généralisation de cette démarche à l'ensemble des clients et des différents partenaires apporteurs de ressources (dont les salariés, les dirigeants, les actionnaires,...) conduit à mesurer la valeur créée par différence entre les ventes évaluées aux prix d'opportunité et la somme des coûts d'opportunité pour les différents apporteurs de ressources.

* Le résidu non affecté peut s'interpréter comme le stock managérial, c'est-à-dire l'excédent représentant la latitude dont dispose le dirigeant dans ses négociations avec les différents stakeholders.

* L'utilisation de la valeur substantielle par opposition à une valeur purement financière, dans l'approche fondée sur les ressources.

d) Les cabinets d'audit tel que (stern et stewart) calcul le coût moyen pondéré du capital en se fondant sur les valeurs comptables. Ce qui pose deux types de problèmes :

- D'abord, le calcul du coût du capital doit normalement être calculé en se fondant sur des valeurs de marché pour rester en adéquation avec ses fondements théoriques.

¹ : Idem .

² : R. PEREZ, op cit, p 38.

- Ensuite, le calcul du coût des capitaux propres, à partir de valeurs comptables, introduit des difficultés supplémentaires comme le rattachement ou non aux dettes de certains produits financiers hybrides.¹
 - A. Mandron (1998), souligne qu'une réelle création de valeur ne devrait apparaître qu'après récupération de l'ensemble du capital investi². Ou la méthode des cabinets tels que Stern et Stewart permet de constater des EVA positives alors que tout l'argent investi n'a pas été récupéré. En fait, les amortissements n'étaient pas déduits de l'excédent net d'exploitation, ceci sert comme approximation de cette récupération. Ce qui pose deux problèmes d'abord, la pratique de l'amortissement comptable est très éloignée d'un rythme de récupération idéal. Ensuite, l'existence, d'EVA anticipées quel que soit le montant non encore amorti, induit un faux signal, une incitation au relâchement de l'effort alors que la récupération n'est pas achevée.
 - Les méthodes d'évaluation de la création de valeur prennent en compte de façon très insuffisante, d'une part, les actifs intangibles spécifiques à l'entreprise (particulièrement son capital humain) qui représentent aujourd'hui des éléments essentiels de la concurrence stratégique et d'autre part l'information relative aux probabilités de comportement de la concurrence qui affecte de façon significative la valeur stratégique de l'entreprise.
- e) **L'évaluation des PME** : l'évaluation des PME non cotées est délicate à cause des difficultés de détermination du coût du capital. Aussi la structure financière doit être évaluée à partir des valeurs de marché des fonds propres et de la dette.
- Si pour la dette, on peut calculer la valeur actuelle des contrats d'endettement au taux d'intérêt du moment, pour les fonds propres, la détermination d'une capitalisation fondée sur une valeur de marché est positivement insoluble, il y a une possibilité de manipulation.
- f) **Manœuvres des cours boursiers par les dirigeants d'entreprise** : il est avéré que les résultats comptables peuvent faire l'objet de manipulation à la suite de différentes affaires Enron et Worldcom... les dirigeants sont incités à manipuler les cours boursiers avant l'exercice de leur stock-option de telle sorte que les cours baissent en publiant les mauvaises nouvelles avant leur exercice et en repoussant l'annonce des

¹ : J. CABY *et al*, **création de valeur et gouvernance de l'entreprise**, 4^{ème} édition, édition Economica, Paris 2013, p 131.

² : *Idem*.

bonnes nouvelles. Les cours boursiers subissent une diminution anormale dans les 10 jours qui précèdent l'exercice des stock-options.

g) Le pilotage des organisations par la diffusion et la valorisation des valeurs vertueuses :

Les valeurs vertueuses dans l'organisation se diffusent de haut vers le bas.

- Les valeurs vertueuses se diffusent selon une rationalité mimétique adoptée par les salariés, ces derniers se comportent en imitant les cadres dirigeants.
- Le courage décisionnel peut se matérialiser de différentes façon comme en étant au cœur de l'action quotidienne ou exceptionnelle.
- La générosité peut se traduire par une renonciation à une partie de sa rémunération par le dirigeant en cas de difficultés financières de l'entreprise.
- La modération peut être une vertu utile en cas de gestion des conflits.¹
- Les comportements vertueux méritent d'être valorisés régulièrement au sein de l'organisation quels que soient les niveaux hiérarchiques des salariés. L'écoute du chef d'entreprise, la sanction des attitudes déviants et leur encouragement par la voie de la promotion interne seraient de forts signaux de croissance d'entreprise.

Maitriser la valeur est aujourd'hui considérée comme axe stratégique de pérennité et de développement pour l'entreprise, des la conception du produit, la prévision des coûts, la fixation du prix. C'est un mode de gestion qui permet de développer des avantages concurrentiels. Elle permet à tous le personnel de l'entreprise de discuter des valeurs de l'entreprise et les meilleurs moyens de les mettre en œuvre dans l'exercice de leur fonction.

Et cela se passe à travers les étapes suivantes :

- Identification des parties prenantes et leurs objectifs stratégiques ;
- Organisation du processus décisionnel ;
- Analyse fonctionnelle des besoins à satisfaire ;
- Analyse des exigences en matière de satisfaction des clients ;
- Recherche créatrice des solutions techniques efficaces et ciblage des efforts ;
- Présentation des solutions et décisions finales.

* Une nouvelle évaluation programmée après une période donnée (une année par exemple) va permettre de mesurer les efforts accomplis par comparaison avec l'évaluation précédente ; par la suite, le processus sera à renouveler afin de définir de nouveaux challenges visant à améliorer encore les résultats de l'entreprise.

¹ : P. FLORENCE, B. d'AUSTACHE, op cit, p 150.

Exemple :

- une gestion plus efficace du crédit client la gestion de la trésorerie :

Est une mesure à prendre pour rendre l'entreprise plus dynamique, et cela se traduit par deux effets favorables :

- Réduire les besoins financiers à court terme ;
- Renforcer la relation client.
 - L'augmentation du fonds de roulement est égale à la différence entre les capitaux permanents et l'actif immobilisé, est difficile à obtenir dans un bref délai car elle dépend de :
 - La politique de l'entreprise concernant les investissements (en construction, en matériel) ;
 - Les apports de capitaux des associés (actionnaires ou porteurs de parts) ;
 - L'éventuelle distribution de dividendes ;
 - Le financement des immobilisations par l'emprunt.¹
 - Limiter le besoin en fonds de roulement peut être réalisée à l'échéance de quelques mois, passe par :
 - Une meilleure gestion de stocks. Il faut effectuer des inventaires de stocks d'une façon régulière afin de suivre de très près leur niveau et leur évolution et d'éliminer les produits abimés ou obsolètes.
 - Une meilleure gestion des comptes clients, une diminution du délai de règlement des clients conduit à une réduction du montant de crédit client et en conséquence une diminution du besoin du fonds de roulement, une réduction des besoins en trésorerie, une réduction du financement à court terme, une réduction des frais financiers (intérêts, agios, commissions), et une amélioration du résultat.
 - Une meilleure gestion des comptes fournisseurs : essayer d'allonger les délais de règlement des fournisseurs, ou bien de chercher de nouvelles sources d'approvisionnement avec de nouvelles négociations.
 - Moins de financement à obtenir des banques, conduit à des faibles frais financier et à une autonomie financière et une meilleure solvabilité. tout cela conduit à de meilleures performances et à une valorisation accrue de l'entreprise.
 - Pour réduire le besoin de financement a court terme (ou besoin de trésorerie), il y a deux solutions

¹ : Ibid, p 151.

- Augmenter le fond de roulement ;
- Réduire le besoin de fond de roulement.

Besoin de trésorerie net = besoin en fond de roulement – fond de roulement

Car une information susceptible d'avoir une influence sur la valorisation et le cours doit être rendue public afin de lutter contre le délit d'initiés¹ les concurrents, les fournisseurs, les clients et les créanciers entre autres en prennent immédiatement connaissance. La marge brute par produit est certainement un élément de nature à influencer sur la valeur et les cours en fonction des perspectives de croissance des différents produits.

¹ : M. AUBERGER, « les difficultés de la valorisation des entreprises par les marchés financiers », revue d'économie financière, n104, 2011, p 210.

Section II : Impact de la gouvernance De l'entreprise sur la création de valeur

L'entreprise est un ensemble coordonné de ressources économiques, ayant une finalité de création de valeur organisée dans ce but en mettant en œuvre une stratégie d'action.¹

I/ L'effet positif de la gouvernance sur la valeur :

Tout d'abord en considérant qu'une opération visant à développer le potentiel d'activité, qu'elle soit réalisée directement par la firme (croissance interne) ou par le moyen d'une fusion acquisition (croissance externe) ne doit pas être réalisée que si cet investissement a un impact positif en terme de « création de valeur ».

La création de valeur apparaît comme un surplus à l'occasion de transactions et d'échanges qui comportent une contre partie monétaire. Il n'y a Création de valeur effective que parce qu'il y a transaction.²

Le concept de création de valeur s'est propagé très rapidement depuis une quinzaine d'année. On observe une tendance à ne plus seulement apprécier la création de valeur pour les actionnaires mais pour l'ensemble des partenaires (stakeholders) de l'entreprise : actionnaires, salariés, clients.....³ On parle alors de valeur partenariale, de capital client de capital humain, au même titre que le capital financier lorsque l'on regarde la liste des groupes qui ont durablement créé de la valeur pour leurs actionnaires, souvent sur de très longues périodes, on s'aperçoit qu'il s'agit d'entreprises qui n'ont cessé d'innover, de croître, de créer des marchés, de répondre à de nouveaux besoins d'emboucher et de former, de fidéliser leur personnel, de créer des liens forts avec leurs clients⁴ ainsi l'OREAC, General Electric, Sony, Nokia, Nestlé....

* Une stratégie de compression des coûts ne peut être que temporaire, elle ne peut créer durablement de valeur par l'actionnaire, si elle ne débouche pas rapidement sur une stratégie de croissance rentable ;⁵

Seule l'entreprise qui crée durablement de la valeur aura, les moyens nécessaires pour financier son développement, bien rémunérer et former ses salariés, produire des biens ou des services de qualité, respecter l'environnement.

¹ : J. SIEGEL et al, **finance d'entreprise et finance de marché, principe et application**, Financial times limited et éditions village mondial, Paris 1998, p 10.

² :Ibid, p 11.

³ : P. VERNMMEN, op cit, p 638.

⁴ : Ibid, p 639.

⁵ : Idem.

- Il y'a confusion entre valeur des capitaux propres (valeur de l'actif économique moins valeur de l'endettement net) et la valeur de l'entreprise (valeur de l'actif économique).
- La conséquence directe d'une bonne gestion basée sur une politique d'investissement est l'élévation de la valeur de l'actif économique.
- Plusieurs décisions de gestion peuvent influencer sur la valeur de l'entreprise : elles sont bonnes lorsqu'elle accroît la valeur de l'actif économique.
- Les conséquences d'une bonne stratégie, correctement anticipée, se traduit immédiatement dans la valeur de l'actif économique (et donc sur le cours de la bourse) elle explique l'écart entre le montant comptable de l'actif économique et sa valeur qui peut parfois aller du simple au décuple, voir plus.¹
- Il existe des avantages fiscaux liés à tel ou tel titre financiers.² ce qui permet d'économiser de l'impôt et en quelque sorte de créer de la valeur, car la réduction d'impôt est une forme de création de valeur pour les pourvoyeurs de fonds.

II/ L'impact d'une bonne gouvernance d'entreprise dans l'augmentation de la valeur :

L'objectif assigné à la gouvernance d'entreprise (un bon contrôle interne et la qualité de la communication financière et ces mécanismes), est d'accroître l'efficacité de la firme en lui permettant de créer d'avantage de valeur³, donc une mauvaise gouvernance est convenue pour l'entreprise et ses actionnaires⁴ elle fait courir à des risques de sous performance significative. Les règles de gouvernance sont mieux respectées dans le secteur industriel, car les sociétés évoluent en bourse depuis longtemps et possèdent donc une expérience des relations avec les actionnaires et aussi un bon contrôle interne et une bonne communication financières.

La gouvernance et ses dispositifs peuvent être évalués au regard de leur influence sur la différente dimension cognitives du processus de création de valeur (l'apport de compétences, de connaissances et d'expertises et d'expérience des administrateurs dans la sélection des investissements et les choix de financement au regard d'une conception dynamique de l'efficacité). (Aoki, 2001 ; Chareaux, 2002).⁵

¹ : P. VERNMMEN, op cit, p 617.

² : Ibid, p 618.

³ : C. HOARAU, op cit, p 237.

⁴ : J. BERCK- P. DEMARZO, «Finance d'entreprise »2 eme édition, Peter Pearson, Juin 2014,Paris, p 1039.

⁵ : C. HOARAU, op cit, p 240.

La gouvernance de l'entreprise comme politique volontariste visant à rendre l'entreprise plus performante sur le plan organisationnel et aussi sur le plan du management¹, permet une analyse financière des comptes, qui va présenter rapidement des résultats en progrès et une structure financière plus satisfaisante, en diminuant son besoin de financement, la performance et la rentabilité seront améliorées et la pérennité de l'affaire sera mieux assurée.

III/ Une mauvaise gouvernance agit négativement sur l'évaluation

Le dirigeant et sa valorisation à court terme :

Les dirigeants souffrent d'une diversification insuffisante de leurs avoirs, puisque leurs revenus, leur capital humain et financier dépendent du devenir de l'entreprise.² Ils peuvent donc être tentés de profiter de ces opérations pour entreprendre des actions personnelles.³

Shleifer et Vishny (2003) pensent que, durant les années 1990, certains dirigeants ont eu pour but de valoriser à court terme leurs portefeuilles en tirant parti de la surévaluation des actions de leur firme ainsi, ils auraient acquis des firmes sous évaluées ou moins surévaluées que la leur, en utilisant comme monnaie d'échange les titres « surévaluées » de leur entreprise (Dong et al, 2006)⁴ et donc des destructions de valeur ont eu lieu.

Une bonne gouvernance est nécessaire, pour que les dirigeants ne réalisent pas des opérations destructibles de valeur.

Des grandes investisseurs institutionnels comme (CALPERS : le fonds de retraite des fonctionnaires de Californie) pensent que la « bonne gouvernance conduit à faire de bonnes affaires » et crée donc par défaut de la valeur pour les actionnaires [Aguilera et Cuervo Cazuria, 2004, p 428].⁵ Donc la finalité recherchée par l'adoption de meilleures pratiques de gouvernance est la création de valeur.

Les investisseurs institutionnels prétendent être disposés à payer plus cher les actions d'entreprises « bien gouvernées » [Mc Kinsey, 2000].

- L'évaluation des entreprises dans le cadre de fusion-acquisition permet une amélioration dans la maîtrise des mécanismes de gouvernance interne et contraindre les dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires, car cette évaluation permet un audit en interne des projets d'acquisition.

¹ : C.A. DUOLAT, op cit, p 132.

² : P. NAVATTE, G. SCHIER, op cit, p 59.

³ : Ibid, p 56.

⁴ : Idem.

⁵ : P. WIRTZ, op cit, p 2.

IV/ Le capital investisseur C I présente un apport en ressources cognitives et une contribution à la création de valeur :¹

Les théories cognitives de la gouvernance considèrent que l'enjeu de la gouvernance dépasse la dimension disciplinaire et qu'il se trouve dans la création de valeur. Les travaux de (Chareaux 2000, 2003) développent les rôles cognitifs de l'actionnaire comme apporteur de ressources cognitive et porteur d'une vision stratégique (Martinet, 2000).

L'approche cognitive considère la firme comme un processeur et un répertoire de connaissances, qui s'intéresse aux processus qui mènent à la création de valeur, non plus exclusivement à la répartition de valeur créée (Williamson, 1999).

L'enjeu de la gouvernance cognitive est alors l'échange et la création de ressources cognitive, en matière d'information, de connaissance, de capacité théoriques et pratiques, susceptibles de procurer aux décideurs et à l'entreprise un avantage concurrentiel durable et par conséquent de créer de la valeur (Hoarau et Teller, 2001).

Les capitaux investisseurs peuvent intervenir dans l'organisation, par l'embauche de cadres expérimentée, appels à des conseils extérieurs, la mise en place d'un système information comptable et financier systématique, et même influencent sur les choix stratégiques de l'entreprise. Les investisseurs ont une incidence sur la politique d'investissement de l'entreprise par leur implication dans l'évaluation et la décision (Desbrières, 2001), ils contribueraient à la création de valeur (Sapienza, 1992), ils agissent sur plusieurs leviers de création de valeur que sont le développement d'avantages concurrentiels et de ressources spécifiques durable, les stratégies de création de valeur financières et l'amélioration de la valeur perçue (Stévenot, 2005).

V/ Les dirigeants et la création de valeur

Dans les grandes entreprises, les actionnaires ne peuvent assurer au quotidien la gestion de la firme et mandatent des dirigeants dans ce but. Il y a séparation entre la fonction de propriétaire et celle de gestionnaire.(Berle et Means, 1932).²

Ce transfert de pouvoir est à l'origine de ce qu'on appelle des coûts d'agence, ces coûts sont engagés par les mandants(les actionnaires) qui doivent contrôler les agissements des mandataires et les inciter à agir dans leur intérêts (monitoring cost). Ils sont également

¹ : A.G. STEVENOT, conflits entre investisseurs et dirigeants, «une analyse en termes de gouvernance cognitive», revue française de gestion, N52, mai 2006.p 160.

² : R. PEREZ, op cit, p 13.

supportés par les dirigeants qui doivent justifier leurs décisions auprès des actionnaires et leur prouver que se sont les meilleurs possibles.

Les dirigeants constituent de ce fait un groupe particulier de stakeholders. En détenant le pouvoir de gestion, ils sont à la fois juge et parti.¹

Les dirigeants doivent garantir aux différents stakeholders que la richesse sera distribuée en eux de façon équitable.

Un contrôle trop sévère des dirigeants serait très coûteux [Garvez et Swan, 1994] et aurait des conséquences sur la création de valeur², en ralentissant par exemple le processus de décision. Ainsi, pour (Castamias et Hel fat, 1992), le dirigeant doit être appréhendé comme un agent économique producteur de valeur. Car il peut mettre en œuvre des investissements spécifiques créateurs de richesse.

VI/ Comment la gouvernance agit-elle sur le processus de création de valeur ?

La valeur s'apprécie grâce aux flux monétaire actuels et futurs que l'entreprise est en mesure d'engendrer par ses différentes activités, dont la vente de produits et/ou services, sachant que ces activités sont tributaires des décisions prises en matière de politique d'investissement.

Le principal vecteur de création de valeur concerne le choix et la mise en œuvre des projets d'investissement. Ces derniers mobilisent cependant la contribution d'acteurs multiples (apporteurs de capitaux, fournisseurs, salariés,...) et la réussite des projets tient également à la gestion de leur relation respective.

Le dirigeant joue un rôle centrale sur la sélection des investissements et est responsable de la gestion des relations entre les parties prenantes impliquées, c'est en raison de cette position privilégiée du dirigeant au centre du processus de création de valeur que les pratiques de gouvernance, dont l'objet est l'encadrement du comportement du dirigeant, ont potentiellement un impact sur la création de valeur. Elles sont susceptibles d'orienter la politique d'investissement dans un certain sens et de jouer sur les incitations des différents partenaires de l'entreprise dans sa mise en œuvre.³

VII/ Le cas de conflit d'intérêt :

Le dirigeant peut être incité à s'approprier des avantages personnels, qui peuvent prendre différentes formes bureaux somptueux, véhicule de fonction de luxe, financement de déplacement à des fins personnelles..., il peut aussi être incité à sous-investir [Jensen et

¹ : Ibid, p 14.

² : Idem.

³ : P. WIRTZ, op cit, p29.

Mecklins, 1976] ou a surinvestir [Jensen, 1986] par rapport à ce qui serait rationnel en vertu du critère de la valeur actuelle nette.

Le surinvestissement, conduit à une destruction de valeur et peut être expliqué par la volonté de certains dirigeants de maximiser les ressources sous leur contrôle (construction d'empire). Le sous investissement, implique la non-exploitation d'un potentiel de valeur existant.¹

La théorie de l'agence considère que les dirigeants sont les agents des actionnaires au sein de l'entreprise et qu'ils ont vocation à gérer l'entreprise dans le sens de l'intérêt des actionnaires (S. A. Ross, 1973 ; M.C. Jensen et W.H. Meckling, 1976). Or les dirigeants et les actionnaires possèdent des fonctions d'utilité différentes et agissent de façon à maximiser leurs utilités respectives (S.A.Ross, 1973)².

VIII/ Mécanisme d'alignement du comportement des dirigeants :

Le conflit d'agence conduit à un opportunisme des dirigeants. Afin de lutter contre ces déviations, la gouvernance d'entreprise met enjeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants par deux mécanismes, l'incitation financière et les mécanismes de contrôle.

A/ Incitations financières :

Sont destinés à résoudre le problème d'agence en liant la rémunération des dirigeants (récompenses) à la performance de l'entreprise (l'augmentation de la richesse des actionnaires), elles permettent d'aligner les intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires : exemple : espoirs de promotion, rémunérations incitatives en fonction des performances de l'entreprise, octrois d'actions ou de stock-options aux dirigeants.

D'après M.C. Jensen, et K.J. Murphy, 1990) : « il y a de nombreux mécanismes par lesquels la politique de rémunération (des dirigeants) peut procurer des incitations à la création de valeur pour les actionnaires, tels que des bonus et des révisions de salaire indexé sur la performance, des stock-options et des décisions de licenciement reposent sur la performance ».³

Par ailleurs, la détention d'actions par les dirigeants constitue une incitation financière forte, car le patrimoine de ce dernier dépend de la valorisation de l'action.

Selon S.F.O' Byrne (1995), afin d'inciter les dirigeants dans un but de maximisation, la rémunération des dirigeants doit parvenir à arbitrer entre quatre contraintes :

- Alignement de la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de l'entreprise ;

¹ : Ibid.

² : J. CABY et al, op cit, p 80.

³ : J. CABY et al, op cit, p 83.

- Le levier pour inciter les dirigeants à prendre des décisions douloureuses (licenciement, fermetures...) afin de maximiser la valeur ;
- Le maintien, c'est-à-dire l'apport d'une rémunération suffisante pour retenir les dirigeants dans les périodes difficiles ;
- La réduction du coût pour les actionnaires en limitant la rémunération des dirigeants à des niveaux qui permettent la maximisation.¹

Les stock-options ne sont plus perçues comme un instrument pour résoudre le problème d'agence, mais aussi comme une partie du problème (L.A. Bebchuk et J.M. Fried, 2003, 2004). Et aussi les dirigeants maîtrisent les conseils d'administration pour fixer eux-mêmes leur propre rémunération, s'accorder des avantages cachés ou des primes de départ, même en l'absence d'une bonne performance.

M.H.Cho (1998) conteste le caractère incitatif de l'actionnariat des dirigeants, il semble que ce soit la politique d'investissement, par l'intermédiaire de la valeur de l'entreprise qui détermine l'actionnariat des dirigeants. Cette perspective fait apparaître le caractère endogène de la rémunération des dirigeants considéré comme un instrument exogène de gouvernance.²

Depuis 2005, les normes comptable US GAAP et IFRS ont évolués, et les stock-options sont comptabilisées en charges et perdent leur caractère prudo-gratuit, ce qui anticipe les entreprises à abandonner progressivement leur politique de distribution massive de stock-options au profit d'autres instruments comme les stock-options échangeable ou les restricted stock. (M.C. Jensen et K.J.Murphy 2004)

La plus part des études empiriques concluent à l'existence d'un lien positif entre la rémunération des dirigeants et la performance de l'entreprise. La performance s'entend entant que mesure de l'efficacité économique appréciée par des indicateurs de rentabilités comptable et/ou boursière.³

G. Sandus et D. Haubrick (1998) montrent que plus les dirigeants sont rémunérés en stock-options plus ils adoptent des stratégies risqués et plus la performance de l'entreprise devient extrême.⁴

La rémunération des dirigeants peut être soit liquides (salaires et bonus), ou bien différées (stock-options, action et plans de retraite).

¹ :Ibid, p 84.

² : Ibid, p 87.

³ : Ibid, p 91.

⁴ : Idem.

Les rémunérations liquides induiraient un sous investissement sur le long terme et les rémunérations différées, un surinvestissement sur le long terme.

Les rémunérations différées ont un lien plus fort avec la performance que les rémunérations liquides.

B/ Mécanismes de contrôle :

Le contrôle (monitoring) des actions et décisions des dirigeants constitué une première solution aux conflits d'intérêts.

Pour aligner le comportement des dirigeants sur l'objectif de maximisation de la création de valeur, les actionnaires disposent aussi de mécanismes de contrôle.

a/ La géographie du capital :

Le contrôle des actionnaires s'exerce au travers du droit de vote : c'est le premier mode de contrôle.

G. Chareaux (1991) a détecté trois conceptions principales pour la liaison entre la performance et la structure de propriété /géographique du capital :

- La thèse de la gouvernance des intérêts : plus le pourcentage détenu par les dirigeants est important, plus l'écart par rapport à l'objectif de maximisation de la valeur est faible ; (M.C. Jensen et W.H. Meckling, 1996).
- La thèse de la neutralité (toutes les structures sont équivalentes, la concentration de l'actionnariat variant de telle sorte que cela favorise la maximisation de la valeur ; (H.Demsetz, 1983).
- La thèse de l'enracinement des dirigeants (les entreprises qui ont un capital peu concentré laissent une marge de manœuvre appréciable aux dirigeants, on parlera d'entreprises managériales, et qui à l'inverse les entreprises au capital fortement concentré induisent un contrôle important des actionnaires sur les dirigeants (on parle d'entreprises contrôlées).
- Au sein des entreprises contrôlées, on peut distinguer un type de contrôle particulier : le contrôle familial – , d'après J. Allouche et B. Amann (2000)¹ notent que ces entreprises ont une importance économique et représentent la moyenne partie du tissu économique des pays occidentaux, que leur poids soit appréciée en termes d'emploi et de contribution à la création de richesse. D'après ces auteurs, cette « super performance » de l'entreprise familiale est expliquée par d'autres facteurs comme la confiance.

¹ : Ibid, p 96.

J. Cusbbin et D. Leech (1983) considèrent que l'influence de la géographie du capital ne peut être sérieusement prise en considération que si l'on intègre la capacité des actionnaires à agir sur les décisions c'est-à-dire principalement la représentation au conseil d'administration.¹

b/ Le conseil d'administration :

E.F.Fama [1980] aussi que E.F.Fama et M.C.Jensen [1983] attribuent deux fonctions principales au conseil d'administration, évaluer et ratifier les décisions d'investissement à long terme, et contrôler la performance des principaux dirigeants, d'autre part.²

E.F.Fama [1980] a suggéré d'inclure des administrateurs externes (au sens où ils n'exercent pas de fonction managériales dans l'entreprise) afin d'améliorer l'indépendance et incidemment la qualité du contrôle.

Au Etats-Unis, à la suite de l'affaire Enron, la présence d'une majorité d'administrateurs indépendants est devenue la règle en 2002.

En France, la rapport Vienot II (1999) préconise une proportion minimale d'administrateurs indépendants d'entière et le rapport Bouton (2002) ajoute qu'elle devrait être rapidement portée à la moitié des membres du conseil dans la sociétés au capital dispersé et dépourvues d'actionnaires de contrôle.

- La séparation des fonctions de président du conseil d'administration et le directeur général est aussi proposé comme facteur positif parce que la discrétion managériale est réduite et le contrôle exercé sur sa gestion est plus étroit (D.R.Dalton et I.F.Kesner, 1987).³
- Les conseils d'administrations doivent tirer parti des compétences spécifiques de leurs membres en se structurant sous forme de comités spécialisés [Comité des rémunérations, comité d'audit, comité de nomination]

Le conseil d'administration peut influencer l'action du Dirigeants en matière de création de valeur par un double rôle, surveillance et conseil:⁴

Ce mécanisme de gouvernance est susceptible de jouer le rôle d'un facilitateur dans le repérage des meilleurs projets, aidant ainsi le dirigeant dans ses choix, et dans l'élaboration de la stratégie d'investissement.

L'autre rôle du conseil d'administration est d'assurer une fonction de surveillance.

¹ : F. PIERRE, B. D'AUSTACHE, op cit, p 107.

² : J. CABY et al, op cit, p 110.

³ : F. PIERRE, B. D'AUSTACHE, op cit, p 102.

⁴ : G. CHAPLAIN, op cit, p 29.

La position centrale du dirigeant dans le fonctionnement de l'entreprise l'expose à la tentation d'appropriation d'une partie de la richesse créée, il peut, faire de la rétention d'information, empêchant les différentes parties prenantes d'apprécier correctement le vrai potentiel de création de valeur de l'entreprise, ou bien il peut entreprendre des investissements qui favorisent les propres intérêts que ceux des partenaires, le conseil d'administration peut donc, dans ce contexte, être considéré comme un contre-pouvoir assurant une fonction de surveillance. Donc la création et répartition de la valeur constituent l'enjeu central de la gouvernance d'entreprise.

1. Présence de comités :

Il est possible de créer de la valeur pour les actionnaires en réduisant les coûts d'agence par l'adoption de pratiques de gouvernance, dont certaines permettent d'aligner le comportement du dirigeant avec l'intérêt des actionnaires externes.¹

Selon JENSEN et MECKLING, la surveillance (monitoring) peut être considérée comme un mécanisme de gouvernance obligeant le dirigeant à respecter une certaine discipline.

Un comité d'audit, formé au sein d'un conseil d'administration, de personnes maîtrisant parfaitement l'information financière et échappant, par leur statut, eux-mêmes à d'éventuels conflits d'intérêts, peut être considéré comme une instance de monitoring au sens de Jensen et Meckling.² Ce mécanisme de gouvernance est susceptible de réduire l'asymétrie d'information des actionnaires externes vis-à-vis du dirigeant, il est cependant coûteux, car il faut organiser la tenue des réunions, prendre en charge, les déplacements des membres du comité,....

L'existence d'une surveillance efficace et crédible met les investisseurs externes en confiance, et le prix de l'action devrait refléter la diminution du potentiel de conflits d'intérêts (en intégrant, toute fois, le coût de la surveillance).

2. Diminution des coûts d'agences :

Les pratiques de gouvernance sont donc susceptibles de contribuer à la création de valeur, dans la mesure où elles réduisent les coûts d'agence. Le conseil d'administration joue un rôle central, il assure la fonction de contrôle de la décision (ratification et surveillance) et agit comme un contre-pouvoir dirigeant dans une situation de conflit d'intérêts.

¹ : P. WIRTZ, op cit, p41.

² : Ibid, p42.

Une deuxième contribution majeure à la théorie de l'agence [Fama et Jensen, 1983] est le rôle du conseil d'administration comme mécanisme réducteur de conflit d'agence et donc créateur de valeur.¹

Fama et Jensen suggère l'idée que la séparation des dimensions gestion et contrôle des décisions permette une réduction des coûts d'agence, si on confié chacune de ces deux dimensions à des acteurs distincts, la dernière et eut typiquement le domaine privilégié des conseils administration alors que la première reviendrait aux dirigeants opérationnels.

Et le contre pouvoir instance, en séparant les deux dimensions décisionnelle, agirait comme un frein à l'opportunisme potentiel des dirigeants.

Le conseil d'administration devrait comporter quelque membres internes à l'entreprise, qui assurent une surveillance mutuelle et permettaient le maintien d'un flux d'informations optimal (réduction de l'asymétrie d'informations).

3. Conflit d'agence dans le cas d'un actionnaire dominant :

Les grandes entreprises conservant au moins un actionnaire avec en bloc de contrôle significatif posent un problème d'agence différent de celui de la firme managérial qui opposait les intérêts de l'ensemble des actionnaires, dispersés et passifs, au dirigeant salarié.

Le principal conflit d'intérêts analysé est celui opposant l'actionnaire majoritaire à la multitude des actionnaires minoritaires. Il a la capacité de s'approprier des bénéfices privés au détriment de petits porteurs. Dans ce contexte, la principale source de coûts d'agence est donc le conflit d'intérêts opposant l'actionnaire de contrôle aux petits porteurs.

L'existence d'un certain nombre de règle en matière de gouvernance pour un traitement égalitaire des actionnaires, peuvent contribuer à diminuer les possibilités d'appropriation des bénéfices privés.² L'établissement consécutif des coûts d'agence peut contribuer à la création de valeur.

c/ La politique d'endettement :

Le financement de la croissance des entreprises par la dette (plutôt que l'appel aux actionnaires) permet de réduire les coûts d'agence. M.C.Jensen et W.H.Meckling, 1976).

La dette motive efficacement les dirigeants à tenir leurs obligations vis-à-vis des prêteurs à la différence dividendes par leurs actionnaires.

En présence de free Cash Flow, celui-ci doit être distribué aux actionnaires si la firme souhaite être efficace et maximiser la richesse des actionnaires (M.C.Jensen, 1986).

¹ : Idem.

² : P. WIRTZ, op cit, p 45.

Le paiement monétaire aux actionnaires réduit les ressources contrôlée par les managers et, donc, leur pouvoir, elle les soumet aussi objectivement au contrôle du marché lorsqu'ils veulent financier de nouveaux investissements.

d/ Le marché financier :

Le marché financier intervient comme un mécanisme de contrôle dans la mesure où les actionnaires mécontents peuvent se défaire de leur titres en entraînant aussi une baisse qui induit une diminution de la rémunération des dirigeants s'il existe une indexation et rend plus difficile l'appel au marché pour se financer.¹

Ce marché de contrôle peut aussi exercer son rôle disciplinaire sans qu'une prise de contrôle complète n'intervienne. C'est « marché du contrôle partiel), qui est plus actif que le précédent d'après J.E.Bethel, J.Porter Liebes Kid et T.Opler (1990).

Le contrôle partiel de ces investisseurs n'aura d'intérêt que s'ils peuvent influencer la politique des entreprises concernées afin d'améliorer leur performance.

e/ Le marché du travail :

Les participants individuels de la firme, en particulier les dirigeants, font face à la discipline et aux opportunités proposés par le marché du travail pour leurs services tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la firme (E.F.Fama, 1980).² Si les dirigeants ne sont pas performants, ils pourront être remplacés, soit par des individus issus de l'entreprise (marché du travail interne soit par des individus externe à l'entreprise (marché du travail externe). Le marché de travail est donc un instrument de discipline qui s'exerce sur les dirigeants à l'initiative du conseil d'administration.

f/ La concurrence des autres sociétés (le marché des biens et services) :

Les dirigeants sont disciplinés par la concurrence des autres firmes (E.F.Fama, 1980)³, si les dirigeants opèrent des prélèvements trop importants, il en résulte une hausse des prix et, de façons concomitantes une perte de compétitivité qui conduit à des rajustements en sens inverse (H.Demsetz, 1983).

La littérature empirique la plus récente a montrée qu'il existe un lien entre les indicateurs de la gouvernance et la performance des entreprises. Et entre une mauvaise gouvernance et une mauvaise performance qui est expliqué par les coûts d'agence engendrés par une mauvaise gouvernance.

¹ : F. PIERRE, B. D'AUSTACHE, op cit, p 118.

² : J. CABY et al, op cit, p 119.

³ : Ibid, p 123.

En particulier, l'étude de P.Gompers, J.Ishiri et M.Metrich (2003) qui ont calculé un indice de gouvernance qui estime la répartition des pouvoirs entre les actionnaires et les dirigeants.

g/ La communication financière comme un dispositif de gouvernance :

Une bonne communication peut créer de la valeur.

Les administrateurs sont de plus en plus sensibles aux impacts de la communication financière sur le cours de bourse et savent qu'une bonne communication est un atout alors qu'une mauvaise communication est un handicap¹ et peut être pénalisante pour une entreprise. L'égalité entre les actionnaires est un des principes de base en matière de communication financière.

Les grandes sociétés organisent de plus en plus de réunions d'investisseurs, qui sont des présentations thématiques faites à un groupe d'investisseurs ou d'analystes sur des points particuliers de l'entreprise. Les informations très utiles sont données aux investisseurs pour les aider à mieux comprendre la stratégie de l'entreprise.

Quel que soit la conception de la gouvernance, vision actionnariale ou vision partenariale, la communication financière constitue un mécanisme de gouvernance de l'entreprise. En effet, l'existence d'asymétries informationnelles constitue un frein au développement des sociétés.²

En l'absence d'informations suffisantes et fiables, les investisseurs ne sont pas incités à souscrire à des émissions de titre ou à acquérir des titres sur le marché secondaire. Au contraire, lorsqu'il existe une incitation réglementaire ou un mouvement de discipline de marché à publier de l'information, les investisseurs sont plus enclins à acheter des titres de capital ou des titres de créances. Dans ce contexte, la non communication par une société peut être perçue comme un manque de transparence et donc la souscription comme un acte trop risqué. Le fait d'imposer réglementairement aux dirigeants de communiquer sur la société constitue un mécanisme de contrôle pour les actionnaires. L'information diffusée va permettre aux actionnaires d'observer le bien fondé des décisions managériales comparativement à l'objectif de maximisation de la valorisation du titre.

La tendance à dévoiler plus d'informations que ne l'exige la réglementation peut être interprétée comme un mécanisme de dédouanement pour les dirigeants. Ces derniers peuvent

¹ : YVES Brissy-DIDIER Guigou--ALAIN Mourot, **gouvernance et communication financière**, éditions d'organisation, Paris, 2008, p 33.

² : E. BERTIN, C. GODOWSKI, R. KHELASSI, **manuel comptabilité et audit, applications et corrigés**, édition Berti, p 444.

ainsi espérer convaincre de la qualité de la stratégie et de leur capacité à prendre les bonnes décisions.

Par une communication régulière d'informations financières et non financières, les dirigeants établissent des liens permanents avec les parties prenantes et instaurent progressivement un climat de confiance.

Pour que la communication financière s'apparente à un mécanisme de gouvernance de l'entreprise, les conditions suivantes doivent être remplies : l'information doit être en qualité suffisante, elle doit être claire, précise et fiable.¹

Les sociétés cotées doivent publier plusieurs informations concernant la thématique du gouvernement d'entreprise, nous citons :

- L'organisation et le fonctionnement du conseil ;
- L'organisation et le fonctionnement des comités spécialisés ;
- L'évaluation des travaux du conseil et/ou des comités spécialisés ;
- Les limitations apportées par le conseil d'administration aux pouvoirs du directeur général ;
- La politique de rémunération des dirigeants ;
- La description des procédures de contrôle interne ;
- Les diligences mise en œuvre et l'appréciation des procédures par les dirigeants ;
- Les rapports des commissaires au compte.

Quelques indicateurs concurrents utilisés par les sociétés pour communiquer sur la création de valeur actionnariale :

- **Le ROE** : Ratio de rentabilité financière est couramment utilisés pour mettre évidence que rapportes l'investissement en capitaux propres. Le ROE rapporte le résultat net aux capitaux propres.
- **Le ROCE** : Est comparé au coût du capital. ROCE est calculé en rapportant le résultat d'exploitation et produit financiers à l'actif économique net.
- Si le ROCE est supérieur au coût du capital, il y a création de valeur, dans le cas contraire, il y a destruction de la valeur.
- **Le CFROI** : Rapporté l'excédent brut d'exploitation à la somme de l'actif immobilisé brut et du BFR.

¹ : Idem.

- **Le CFROI** : est un taux de rentabilité interne que l'analyste comparera au coût moyen pondéré du capital pour déterminer s'il y a création ($CFROI > WACC$) ou destruction de valeur ($CFROI < WACC$).

- **Le PER (Price Earning Ratio)** : rapporte la cours de l'action au bénéfice par action
- Rapporte la capitalisation boursière au bénéfice part du groupe, pour juger des performances futures de la société.

Le cours prévisionnel de l'action peut s'évaluer en appliquant le PER passé au bénéfice par action prévisionnel.¹

- **Le TSR** : rapporte des dividendes perçus et la plus-value finale sur le capital investi, il correspond au taux de rendement qu'un investisseur obtiendrait s'il achetait son action au début de période (cours de début d'année) et la revendait en fin de période (cours de fin d'année).

Le TSR se calcule de la manière suivante :

$TSR = \left[\frac{\text{cours de fin d'année}}{\text{cours de début d'année}} + \text{dividende} \right] / \text{cours de début d'année}$.

- **Le MTB** : Rapporte la capitalisation boursière à la valeur comptable des capitaux propres.

Si ce rapport est supérieur à 1, alors il est possible de constater une création de valeur.

- **L'EVA, Valeur économique ajoutée**² : Se calcule en faisant la différence entre ce que rapportent, net d'impôts le capital employé et son coût financier.

L'application du calcul de l'EVA consiste, d'abord, à mesurer quel a été le taux de rentabilité économique dégagé en surplus du coût pondéré du capital.

L'écart est, ensuite, multiplié par le montant de l'actif économique de début de période pour donner la création de valeur de la période.

$EVA = \text{capital employé} \times (\text{ROCE} - \text{WACC})$

Cet indicateur est également utilisé comme un outil de gestion financière décentralisé.

- **Le MVA** : Est un indicateur de création de valeur boursière, se calcule de la manière suivante :

Ajouter à la capitalisation boursière la valeur de l'endettement net et en lever le montant comptable de l'actif économique.

¹ : PASCAL Barneto, GEORGES Gregorio, op cit, p 286.

² : Ibid, p 240.

IX/ Information comme facteur d'assujettissement dans la gouvernance d'entreprise :

L'information est une espèce de flux qui permet l'établissement d'une relation entre des individus. Ceux-ci sont substantivement rationnels et intelligents¹ à l'aide de leur raison, ils décryptent l'information qui leur vient de l'extérieur et ils en déduisent un comportement, il en résulte que l'entreprise transfère de l'information Pour assurer le bon comportement des acteurs.

Individu + information = comportement

Plus l'acteur est informé, plus il peut agir efficacement en connaissance des effets et des causes.

Individu + information exact = comportement adéquat.

L'information ne décrit pas acteurs, précisément ce qu'ils doivent faire mais ce que sont les règles de référence normative dans l'entreprise. Donc le gouvernement et information sont les deux faces d'une même pièce.²

Le gouvernement de l'entreprise est un système d'information, il permet aux acteurs de l'entreprise de reconnaître les normes comportementales attendues.

X/ Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur

a/ Théorie positive de l'agence et création de valeur :

A la suite des scandales financiers tels qu'Enron, Worldcom et autres, et devant le constat de comportements manifestement déviant de la part de certains dirigeants ayant conduit à la spoliation de nombreux actionnaires, l'explication des phénomènes de gouvernance en termes de conflits d'intérêts telle que proposée par la théorie positive de l'agence (TPA) semblerait être imposée comme l'approche dominante (Daily et Al ; 2003), du point de vue d'efficacité, l'enjeu central des mécanismes de gouvernance consiste en leur impact sur la création de valeur.

D'après Shleifer et Vishny (1997), la valeur pour l'entreprise se confond avec la valeur pour les actionnaires - la valeur actionnariale – et son processus de création n'emprunte que des voies disciplinaires d'incitations et de surveillance.³

Le modèle traditionnel fondé sur la théorie de l'agence repose sur l'hypothèse que les actionnaires sont supposés être les seuls créanciers résiduels de l'entreprise, et le dirigeant est censé être leur agent, il poursuit ses propres intérêts et ne détient aucune part ou une faible

¹ : P-Y. GOMEZ, op cit p 235.

² : Idem.

³ : G. CHARREAUX, L'actionnaire apporteur de ressources cognitives, revue française de gestion, V141, n5, 200,p p77-107.

part du capital, il est donc incité à adopter un comportement opposé aux intérêts des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976).

Ces divergences d'intérêts donnent naissance à un conflit d'agence et des coûts d'agence correspondant aux pertes supportées par actionnaires qui sont dues à une sous exploitation du potentiel de création de valeur dont dispose l'entreprise et l'appropriation privée de bénéfices par les dirigeants, Voir les actionnaires donnant au détriment des petites porteurs, devant les limites de l'approche disciplinaire actionnariale de la gouvernance et pour réduire ces pertes de valeur, des mécanismes de contrôle (incitation, surveillance) interviennent.

Selon ce modèle, la valeur se crée pour l'actionnaire en contrôlant le dirigeant de façon à réduire les effets nocifs des conflits d'agence. Alors qu'il existe d'autres parties prenantes que les actionnaires qui sont représentés de façon significative dans d'autres instances de gouvernance (approche partenariale), tel le conseil d'administration. ces mécanismes de gouvernance visent à faire respecter les intérêts des parties prenantes autres que les actionnaires et les nouvelles perspectives de gouvernance ne conduisent pas à rejeter les enseignements issus de l'approche disciplinaire de la gouvernance mais elle fond apparaitre le caractère complémentaire de leur apports.

b/ Théorie partenariale et création de la valeur :

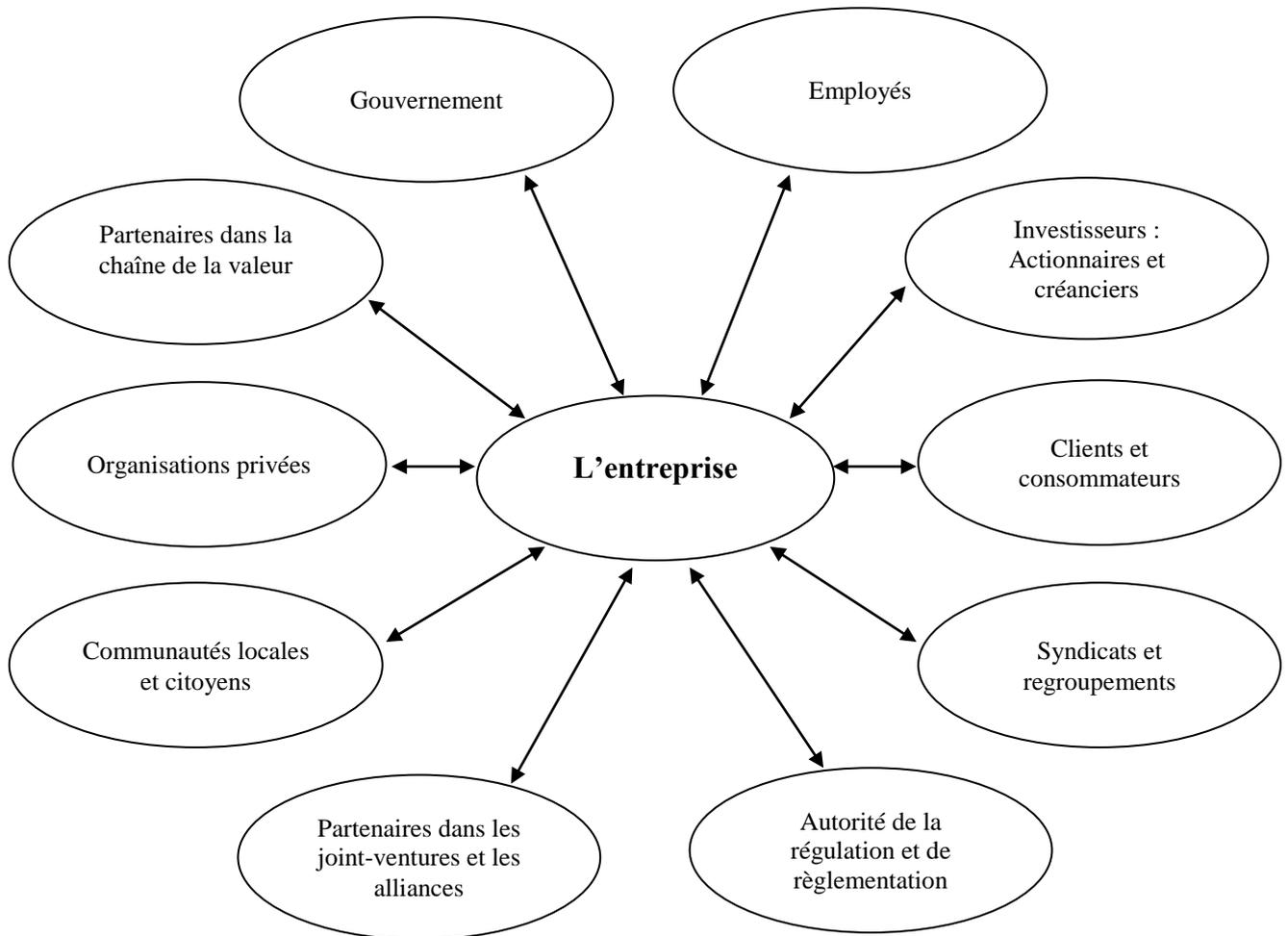
Hirigoy, en (1997) a proposé de passer d'une « gouvernance d'agence à une gouvernance de partenariat » qui devrait conduire à la recherche d'un nouvel équilibre entre investisseurs financiers et acteurs industriels.

D'après (R.F. Freeman, 1984), les stakeholders ou partenaires de l'entreprise sont nombreux et peuvent être définis comme tout groupe ou individu qui peut être affecté par la réalisation des objectifs de la firme. Ou d'après (M.B.E. Clarkson, 1995), comme les parties qui encourent un risque par rapport aux produits des activités de la firme.

Tiras. B Ruf et R.M. Brown (1997) distinguent les stakeholders volontaires (les actionnaires, les clients, les créanciers, les fournisseurs, les salariés, etc) et involontaires (la communauté, l'environnement, la société, etc).¹

¹ : G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 102.

Schéma 6: L'entreprise et ses parties prenantes¹



D'après Zingale, pour évaluer la firme, il est nécessaire de définir ce qu'elle recouvre en tant qu'entité, notamment en y incluant l'ensemble des parties prenantes s'appropriant une partie de la rente, Zingale rejoint ainsi l'approche partenariale de firme développée par Blair (1995) ou d'une perspective plus générale, par Chareau (1995).²

Chaque Stakeholder a des attentes vis-à-vis de l'entreprise et donc chacun contribue à créer de la valeur.

¹ : J. CABY, G HIRIGOYEN, C. P.DIT HAVERT, op cit, p 155.

² : G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 55.

- **Pour les clients** : Il y a une création de valeur lorsque le prix qu'ils paient du bien ou le service acheté est inférieur à leur coût d'opportunité (excepter les biens pour lesquels la firme détient un véritable avantage concurrentiel).
- **Pour les fournisseurs** : La création de valeur apparait lorsqu'ils vendent à la firme leurs biens et services à un prix supérieur au coût d'opportunité, c'est-à-dire le prix qu'ils auraient été disposés à recevoir.
- **Pour les actionnaires** : Il y a transfert de création richesse lorsqu'ils reçoivent une rémunération globale supérieure à celle qu'ils sont en droit de percevoir compte tenu des risques qu'ils supportent à des opportunités de placement alternatif.
- **Pour les salariés** : il y a création de valeur en leur faveur lorsque les salaires perçus sont supérieurs à leur coût d'opportunité, c'est-à-dire s'ils sont rémunérés à leur salaire d'efficience.
- **Pour les dirigeants** :¹ Ils doivent veiller à maximiser la valeur partenariale et non seulement la valeur actionnariale.

¹ : Ibid, p 56.

Tableau 9 : La contribution des parties prenantes à la création de valeur¹

Parties prenantes	Contributions à la création de valeur	Incitation pour contribuer
Investisseurs et apporteurs de fonds	Capitaux Endettement Réduction du risque, du coût de financement ou l'emprunt	Dividendes et plus-values
dirigeants	Compétence pour la gestion de l'organisation	Compensation monétaires : Salaries, bonus, stock-options Psychologues : satisfaction, pouvoir et réputation
Salariés	Développement d'un capital humain spécifique, innovation, collaboration, engagement, travail en équipe, attitudes	Salariés, bonus, emploi stable et promotions... incitation, motivation et sanctions pour agir sur les performances
Syndicats	Stabilité de l'emploi, résolution de conflits	
Clients/utilisateurs	Loyauté à la marque, réputation, fréquence d'achat	Qualité, prix des biens et des services, estime...
Fournisseurs et associés de la chaîne d'approvisionnement et logistique	Efficienc, réduction des coûts, innovation technologique...	Respect des engagements
Partenaires et alliés	Ressources stratégiques, conquête de marché, option de développement futur	Confiance réciproque, intérêts communs
Communauté locale ; citoyens	Autorisation de travailler, conquête de marché, option de développement futur	Prestige national, respect des institutions légales, normatives et cognitives
Gouvernement	Support macro-économique et politique	Concurrence équitable et licite, règlement des impôts
Autorités règlementaires	Accréditation économique et politique	Congruence
ONG	Légitimité et autorisation de travailler	Respect des institutions légales, normatives et cognitives contributions à l'intérêt commun

Dans cette perspective, la création de valeur est la différence entre le coût d'opportunité pour le client et la somme des coûts d'opportunité pour l'ensemble des partenaires de la firme.

¹ : P. BAMETO, G. GREGORIO, op cit,p161.

L'approche partenariale de l'entreprise s'appuie, donc sur les relations contractuelles avec une volonté de coopération et une confiance où l'intérêt collectif dépasse les comportements opportunistes.

c/ Approche cognitive de la gouvernance et création de valeur :

L'introduction de levier cognitif repose, sur l'idée que les systèmes de gouvernance, les règles du jeu encadrant les décisions des managers influencent également les choix stratégiques, notamment en matière d'innovation.

La valeur est le fruit de la réalisation de projets donnant lieu à des produits et/ou services pouvant être vendus à des prix compétitifs¹, ceci implique que la création de valeur dépend en grande partie de la capacité à construire un avantage concurrentiel sur le marché des biens et services. Cette construction par l'équipe dirigeante nécessite des compétences particulières, touchant à la connaissance intime des marchés et des technologies et aussi un ensemble d'aptitudes, favorisant la coopération et coordination des différentes parties prenantes, elle dépend également des capacités managériales.

La compétence (reconnaissance / construction des opportunités stratégiques ; savoir faire /capacités managériales) apparait donc comme un vecteur fondamental de la création de valeur par le dirigeant.² L'enjeu pour meilleures pratiques de gouvernance est celui du bon dosage entre indépendance et compétence.

D'après [Chareaux et Witz, 2006], L'existence et la compréhension des connaissances et compétences partagés au sein d'une organisation spécifique est le fruit d'une expérience commune et d'un vécu partagé.

L'entreprise apparait ainsi non seulement un nœud de contrats, conçus pour anticiper au mieux les conséquences d'éventuels conflits d'intérêts, mais aussi comme un réceptacle de connaissances et compétences particulières.³

L'approche cognitive est complémentaire de celle de nœud de contrat présente dans la théorie de l'agence (théorie disciplinaire).

(Charreaux, 2003) propose une approche complexe des valeurs entre la gouvernance et la création de valeur considérant simultanément une approche partenariale et le levier «cognitif» de la création de valeur qui passe par les compétences.⁴

¹ : P. WIRTZ, op cit, p87.

² : Ibid, p98.

³ : Ibid, p102.

⁴ : G. CHAPLAIN, op cit, p 12.

L'introduction du levier cognitif repose sur l'idée que les systèmes de gouvernance, les règles de jeu encadrant les décisions des managers influencent également les choix stratégiques, notamment en matière d'innovation.

L'approche cognitive de la gouvernance incite à s'interroger d'avantage sur les compétences particulières requises des administrateurs qui dépassent la seule capacité à assurer une surveillance efficace grâce à des connaissances financières et comptables (approche disciplinaire), pour rejoindre des aptitudes stratégiques et relationnelles, d'avantage tournées vers le métier de l'entreprise.¹

Charreaux, 2003, chapitre 2, souligne l'étroitesse de l'approche disciplinaire traditionnelle de la recherche financière sur la gouvernance², il suggère d'élargir les modèles financiers en introduisait des concepts cognitifs.

La discipline dans l'approche financière traditionnelle de la gouvernance, s'exercera au moyen d'une réduction de l'asymétrie d'information (monitoring, dédouanement). or la construction d'une opportunité d'investissement inédite, par exemple grâce à l'innovation technologique, ne dépend pas uniquement d'informations, mais également de la connaissance spécifique de ses concepteurs.

Laville (20014), décrit l'émergence d'un projet entrepreneurial comme un processus d'apprentissage collectif, qui est tributaire, notamment, de l'identité et des compétences spécifiques des différents acteurs qui interagissent au sein du projet.

D'après (Fransmun, 1994), contrairement à l'information en principe transmissible à des tiers, la connaissance, en tant que construit mental ou structure cognitive, est subjective et dépend largement de la trajectoire spécifique de son détenteur.

Dans le cas des entreprises où l'innovation joue un rôle important, on peut parler d'un potentiel d'asymétrie de connaissance entre un dirigeant et ses actionnaires, qui diffèrent de l'asymétrie d'information. L'asymétrie de connaissance est susceptible de faire surgir des conflits différents des conflits d'agence managériaux

La théorie de la gouvernance, afin d'augmenter son pouvoir explicatif, peut être élargie en complétant le raisonnement traditionnel en terme de coûts d'agences par des coûts cognitifs, qui peuvent être définis comme coûts résultants de l'incompréhension mutuelle entre les dirigeants et les autres parties prenantes, ils comprennent les pertes de valeur liées aux dysfonctionnements dus à l'incompréhension aussi que l'ensemble des coûts devait être

¹ : P. WIRTZ, op cit, p 06.

² : G. CHARREAUX, P. WRITZ, op cit, p 150.

engagé pour surmonter les différences dans l'appréciation des opportunités (temps et moyens consacrés à la discussion, à l'explication, ...).

L'enjeu de la gouvernance, d'après la théorie cognitive, existe dans la création de valeur, il dépasse, donc, la dimension disciplinaire. Cette approche considère la firme comme un répertoire et un processeur de connaissances, qui s'intéresse aux processus qui mènent à la création de valeur, mais pas, uniquement, à la répartition de valeur créée (Williamson, 1999). Elle sert à échanger et créer de ressources cognitives, en matière de connaissance, d'information, de capacités théorique et pratique, capables de procurer à l'entreprise et aux décideurs un avantage concurrentiel durable, et par conséquent, de créer de la valeur. ¹

Hoarau et Teller, 2 Aoki, (2001) ; Chareaux, (2002) ,montrent que la gouvernance d'entreprise à travers , les dispositifs, tels que : les connaissances(surtout en matière des marchés et des technologies), les compétences particulières, l'expérience des administrateurs(savoir-faire),les choix stratégiques, en ce qui concerne l'innovation, les choix des investissements et de financement (selon une approche cognitive) et le travail en coopération et en coordination avec les différentes parties prenantes, ceci implique la construction d' un avantage concurrentiel sur le marché, et tout cela, constitue un vecteur fondamental de la création de valeur par le dirigeant. ²

Contrairement aux coûts d'agence managériaux, les coûts cognitifs ne trouvent pas leurs origines dans les conflits d'intérêts objectifs entre les dirigeants et les actionnaires externes mais dans les divergences au niveau de leurs structures mentales respectives.

D'après Zonik et O' Sullivau, 2000, dans la perspective comportementale, l'analyse de la gouvernance est faite non plus sous l'angle de résolution de conflit entre partenaires comme dans les autres approches, mais plutôt dans un esprit d'habilitation et d'aide à la résolution des problèmes stratégiques. Donc cette approche est basée sur l'apprentissage organisationnel, la confiance, l'écoute, et la connaissance pour réguler le comportement des dirigeants.

La séparation de la propriété et de la gestion de l'entreprise fait apparaître une asymétrie d'information entre le dirigeant et les actionnaires (surtout quand l'actionnariat est peu concentré et donc peu impliqué dans la gestion). Les dirigeants disposent d'une information précise sur la valeur de l'entreprise, ses perspectives et ses risques.

¹ : A. G STEVENOT, conflits entre investisseurs et dirigeants, une analyse en termes de gouvernance cognitive, revue française de gestion, n52, mai 2006, p 160.

² : P. WIRTZ, op cit, p98.

Les prêteurs subissent aussi cette asymétrie d'information, car la diffusion d'une information de qualité permet de réduire le risque informationnel et concourt à une réduction du CMPC (coût moyen pondéré du capital) et une meilleure valorisation de l'entreprise.

* L'objectif de la firme n'est plus de maximiser la valeur actionnariale, mais la valeur globale de l'entreprise (Blair, 1995), l'enjeu est donc plus celui de la valeur actionnariales mais celui de la valeur partenariale et de son partage.¹

¹ : G. CHARREAUX, op cit, p p77-107.

Conclusion

Maitriser la valeur est aujourd'hui considérée comme axe stratégique de pérennité et de développement pour l'entreprise, dès la conception du produit, la prévision des coûts, et la fixation du prix.

L'évaluation de l'entreprise est essentielle pour fixer un prix, et aussi, elle est essentielle pour la direction de l'entreprise lors de la définition de la stratégie et le choix des différentes options stratégiques. Elle aide le dirigeant à mieux gérer son entreprise, à affiner sa stratégie et à orienter son management dans une direction plus ambitieuse.

Pour rendre l'entreprise plus compétitive, l'opération de l'évaluation conduit à analyser en détail tous les rouages de l'entreprise et à en dégager les atouts et les insuffisances, tout en envisageant certaines améliorations et changement dans la stratégie. Elle permet de définir les actions et orienter l'engagement, de gérer la complexité de l'organisation et la diversité des situations, et d'adopter une ligne de conduite qui sera partagée par tous les acteurs, pour renforcer la cohésion.

L'objectif assigné à la gouvernance d'entreprise par un bon contrôle interne et la qualité de la communication financière et ces mécanismes, est d'accroître l'efficacité de la société, en lui permettant de créer d'avantage de valeur.

Une bonne gouvernance est nécessaire, pour que les dirigeants ne réalisent pas des opérations destructibles de valeur. Elle met en jeu des leviers d'alignement du comportement des dirigeants par deux mécanismes, l'incitation financière et le mécanisme de contrôle, pour limiter l'opportunisme du dirigeant et donc créer de la valeur.

Donc, la finalité recherchée par l'adoption de meilleures pratiques de gouvernance est la création de valeur.

Partie Pratique

Axe I- Evaluation de l'entreprise :

La valorisation d'une entreprise est une opération complexe, en raison de la pluralité des éléments intervenants dans cette opération.

L'objet de toute évaluation d'entreprise, est de parvenir à une proposition de prix, à l'aide d'une ou de plusieurs méthodes.

L'évaluation de l'entreprise, comme décrite dans la première partie de ce travail, est une opération complexe, car l'entreprise est une entité changeante et dynamique et aussi créatrice de richesses, d'un côté, et d'un autre côté, sa difficulté réside dans son application. Donc, la valeur de l'entreprise n'est pas seulement la valeur de son patrimoine, mais elle inclue aussi sa créativité, sa clientèle, son image, sa place dans le marché, sa capacité à s'adapter aux changements de son environnement.

Il existe de nombreuses méthodes d'évaluation de l'entreprise. Chacune de ces méthodes est fondée sur des hypothèses et des données financières différentes qui se traduisent habituellement par une valeur différente pour chaque méthode. On distingue l'approche patrimoniale, basée sur l'évaluation du patrimoine de l'entreprise. L'approche actuarielle permet de valoriser l'entreprise à partir de sa capacité à générer des flux de revenus (cash-flow, dividendes,) et d'autres méthodes que nous avons citées dans la partie théorique.

Comment peut-on évaluer une entreprise publique économique introduite en bourse ?
Quel est le processus de l'évaluation ?

Dans cette partie, nous présenterons la démarche de l'évaluation de la société Soidal avec quelques méthodes connues.

I/ L'évaluation des entreprises en Algérie:

La diminution du cours du pétrole à partir de l'année 1986, a généré un dysfonctionnement dans l'économie algérienne, ce qui a amené les autorités publiques à négocier avec des institutions financières internationales un programme de transformation de l'économie nationale, afin de lui permettre de fonctionner selon les mécanismes de l'économie de marché. Parmi les mesures économiques et financières, la structuration des entreprises publiques et leur privatisation.

La pratique de l'évaluation n'est pas récente, elle date de 1999, avec l'apparition des opérations de restructuration et d'introduction en bourse. Ainsi, l'existence d'autres cas s'agissant de cession d'actif, rachat d'une entreprise par les employés (exemple: entreprise agro-alimentaire), l'achat d'actions d'entreprise cotées en bourse (exemple entreprise de télécommunications)... etc.

Le choix du modèle d'évaluation pour le consultant (en collaboration entre les dirigeants de l'entreprise à évaluer), doit être adapté au cas étudié, car chaque modèle d'évaluation ne peut convenir, ni à tous les secteurs d'activités, ni à toutes les entreprises.

La transition vers l'économie de marché a nécessité de la part du gouvernement algérien l'adoption d'un large programme de privatisation dont la mise en œuvre est complexe notamment en matière d'évaluation de l'entreprise.

Le ministère chargé des réformes et des participations (MRP) et des sociétés de participation de gestion (SGP) étaient des acteurs participants à l'évaluation des entreprises parce que le prix (ou bien fourchette de prix) déterminé à la fin du processus d'évaluation, servira, soit de prix proposé aux acheteurs d'actions en bourse, soit de base de négociations avec d'éventuels acquéreurs.

A/ Evaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger

Depuis la promulgation en Algérie des textes législatifs relatifs à la privatisation des entreprises publiques, trois principales actions de privatisation sont à relever :

- Cessions aux salariés des actifs des entreprises publiques locales dissoutes;
- Tentative non concluante de cession de 48 unités des secteurs industriel, touristique et commerciale;
- Introduction en bourse des entreprises Eriad_Setif, Saidal et El_Aurassi et cela dans le cadre de la loi N 95-25 du 25 sept 1995, relative à la gestion des capitaux marchands de l'État.

Il faut également signaler les tentatives de cession en 1995 de cinq hôtels, ces opérations se sont soldées par un échec puisque aucun des hôtels n'a été cédé au terme de la procédure, faute d'acquéreurs.¹

Il faut également relever que 58 pharmacies ont été cédées aux professionnels (dont 4 aux salariés) pour un montant de 440.360 MDA (ministère de l'industrie et de la restructuration, les 2 et 3 mars 1999).

En 2004, le gouvernement algérien annonce la privatisation de 1200 entreprises. Et cela soit par:

- **Cession des actifs:** le bien est cédé à un certain prix sans aucune condition préalable.
- **Cession de l'activité:** le bien est cédé à un certain prix et la condition principale fixée à l'acquéreur est la continuité de l'activité durant une certaine période.

¹ : A.GLIZ, «le problème l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché », les cahiers du cread, n54,2000,p 22.

- **Le partenariat:** L'entreprise fait participer l'acquéreur dans son capital à plus de 50%.
- **Le contrat de management :** l'opérateur assure la gestion de l'entreprise et y apporte son savoir-faire et il dispose d'une part de bénéfice en contrepartie.

La reprise d'entreprise par les salariés.

L'évaluation de l'entreprise constitue un préalable pour la réalisation de plusieurs opérations, telles que la succession, la fusion, la cession, la privatisation, ou tout simplement pour le pilotage de l'entreprise, c'est-à-dire un outil d'aide à la gestion et à la prise de décision.

L'évaluation permet à l'entreprise de mettre en œuvre des mesures pour se développer, et pour renforcer sa compétitivité. Elle aide l'entreprise à connaître son environnement, de détecter de nouvelles opportunités du marché, de surveiller la concurrence et de prendre des mesures de protection.

Elle permet de détecter les problèmes, d'identifier leurs causes, de définir et planifier les actions correctives et préventives. Elle permet d'évaluer les coûts et les gains et de mesurer la rentabilité.

L'évaluation des entreprises en Algérie, fait face plusieurs difficultés :

- D'abord, une absence de motivation de la part du manager de l'entreprise, pour faire une évaluation correcte de son affaire ;
- Une faible volonté de la part de l'État à inciter les entreprises (surtout celles qui sont cotées en bourse), à faire évaluer correctement leur patrimoine au moins une fois par an ;
- La transparence devra être une préoccupation majeure, pour cela les informations concernant les entreprises devront être disponibles au niveau les administrations concernées (la bourse, centre national de registre de commerce,);
- Un marché financier peu développé, est incapable de fournir un échantillon d'entreprise comparable, servant de référence pour l'évaluation des entreprises ;
- Les cours boursiers ne sont pas significatifs à cause des faibles transactions réalisées ;
- Le prix du risque n'est pas déterminé de façon objective. Une approche approximative est utilisée pour le calcul du risque à partir des coefficients de risque qu'on attribue aux émissions obligataires ;
- Les taux d'inflation élevés, induisent des taux d'intérêts élevés, ce qui rend difficile de déterminer les taux d'intérêts sans risque ;
- Difficultés d'appréciation du taux d'actualisation : le taux d'actualisation est calculé avec une marge d'erreur élevée et une prime de risque éloignée du risque de l'entreprise et du risque du marché ;

- Un manque de fiabilité de l'information comptable : les bilans comptables des entreprises algériennes, sont établis selon la base des valeurs historiques et non pas selon la normalisation internationale IAS/IFRS. Ce référentiel permet une comparaison des entreprises dans différents marchés financiers. Il permet donc d'améliorer la transparence de la comptabilité des états financiers, et instaure une confiance entre les investisseurs et il reflète la réalité de l'activité économique de l'entreprise par rapport au marché ;
- L'environnement économique qui n'est pas stable(exemple le taux de change), rend difficile la vision des anticipations fiables concernant l'avenir de l'entreprise.

B/ Les difficultés et les critiques de l'évaluation de Saidal pour son introduction en bourse :

Dans le contexte de transition vers une économie de marché, plusieurs difficultés sont rencontrées dans l'application des méthodes d'évaluation qui peuvent permettre une sous-évaluation de l'entreprise.

L'évaluation de l'entreprise Saidal pour son introduction en bourse a été réalisée par la méthode des cash-flows actualisés. En réalité, cette méthode est importante pour les négociations entre acheteur et vendeur, mais elle présente des difficultés pour son application dans un contexte de transition vers une économie de marché.

D'après Gliz Abdelkader, une des principales difficultés de l'évaluation de l'entreprise Saidal, qui était en phase de privatisation, réside dans la complexité de la prévision des cash-flows.¹

Dans ce contexte de transition et d'incertitude, l'absence de marchés financiers, provoque une rupture dans les séries statistiques et dans les informations concernant les entreprises, d'une part, et les taux d'intérêts sont volatils à cause des taux d'inflation élevés, d'où la complexité de déterminer un taux sans risque, d'autre part. Ce qui rend difficile de déterminer le taux d'actualisation et par suite la méthode des cash-flows actualisés.

Gliz annonce aussi que la libération de prix 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.

La difficulté dans le business plan qui est un élément essentiel pour évaluer l'entreprise, car durant cette période, l'entreprise est dépourvue de stratégie en attendant le nouveau repreneur, ce qui permet de diminuer sa valeur durant cette période. Ce changement

¹ : A. GLIZ, op cit, p18.

de prix peut donc modifier la rentabilité du bien produit. Ce qui explique la sous-évaluation de l'entreprise dans ce contexte.

Plus on s'éloigne de cette période, plus les résultats financiers deviennent pertinents et l'évaluation devient fiable.

Tableau 10 : Principales caractéristiques de l'introduction de Saida à la bourse d'Alger

Période de souscription	15/02-15/03/99
Nombre d'actions mises en vente	2.000.000
Nombre total d'actions	10.000.000
Prix d'émission(DA)	8000
Valeur nominale de l'action (DA)	250
Benefice par action BPA (DA)	39.70(1997)
Price earning ratio PER d' introduction	20.15
Price book ratio PBR d' introduction	3.2

Source : les informations de la COSOB et de la SGB

D'après le tableau, le groupe Saidal a utilisé un PER d'introduction de 20.15, alors que les autres entreprises introduites en bourse au même temps que Saidal, Eriad Setif, et El Aurassi, utilisaient respectivement les taux 8,86% et 11,05%, ce qui rend le taux de Saidal plus élevé que celui des deux entreprises citées. Cette caractéristique est expliquée par Boukrani(1999) par la densité technologique de ce groupe. La méthode utilisée par les experts pour l'évaluation de Saidal, était celle des cash-flows actualisés.

Le taux d'actualisation a été estimé à 18,74%, il s'agit d'un coût moyen pondéré du capital.

Le taux de l'endettement utilisé était de 4,07%=(dettes/capitaux permanents), c'est un taux très faible qui peut sur- estimer le coût du capital, et donc sur- évaluer la valeur du groupe.

Le coût des fonds propres était de 19%, est déterminé par le cabinet d'expertise comme suit :

- taux d'intérêt sans risque, hors inflation :6%
- prime de risque moyen- marchés occidentaux :5%
- prime de risque / pays :4%
- prime spécifique période de retournement :2%
- Etroitesse de marché :2%

Pour la détermination des fonds propres, le cabinet d'expertise a pris en compte un taux d'intérêt sans risque hors inflation. C'est-à-dire le prix est constant, alors que l'évaluation doit s'effectuer sur la base de prix courant, ce qui rend difficile de provisionner un taux d'inflation futur.

La prime de risque du marché algérien est estimée à $9\% = 5\% + 4\%$, et la prime de risque /pays est différente selon que l'investisseur réside ou pas dans ce pays, ce qui pose la problématique d'avoir deux prix de l'action.

Le cabinet d'expertise a retenu une prime de risque spécifique de 2%, il a donc considéré que Saidal a un coefficient Béta égal à 1,22.

La rémunération des fonds propres peut être réécrite de la manière suivante : $K_e = \text{taux d'intérêt sans risque hors inflation} + \text{prime de risque de marchés occidentaux} + \text{prime de risque /pays} + \text{prime de risque spécifique} + \text{prime de risque de liquidité}$.

$K_e = 6\% + 5\% + 4\% + 2\% + 2\% = 6\% + (15\% - 6\%) B + 2\% = 19\%$. Donc, la valeur de B est égale à $(19\% - (6\% + 2\%)) / (15\% - 6\%) = 1,22$. Alors, qu'à titre comparative, la valeur de B du secteur pharmaceutique aux États Unis : 1,14.

II/ L'évaluation de l'entreprise Saidal

L'entreprise, objet de l'évaluation, peut être publique ou privée, petite, moyenne ou grande, de statuts juridiques divers (société de personnes ou de capitaux).

Le déroulement de l'évaluation se fait généralement en trois étapes :

- D'abord le diagnostic de l'entreprise.
- Le business plan. (prévision financière), est utilisé dans le cas de la méthode des cash-flows.
- L'évaluation proprement dite.

A/ Diagnostic de l'entreprise :

Le diagnostic de l'entreprise permet de connaître son passé et de projeter son avenir. Il permet d'avoir une idée sur sa situation financière. Il se base sur le recueil de documents (comptables et financiers, rapport d'activité, statuts, inventaires ...), sur les entretiens avec les responsables et une visite du site de l'entreprise.

Un rapport de diagnostic se termine par une analyse SWOT (forces, faiblesses, opportunités et menaces)

Le diagnostic de l'entreprise, concerne :

- historique de l'entreprise : son identité, son statut, la dénomination commerciale, son objet,...
- étude de l'environnement : situation géographique, son adresse,...
- patrimoine de l'entreprise : terrains, bâtiments, les infrastructures, les matériels et outillages,...

- diagnostic commercial : produit, clientèle, chiffre d'affaires, prix, qualité, marketing, marché, concurrents, position de l'entreprise dans son secteur d'activité,.....
 - diagnostic industriel, processus de production, procédés, recherche et innovation, technologie, maintenance et état général des équipements, vétusté et obsolescence, stocks et approvisionnements,....
 - diagnostic de l'organisation : organisation, procédures, système d'information,
 - diagnostic des ressources humaines : effectifs, qualification, formation, âge, climat social, rémunération,...
 - diagnostic financier et comptable : analyse du bilan et de la situation financière,
- Le diagnostic se termine par une liste de points forts et de points faibles de l'entreprise et une présentation des opportunités à saisir et les menaces à éviter,

1- Présentation de l'entreprise :

Saidal est une société par action (SPA) au capital social de 2.500.000.000 dinars algériens, qui est à 80% détenu par l'État et les 20% restant sont détenus par les actionnaires, dont la mission principale est de développer, produire et commercialiser les produits pharmaceutiques à usages humain et vétérinaire.

La société est actuellement le leader de l'industrie pharmaceutique en Algérie, avec une grande part de marché. Sa position d'entreprise publique lui confère également la mission d'accompagner la politique de santé publique dans le développement de l'industrie pharmaceutique, par le choix d'investissements orientés vers la satisfaction des besoins de la population. Sa démarche est fondée sur l'équité, l'intégrité, la transparence et l'engagement.

Forme juridique : c'est une société de capitaux. Créée sous forme de société par actions. Elle est régie par le droit commercial.

Adresse du siège social : Le siège social de la société est fixé à la route de wilaya N°11 Dar el baida_ Alger.

Date et lieu de dépôt des statuts : Les premiers statuts, portant objet social de Saidal, ont été notifiés par un acte notarié en date du 15 février 1989 par devant maître Larrouci Derradj, notaire à Médéa. Statuts attribuant la production et le monopole de la fabrication des médicaments et assimilés.

Les modifications des statuts, portant objet social de Saidal, ont été notifiés, par acte notarié du 05 mai 1993, devant le maître Larrouci Derradj. Statuts supprimant l'exercice du monopole de la production pharmaceutique et redéfinissant son objet social.

2- Historique :

En 1969 : création de la pharmacie centrale algérienne (PCA), par ordonnance présidentielle et ayant pour mission d'assurer le monopole de l'État sur l'importation, la fabrication et la commercialisation de produits pharmaceutiques à usage humain.

1971-1975 : réalisation d'unité de production d'El Harrach et rachat en deux étapes (1971, puis 1975) des unités de biotic et pharmlal par la PCA ;

En 1982, l'entreprise nationale de production pharmaceutique (ENPP) a été créée, par un décret 82/161 promulgué en avril 1982, suite à la restructuration de la PCA (pharmacie centrale algérienne).

ENPP avait pour mission d'assurer le monopole de la production et de la distribution de médicaments, produits assimilés, réactifs, et pour objectif d'approvisionner de manière suffisante et régulière le marché algérien.

En 1985, ENPP a changé de dénomination pour devenir « SAIDAL », et a bénéficié du transfert des usines el Harrach, de Dar el Beida, et du gué Constantine.

En 1988, il lui a été transféré le complexe antibiotique de Médéa.

En 1989, suite aux réformes économiques, Saidal devient une EPE (entreprise publique économique) dotée de l'autonomie de gestion.

En 1993, plusieurs changements ont été apportés aux statuts de l'entreprise, lui permettant de participer à toute opération industrielle ou commerciale pouvant se rattacher à l'objet social par voie de création de nouvelles filiales.

En 1997, la société Saidal a mis en œuvre un plan de restructuration qui s'est traduit par sa transformation en groupe industriel le 02 février 1998, auquel sont rattachés trois filiales (Pharmlal, Biotic et Antibioal).

En 1999, un centre de recherche et de développement (CRD) a été créé. Il constitue un centre d'appui technologique pour l'élaboration de la politique de développement industriel de médicaments génériques. Dans la même année, le groupe Saidal procède à l'ouverture de son capital par offre publique de vente (OPV) qui portait sur 20% du capital social du groupe.

En 2009, Saidal a augmenté sa part dans le capital de Somedial à hauteur de 59%.

En 2010, Saidal a acquis 20% du capital de l'IBERAL et sa part dans le capital de TAPHCO est passée de 38,75% à 44,51%.

En 2011, Saidal a augmenté sa part dans le capital d'Iberal à hauteur de 60%. Avec acquisition de nouveaux actifs élargissant le patrimoine de Saidal à (Blida, Constantine, Annaba, Tlemcen, Chleff, Oran, Alger).

En 2012, signature d'un contrat entre le groupe Sidal et le laboratoire danois NOVONORDISK en avril 2012 pour la production de l'insuline.

- Création de la société conjointe Sidal_North Africa Holding Manufacturing (société Koweïtienne) et le FNI (fond national de -l'investissement) en septembre 2012 pour la production des anticancéreux.
- Intégration globale de l'entreprise Iberal dans le bilan consolidé du groupe, la participation est passée de 20% en 2011 à 60% en 2012.
- Le groupe Sidal a effectué une démarche stratégique en introduisant le tableau de bord prospectif, comme un outil de pilotage stratégique.

En 2013, ouverture des chantiers de trois unités de médicaments génériques (Cherchell_Constantine_Zemerli_Annaba) et du laboratoire de bioéquivalence.

-Sidal a procédé à la fusion par voie d'absorption de filiales à 100%.

-Une édition, et diffusion d'une charte éthique du groupe et le lancement du bulletin mensuel interne d'information.

En 2014, des travaux de réalisation du nouveau centre de recherche et de développement, pour une livraison en 2015.

-Une mise en place de la nouvelle organisation ;

- Lancement des travaux de modernisation qui ont touché trois sites de production ; (Constantine, Dar el Beida, et gué de Constantine) ;

-Renforcement du partenariat.

En 2015, la première pierre de l'usine d'insuline en cartouche, a été posée, en partenariat avec Novo Nordisk.

-Achèvement des travaux du projet centre de bioéquivalence.

-Signature d'une convention entre Sidal et la direction générale de la recherche scientifique et du développement technologique(DGRST).

En janvier 2016, Sidal a inauguré le centre de bioéquivalence, premier du genre à l'échelle de l'Afrique. La mission du centre consiste à réaliser des études sur la bioéquivalence et l'efficacité des médicaments génériques par rapport aux princeps.

-Sidal vise à exporter ses produits vers 13pays de l'Afrique (cote d'ivoire, Gabon, Sénégal,...), Après la signature en février 2016, d'un accord de partenariat avec un groupe qui prendra en charge la distribution des produits Sidal dans ces pays africains.

En 2017, Sidal lance de nouvelles unités de production, dont celle d'insuline en flacons, il s'agit :

- Des unités spécialisées (productions insuline) à Constantine avec un groupe danois ;

- 03 unités de fabrication de médicaments génériques (Cherchell- Zemirli-Constantine) ;
- Sidal a prévu une enveloppe financière de 20millions DA pour la mise à niveau de ses sites).

3- Organigramme :

La société Sidal a procédé en janvier 2014 à la fusion par voie d'absorption, des filiales Antibioal, Biotic et Pharmal. Cette décision approuvée par ses organes sociaux a donné lieu à une nouvelle organisation comportant :

1. Direction générale : c'est une structure décisionnelle regroupant des directions centrales, et qui a pour rôle :

- Suivi des différents partenariats déjà existants ;
- Assistance des unités dans le cadre de négociation et de l'élaboration des protocoles d'accord et de contrat ;
- Recherche de nouveaux partenaires ;
- Prospection de nouveaux marchés pour l'exportation.

Ces directions sont :

- Direction de la gestion des programmes ;
- Direction de la stratégie et de l'organisation ;
- Direction du marketing et des ventes ;
- Direction du centre de recherche et de développement ;
- Direction du centre de la bioéquivalence ;
- Direction des achats ;
- Direction de l'assurance qualité ;
- Direction des affaires pharmaceutiques ;
- Direction des systèmes d'information ;
- Direction des finances et de la comptabilité ;
- Direction du patrimoine et des moyens généraux ;
- Direction de la communication ;
- Direction des opérations ;
- Direction du développement industriel ;
- Direction du personnel ;
- Direction de la formation ;
- Direction juridique.

2. Les unités de productions :

La société Sidal compte :

- 09 sites de production situés à Alger, Médéa, Cherchell, Constantine et Annaba. Ces usines totalisent une production moyenne annuelle de 200 million d'unités ventes.

Les unités de production sont :

1- Unité de Médéa : elle est spécialisée dans la production des antibiotiques pénicilliniques et non pénicilliniques. Elle s'étend sur une superficie de 25 Ha, dont plus de 19Ha couverts, dotée des installations nécessaires à la fabrication du médicament depuis l'obtention du principe actif jusqu'à sa mise en forme galénique. cette unité se compose de :

- Un bâtiment de production de matières premières en vrac, par fermentation ;
- Un bâtiment de production de matières en vrac par synthèse chimique à partir de produits de la fermentation ;
- Deux bâtiments de productions pharmaceutiques spécialisés, l'un consacré aux produits pénicilliniques, et l'autre aux produits non pénicilliniques ;
- Une unité de production d'articles de conditionnement (imprimerie) ;
- Deux services généraux nécessaires au fonctionnement de ces installations.

Le complexe antibiotique a démarré sa production en 1988. Il produit différentes formes galéniques : injectables, gélules, pommades, sirops et comprimés.

Les atouts de ce complexe :

- Une capacité de production importante dans la fabrication de matières premières en vrac et des spécialités pharmaceutiques ;
- Deux laboratoires d'analyse permettant un bon contrôle de la qualité ;
- Un personnel de production compétent dans la fabrication de produits de qualité ;
- Un savoir-faire élevé dans la technologie du vrac et des formes pharmaceutiques complexes (injectable et gélules) ;
- Une expérience dans la production d'antibiotiques par fermentation et semi-synthèse ;

2- Unité de Dar el Beida : elle existe depuis 1958. Elle appartenait au laboratoire français LABAZ avant sa nationalisation en 1970. Cette usine fabrique une gamme de médicaments très large avec plusieurs formes galéniques : (comprimés, sirops, lotions, solutés buvables et pommades. Cette usine se compose de :

- Un atelier de sirops, avec une capacité de production de 40 000UV/jour.
- Un atelier des secs avec une capacité de production de :

-Gélules : 50 000UV/jour.

-Comprimés : 74 000UV/jour.

- Un atelier de pâteux avec une capacité de production de :

- Dentifrices : 50 000UV-jour.

- Autres : 22 000 UV-jour.

L'usine est dotée d'un laboratoire de contrôle de qualité et d'analyse physicochimique et microbiologique.

3- Unité de Constantine : a été transférée à filiale Pharmal suite à la dissolution de l'Eucofarm en date du 31/12/1997. Elle est située dans la zone industrielle de Constantine et spécialisée dans la fabrication des formes liquides. Cette usine est dotée d'un laboratoire de contrôle qualité qui assure des prestations de services pour des organismes publics et privés. Elle se compose de deux ateliers de production de sirops avec une capacité de production de 20 000UV/jour.

4- Unité d'Annaba : a été transférée à la filiale Pharmal suite à la dissolution de l'Eucofarm en date 31/12/1997. Elle est spécialisée dans la fabrication des formes sèches (comprimés et gélules). Cette usine se compose d'un atelier des secs dont la capacité de production est de 8 000 000UV/jour.

5- Unité gué Constantine : est l'unique producteur algérien de solutés massifs avec une capacité de production de plus de 18 millions d'unité de vente. Elle se compose de deux parties distinctes : l'une pour la fabrication des formes galéniques : suppositoires, ampoules et comprimés, l'autre, dotée d'une technologie très récente et spécialisée dans la production de solutés massifs : poches et flacons. Elle dispose d'un laboratoire de contrôle de qualité chargé de l'analyse physicochimique, microbiologique et toxicologique, de la gestion technique et documentaire, et de cinq ateliers de production :

- Trois ateliers de production spécialisée, à savoir :

- Atelier suppositoires avec une capacité de production de 5.8 millions UV ;

- Atelier de comprimés et dragées avec une capacité de production de 3.59 millions UV ;

- Atelier d'ampoules buvables avec une capacité de production de 3.3 millions UV.

- Deux ateliers de production solutés massifs à savoir :

- Atelier solutés massifs poches (polyéthylène souple, multicouches, avec une capacité de production de 9.5 million UV ;

- Atelier solutés massifs flacons avec une capacité de production de 550 000 millions UV.
- 6- Unité ChercHELL :** est spécialisée dans la production des formes sèches (poudre en sachet, comprimés et gélules) avec une capacité annuelle de 25 millions unités ventes.
- 7- Unité Zemirli:** avec capacité annuelle de 70 millions d'unités vente (gélules et comprimés).
- 8- Unité Canstantine2 :** unité de production des formes liquides, avec capacité de production annuelle de 28millions d'unités vente en sirop et 8millions en spray.
- 9- Unité Constantine :** production d'insuline : spécialisée dans la production d'insuline humaine, sous forme de cartouche, a trois types d'action : rapide (Rapid), lente(Basal) et intermédiaire (Comb 25), avec capacité de 40millions de cartouches/an.

3. Trois centres régionaux de distribution situés à Alger, Batna et Oran, sont dotés de moyens logistiques appréciables et d'un potentiel humain spécialisé, ce qui a permis de contribuer dans le développement du groupe Sidal, par l'amélioration du chiffre d'affaires. Ces unités assurent la commercialisation des produits de Sidal à travers le territoire national.

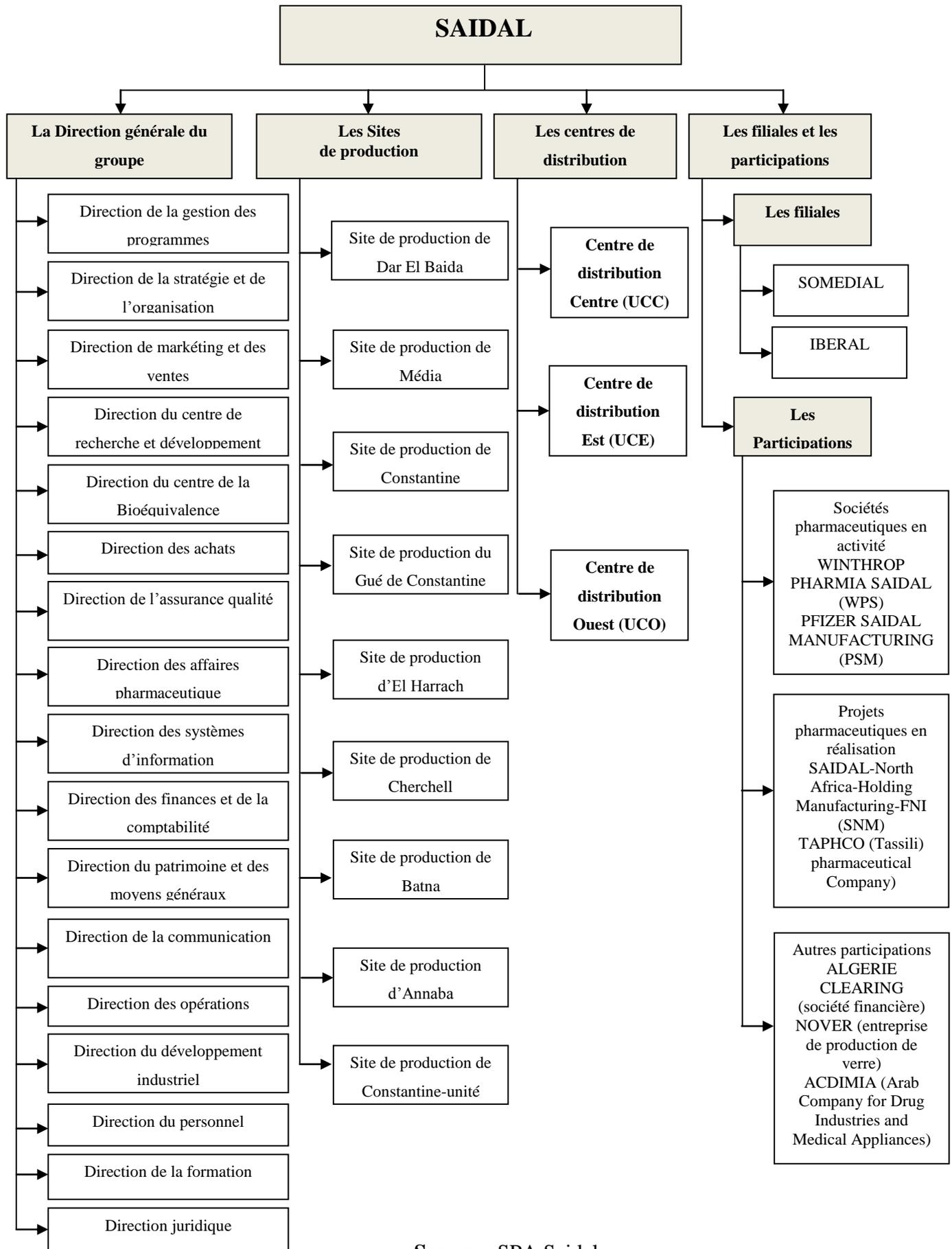
4. Deux structures de soutien : Un centre de recherche et de développement (CRD): le laboratoire de recherche et de développement créé par la pharmacie algérienne en 1975, a pour missions principales ; la formulation des formes pommades et les études de faisabilité sur sites de certains médicaments fabriqués sous licences.

Après la restructuration de la pharmacie centrale algérienne et la création de Sidal, ce laboratoire est transformé en une unité de recherche de médicaments et techniques pharmaceutiques (URMTP). Celle-ci est créée par arrêté ministériel du 13 septembre1987. Elle est chargée de la recherche et du développement des médicaments et des études techniques pharmaceutiques.

L'URMTP s'est transformé en CRD en 27 juillet1998. Le CRD développe annuellement 05 à06 produits génériques qui sont intégrés dans la gamme de production de différentes unités du groupe.

- Un centre de bioéquivalence, réalisé en 2015, est le premier en Afrique. C'est une structure dédiée aux études de bio équivalence. Son rôle est de comparer le médicament générique et le princeps et aussi tester la conformité des produits de Sidal par rapport aux normes internationales.

Schéma 7 : Organisation de la société Saidal



Source : SPA Saidal

4- Les partenariats de Saidal :

Le développement de partenariat représente pour Saidal, un levier essentiel pour réaliser ses objectifs de développement

Saidal a conclu six partenariats jusqu'à présent avec de grands laboratoires internationaux. Ces partenariats sont basés essentiellement sur le transfert de la technologie et du savoir-faire. Il est fondé sur la confiance et la complémentarité des partenaires.

1PSM (Saidal-Pfizer) : partenariat conclu en 1997 à travers la création de Pfizer Saidal Manufacturing(PSM). Une société conjointe entre Saidal (30%) Pfizer(70%). Cette usine est implantée à Alger, et en production depuis 2003.

2 WPS (Saidal- Sanofi) : partenariat conclu en 1996 à travers la création de Winthrop Pharma Saidal(WPS). Une société conjointe entre Saidal (30%) et Sanofi (70%), implantée à Alger, et en production depuis 2001.

Taphco (Saidal-Acdima-SPIMACO-JPM) : partenariat conclu en 1999 à travers la création de Tassili Arab Pharmaceutical Company (Taphco). Une société conjointe entre Saidal(44,51%), ACDIMA(28,98%), Spimaco(21,97%) et JPM(4,54%). L'unité de production est totalement réalisée et réceptionnée en 2015.

SNM (Saidal-North Africa Holding Company (Koweït)-Fonds National D'investissement) : partenariat conclu en 2012 pour la création de Saidal-North Africa Holding (SNM), société conjointe entre Saidal (49%), North Africa Holding Company (49%), et fonds national d'investissement (2%). La société est en charge de réaliser une unité spécialisée dans la production de médicaments anticancéreux. (Projet en phase d'étude).

Saidal Novonordisk : partenariat conclu en 2012, pour la production de toutes les gammes d'insuline de Novo nordisk sous forme de flacons (usage hospitalier) et de cartouches. L'usine est en réalisation depuis Aout 2015.

Saidal Julphar(Emirats Arabe Unies) : un partenariat concrétisé en 2016. Julphar détient 40%% de Iberal (filiale de Saidal).

L'objectif du partenariat :

- Augmentation de sa part dans le marché local ;
- Intégration de la société dans le marché régional et international.
- Le transfert de technologie et acquisition du savoir-faire ;
- préparer Saidal à intégrer la recherche et le développement de nouveaux produits.

La capacité de production : elle est de 200 millions unités vente par an.

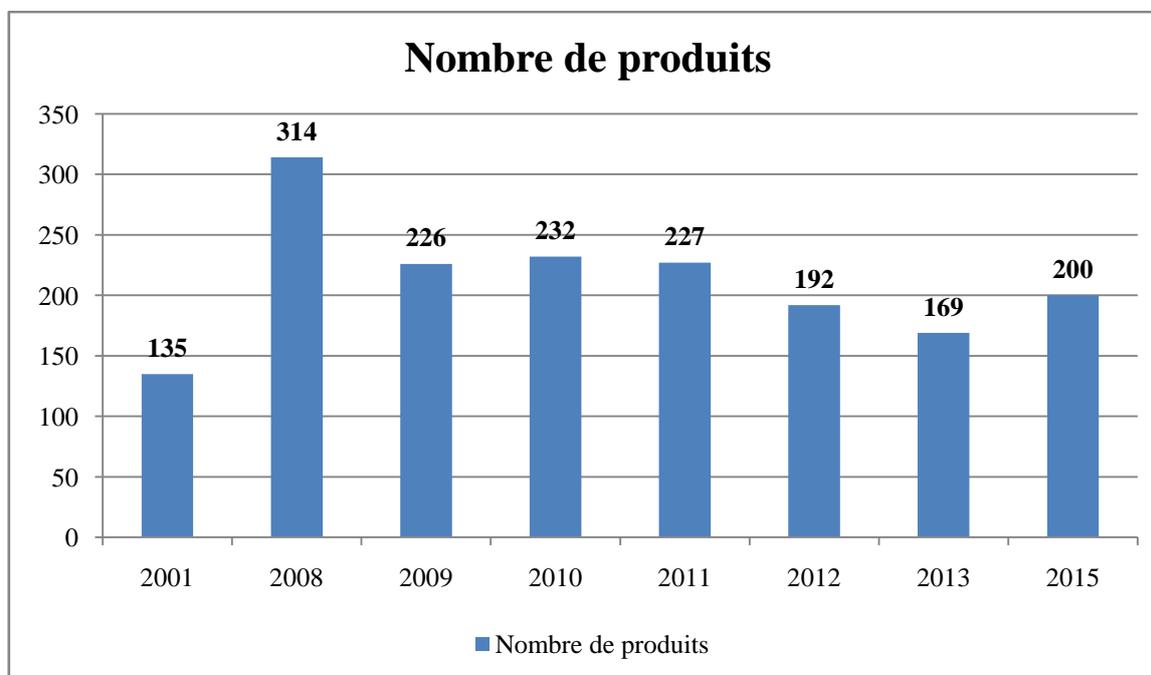
La gamme de produits de Saidal comporte 200 médicaments répartis sur 20 classes thérapeutiques.

Tableau 11 : Evolution du nombre des produits.

année	2001	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2015
Nombre de produits	135	314	226	232	227	192	169	200

Source : élaboré par l'auteure à partir des documents interne de Sidal

Graphique 1 : Evolution du nombre des produits.



Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents interne de Sidal

Sidal a élargi sa gamme de produit entre 2001 et 2008 et entre 2013 et 2015. Le nombre de produits est passé de 135 à 314. Cela explique que, Sidal a fait de l'innovation une priorité durant cette période tout en maîtrisant son processus de production.

Le nombre de produits a diminué significativement entre 2003 et 2013. Cette régression peut être expliquée par plusieurs causes, notamment :

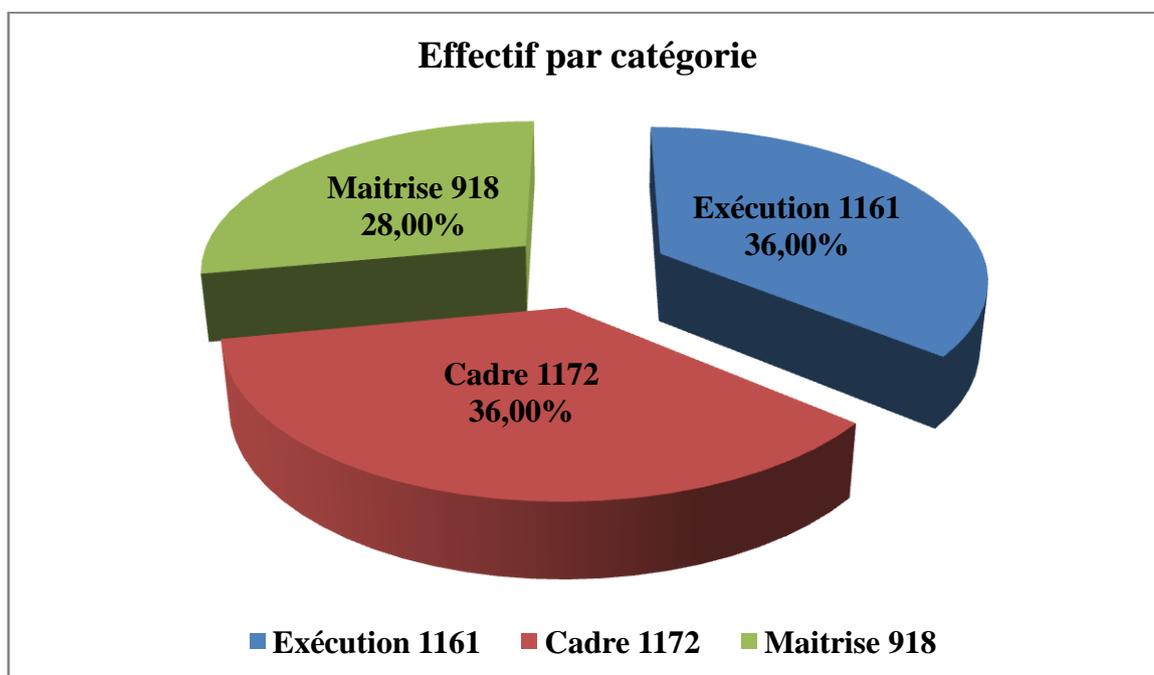
- Problèmes de production entraînant la cessation de la production de plusieurs produits : atinal, frubiose calcique,....
- Un nombre très limité de nouveaux produits dans le marché ;
- Quelques produits sont retirés du marché algérien suite à des directives de santé, exemple : camphobiotic adulte, paralvic, tenobiotic adulte,
- Stratégie de commercialisation, qui reste faible par rapport à la concurrence privée ;
- Arrêt de production de certaines usines (Cherchell, Annaba), à cause de la modernisation de ses sites ;

- Arrêt de production de certains produits, dont la forme galénique ou le dosage devient inapproprié par rapport au marché actuel, exemple : paralgan 80 orodispersible, amoxypen 250 comprimés,

5- Effectifs de Sidal : Les effectifs de Sidal au 31/12/2015 sont de 3251 agents, enregistrant une baisse de 230 agents (-6,61% comparativement à l'exercice 2014). Cette baisse s'explique par le départ à la retraite, suite à la signature de l'accord collectif 01/2015 du 08/04/2015 qui accorde une prime calculée sur vingt mois de salaire pour trente-deux années de service effectués au sein du groupe.

Le groupe cadre et exécution, chacun représente 36% de l'effectif global, suivi par le groupe maîtrise 28%.

Graphique 2 : Effectif par catégorie



Source : rapport de gestion de Sidal(2012)

Tableau 12 : Evolution de l'effectif

Année	2014	2015	Evolution 2014/2015 en nombre	Evolution %
Effectif du groupe	3481	3251	-230	-6,61%

Source : Rapport de gestion de Sidal (2015)

La formation des employés : La formation a touché 428 agents en 2015, soit une augmentation de 43% par rapport à l'exercice précédent. Elle a touché l'ensemble des domaines d'activité de l'entreprise, à savoir :

- Techniques pharmaceutiques ;
- Finance et comptabilité ;
- Système d'information ;
- Règlementation ;
- Management et gestion ;
- Maintenance ;
- Sécurité et environnement ;
- Anglais technique.

Tableau 13: Les principaux agrégats de gestion de l'exercice 2015

Désignation	Montant en KDA (2015)
Production	9 984 043 757,71
Chiffre d'affaires	9 972 150 634,01
Valeur ajoutée	5 505 373 029,01
Frais personnel	3 056 024 245,03
Frais financiers	142 454 921,27
Excédent brut d'exploitation	2 282 709 108,04
résultat	1 143 817 990,89

Source : Elaboré par l'auteure à partir du rapport de gestion 2015

Tableau 14 : Les principaux éléments de l'actif

Actif	Montant en KDA
Actif non courant	15767186133,72
Immobilisations incorporelles	21588150 ,02
Immobilisation corporelles	73 988 844,20
Immobilisations financières	140 479 615,20
Actif courant	19 154 714 686,96
Stocks et encours	4 965 900 019,13
Clients	3 822 680 037,51
Trésorerie	5 987 644 631,35
Total général actif	34 921 900 820,68

Source : élaboré par l'auteure à partir du rapport de gestion 2015

La société Saidal possède : des terrains d'une valeur de 4514492953,87DA et des bâtiments d'une valeur 1649608532DA, et d'autres immobilisations corporelles d'une valeur de 1189497235,41 DA, en plus des immobilisations en cession d'une valeur de 278103983,68DA et des immobilisations en cours d'une valeur de 5363985192,51DA.

Le montant des charges du personnel qui s'élève à 3 056 024 milliers de DA, a diminué de 5,6% par rapport à l'exercice précédent, cela est dû à la réduction des effectifs, ainsi qu'à la baisse des primes de rendement.

Le montant des créances clients est de 5536083 milliers de DA, soit une hausse de 7,78% par rapport à l'exercice précédent. L'évolution des créances explique que l'entreprise n'a pas une bonne politique de recouvrement des créances.

Le montant d'acquisition d'investissement, hors plan de développement est de 281051 milliers de DA. Il se décompose comme suit :

- **Société mère** : 259 352 milliers de DA.
- **Somedial** : 21 700milliers de DA.

La trésorerie nette : la situation de la trésorerie nette s'est nettement améliorée passant de 7 672 237 milliers de DA en 2014 à 8360647 milliers de DA en 2015, enregistrant ainsi un accroissement de 8 ,97%.

6- Chiffre d'affaires :

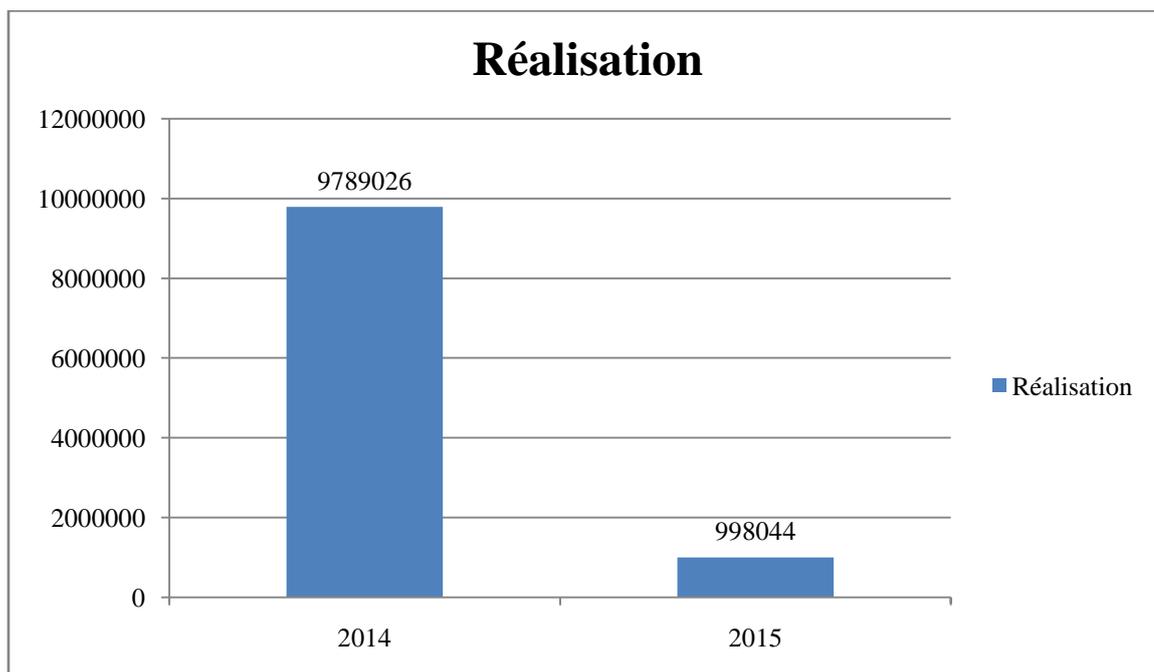
Le chiffre d'affaires est de : 9984044 milliers dinars, ce qui représente la commercialisation de : 103868milliers d'unités vente, Soit un taux de réalisation de 74,80% de l'objectif enregistrant une légère hausse de 1,99%par rapport à l'exercice précédent.

Tableau 15 : Evolution du chiffre d'affaires

	Objectif 2015	Réalisation 2015	Taux de réalisation	Réalisation 2014	Evolution 2014/2015
Chiffre d'affaires du groupe	123347553	998044	74,80%	9789026	1,99%

Source : Rapport de gestion Saidal (2015)

Graphique 3 : Evolution du chiffre d'affaires



Source : élaboré par l'auteure a partir des données de Sidal.

7- La production durant l'exercice 2015 :

251 produits sont fabriqués et commercialisés par Sidal appartenant à 20 classes thérapeutiques, avec 18 formes galéniques.

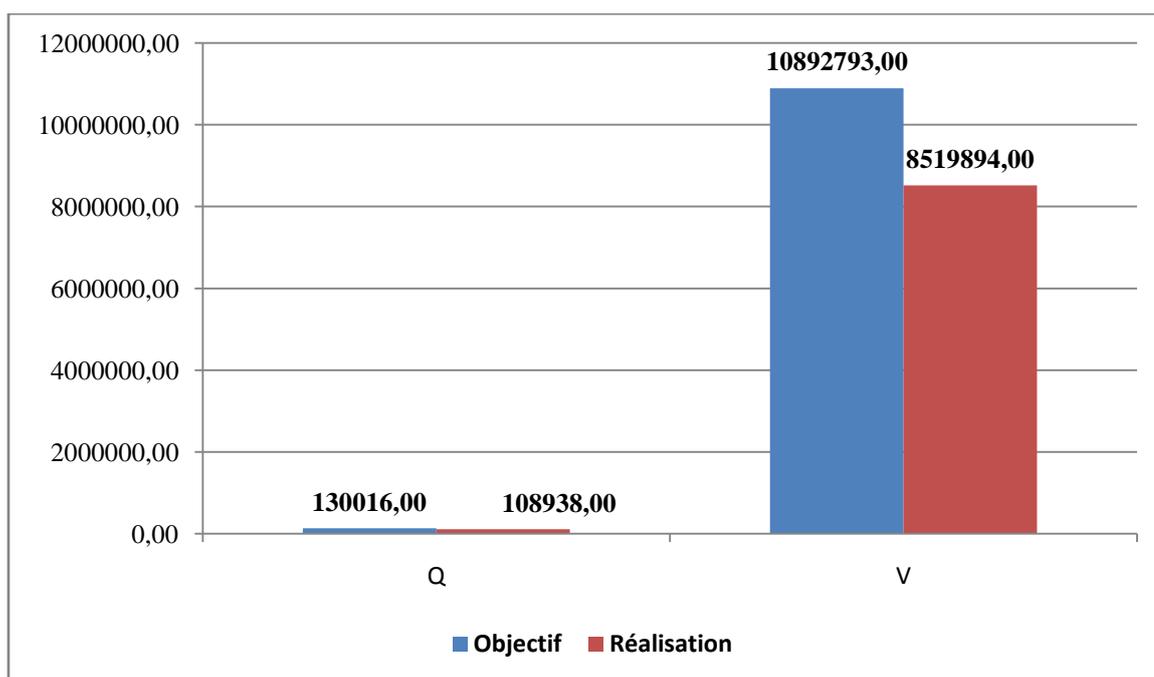
La production est de 108 938 milliers d'unités vente, pour une valeur de 8 519 894 milliers DA, soit une réalisation de 83,79% en quantité et 78,22% en valeur, enregistrant une baisse de 1,87% en quantité et une stabilité en valeur comparativement à l'exercice précédent.

Tableau 16: La production durant l'exercice 2015

La production	Objectif 2015	Réalisation 2015	Taux de réalisation	Réalisation 2014	Evolution 2015/2014
Q	130 016	108938	83,79%	11020	-1 ,87%
V	10892793	8519894	78,22%	8483261	0,34%

Source : rapport de gestion de Sidal (2015)

Graphique 4: Evolution de la production



Source : Elaboré par l'auteure a partir des données de Sidal

Les clients de Sidal sont :

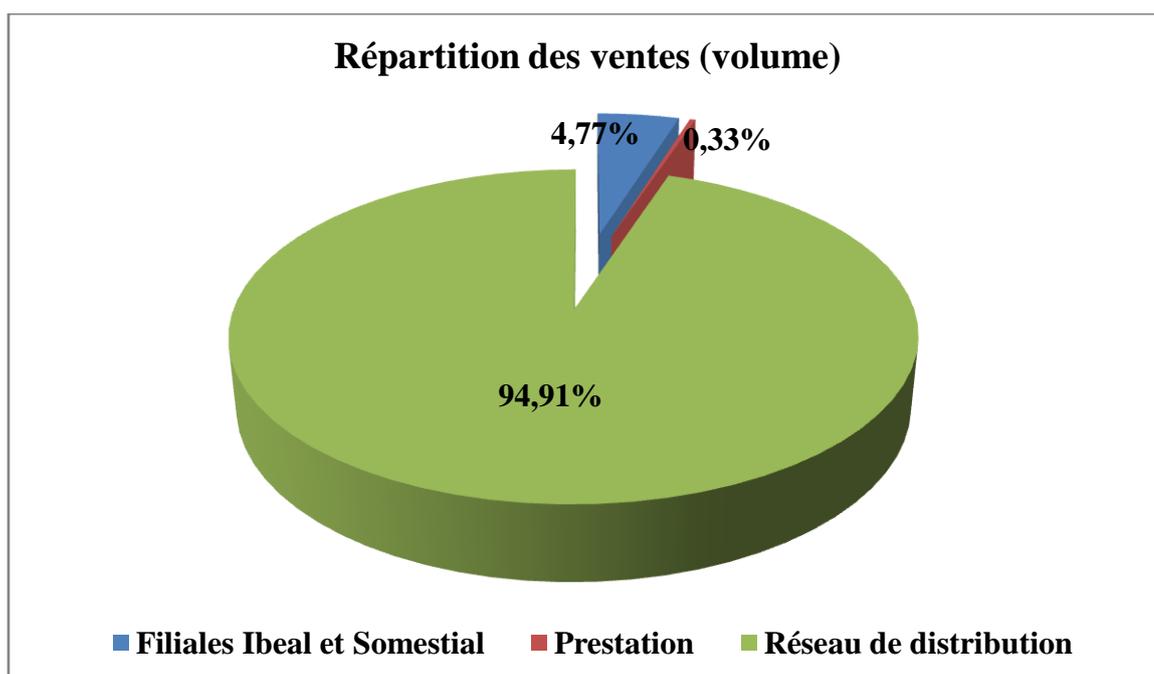
- pharmaciens ;
- grossistes ;
- pharmacie centrale des hôpitaux(PCH), qui assure la distribution des médicaments dans les structures de santé publique.

Tableau 17 : la répartition des ventes :

	Objectif 2015	Réalisation 2015	Taux de réalisation
Filiales :IBERAL+SOMEDIAL			
pharmacie centrale des hôpitaux (PCH),	5440		57,50
V	978 071		48,76
Prestations			
Q			
V		3849	/
Total groupe%			
Q	130 148	103868	79,81%
V	13347553	9984044	74,80%

Source : Rapport de gestion de Sidal (2015)

Graphique 5: Répartition des ventes



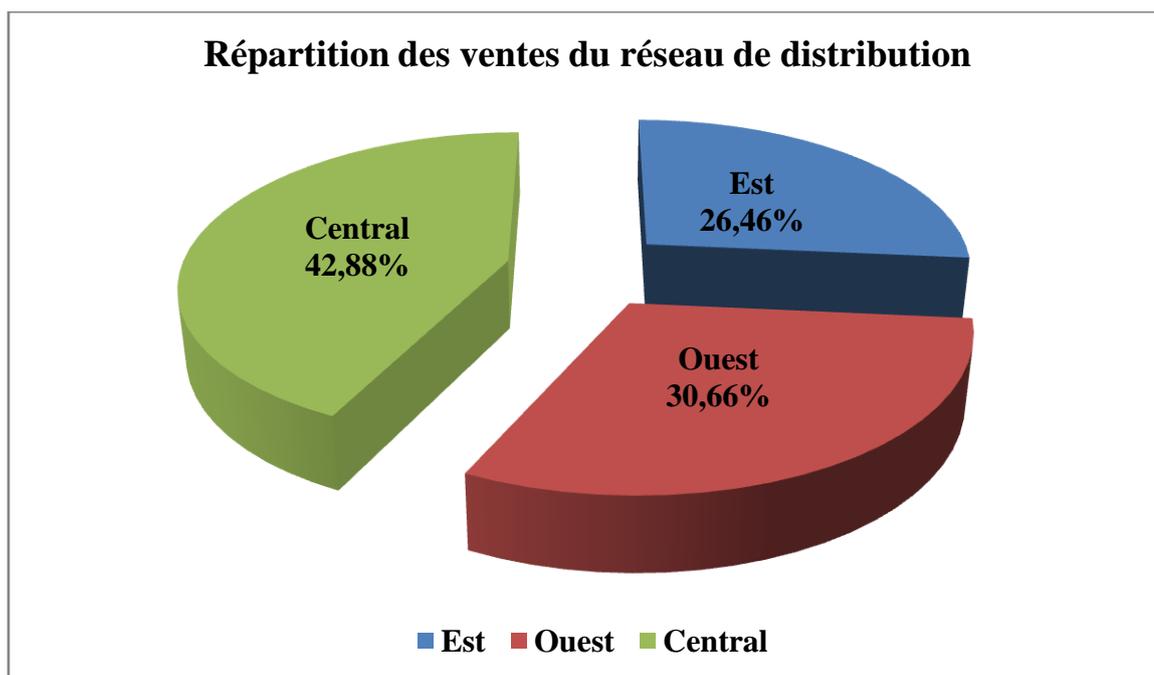
Source : Elaboré par l'auteure a partir des données de Sidal

Tableau 18: Répartition des ventes du réseau de distribution

Réseau de distribution	Objectif 2015	Réalisation 2015	Taux de réalisation%
Site de distribution centrale			
Q	56477	42768	75,73%
V	5527788	4074749	73,71%
Site de distribution est			
Q	38821	31107	80,13%
V	3892688	2514205	64,59%
Site de distribution ouest			
Q	29410	26865	91,35%
V	2949006	2914346	98,82%
Total réseau de distribution			
Q	124708	100740	80,78%
V	12369482	9503300	76,83%

Source : rapport de gestion de Sidal(2015)

Graphique 6: Répartition des ventes du réseau de distribution



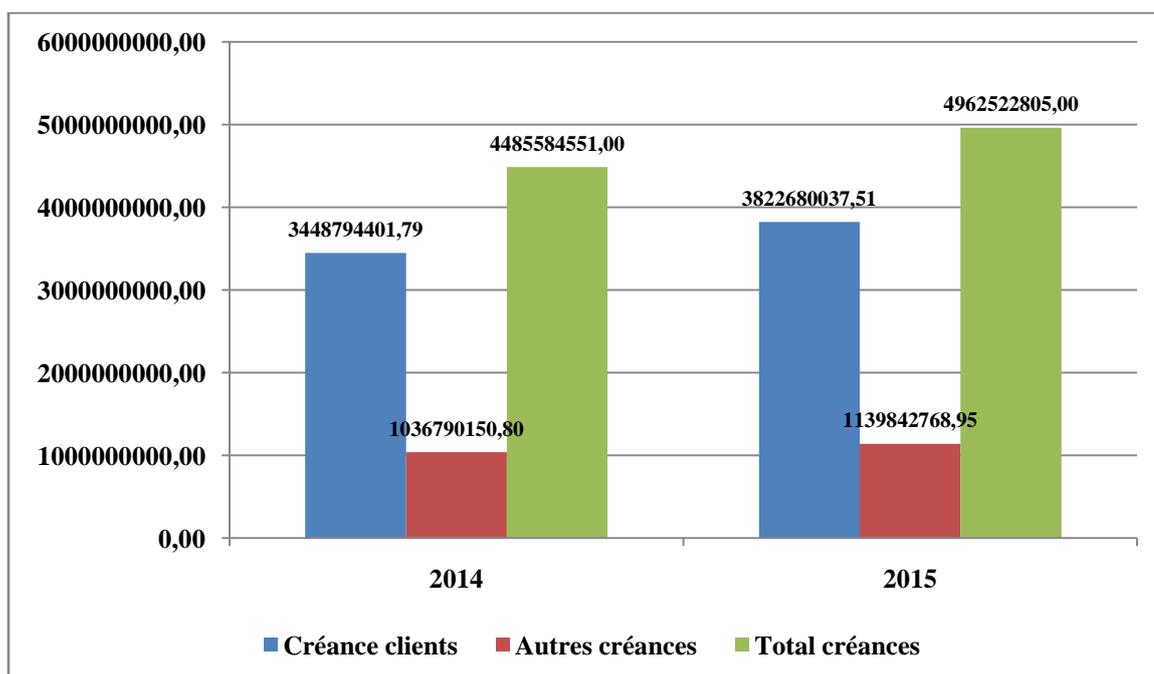
Source : Elaboré par l'auteure a partir des données de Sidal

Tableau 19 : Evolution des créances

exercice	2014	2015	Evolution2014/2015
Créances clients	3 448 794 401.79	3 822 680 037.51	1.10
Autres créances	1 036 790 150.80	1 139 842 768.95	1.09
Total créances	4 485 584 551	4 962 522 805	1.10
Créances/chiffre d'affaires	45.82/1000	49.70/100	1.08

Source : Rapport de gestion de Sidal(2015)

Graphique 7 : Evolution des créances



Source : Elaboré par l'auteure a partir des données de Saidal

Le volume des créances est important, et en légère augmentation, cela suppose que la société rencontre des difficultés de trésorerie et donc recourt à l'endettement pour des crédits d'exploitation.

Tableau 20 : Les principaux éléments du passif (année 2015)

Passif	Montant en KDA
Capitaux propres	20465934577,15
Primes et réserves	12251816341,17
Résultat net	1143817990,85
Passif non courant	7773819493,64
Emprunt et dettes financières	4821513005,59
Passif courant	6682146749,89
Fournisseurs et comptes rattachés	1931770182,61
Total général passif	34921900820,68

Source : Elaboré par l'auteure à partir du rapport de gestion de Saidal (2015)

Le résultat net est de 1143818 milliard de DA, contre 1477752milliers de DA en 2014, soit une réalisation de 61,60% de l'objectif, enregistrant une baisse de 22,60% par rapport à l'exercice précédent, due à une augmentation de 16,53% des consommations et une baisse de la variation du stock.

Le taux EBE (excédent brut d'exploitation) diminue de 11,39%. Cette baisse se justifie par une hausse dans la consommation de l'exercice due à une hausse dans la production.

La valeur ajoutée décroît, cela est dû aussi à la hausse de consommations. Mais elle réussit à couvrir toutes les charges d'exploitation de l'entreprise et à dégager des bénéfices.

Le montant des dettes fournisseurs est de 1931770 milliers de DA, soit une hausse de 32,27% par rapport à l'exercice antérieur. Cette hausse est principalement due à l'état d'avancement des projets.

Approvisionnement de Saidal :

Les fournisseurs de Saidal sont, soit étrangers (des importateurs) ou bien locaux.

Le montant des approvisionnements, est en hausse de 15,76% par rapport à l'exercice précédent.

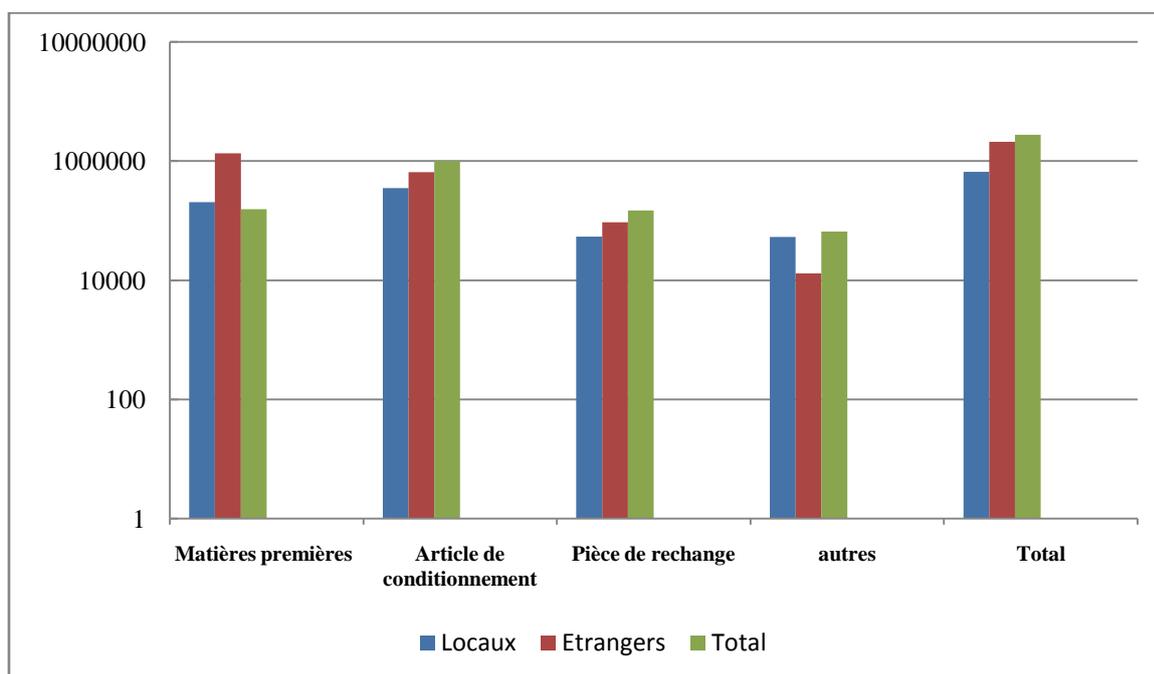
D'après le tableau, le montant de l'approvisionnement des fournisseurs locaux est de 661524 million DA, alors que celui des fournisseurs étrangers, est de 2113234 milliers de DA. Les importations représentent 70% du montant global des approvisionnements.

Tableau 21 : Les approvisionnements par nature

Désignation	Matières premières	Article de conditionnement	Pièce de rechange	autres	Total
Locaux	203081	351472	54056	52915	661524
Etrangers	1356240	650538	93341	13115	2113234
Total	155921	1002010	147397	66030	2774758

Source : Rapport de gestion de Saidal(2015)

Graphique 8 : les approvisionnements de Sidal durant l'année 2015



Source : élaboré par l'auteure à partir du rapport de gestion de Sidal (2015)

Sidal, dépend pour son approvisionnement de l'extérieur, qui peut influencer sur son développement (concernant les retards de livraison, les modalités de paiements, le prix ;.....).

Les matières premières sont importées principalement de certains pays : France, Italie, Allemagne et Espagne. En plus, les articles de conditionnement et les pièces de rechange et consommables, sont également importés.

8- Les principaux laboratoires concurrents de Sidal :

1. Les laboratoires nationaux :

Biopharm : située à Oued Semar, créée en 2002. Elle a une capacité de 30 million d'unités de vente. Elle regroupe 7 lignes de production de produits de différentes formes galéniques (liquides, pâteuses et sèches). Elle a mis sur le marché 21 produits de classe thérapeutique (antalgique, anti-inflammatoire, cardiovasculaire).

Genéric Lab : fabrique 14 médicaments dont trois sous licence pour les laboratoires suisse et italien.

Isopharm SARL : développe des produits pharmaceutiques génériques et fabrique des médicaments sous forme liquide.

LGPA : producteur depuis 2002, de produits sous licence avec des partenaires génériques étrangers.

Merinal : est spécialisée dans la fabrication des formes sèches. Générique à 80% et princeps à 20%.

Prodiphal : a une activité de fabrication (façonnage) et importation.

Solupharm : créée en 1997, elle a un contrat de façonnage pour des laboratoires algériens et étrangers. Son principal partenaire est Sidal.

LAM SARL : spécialisée dans les médicaments génériques et plus spécialement la forme liquide.

LPA : est spécialisée dans la fabrication de médicaments sous licence, depuis 1996, sous formes liquide, sèche et pâteuse.

Pharmalliance : spécialisée dans la production de médicaments génériques, sous formes sèche, liquide et pâteuse.

Lad pharma SARL : située à Blida, spécialisée dans la fabrication de médicaments non antibiotiques et autres (corticoïdes, des antibiotiques et antitussifs).

Sophal : fabrique des produits génériques dont les produits pénicilliniques.

Unilab : spécialisée dans la fabrication de médicaments génériques.

Frater : producteur de médicaments depuis 2005.

Salem : produit plus de 50 produits sur le marché algérien.

Biosanté : producteur de médicaments.

2. Les laboratoires étrangers en Algérie :

Sanofi Aventis : France

Pfizer MSD : États Unis d'Amérique

Bayer: Allemagne

Hikma, dar el Dawa, arab pharmaceutical manufacturing: Jordanie

El kendi, spimaco : Arabie saoudite

Novo nordisk : Danemark

Glaxo smithkline : Grande Bretagne

Novartis : Suisse

Stock des produits finis : La quantité totale du stock de produits finis au 31/12/2015 est de 17,6 millions d'unités ventes.

- Unités commerciales : 8,3 millions d'unités vendues.
- Site de production : 9,3 millions d'unités vendus.

La bourse : La valeur de l'action de Sidal a enregistré une hausse de 14% en passant de 560 DA en 2014 à 640 DA en 2015, et un accroissement de 42% depuis 2013.

9- Système d'information : Sidal a mis en place un nouveau système d'information, en se basant sur :

- L'administration du système de gestion automatisée des ressources humaines (SCRABBLE RH_ PAIE _GPEC).

Le GPEC : est un projet de gestion prévisionnelle des emplois et compétences élaboré en 2011 basé sur les emplois et compétences.

Par le biais de processus d'autoévaluation et d'évaluation, Sidal peut identifier, les écarts de compétence et établir des plans de formation en adéquation avec les besoins de structures et les déficits individuels relevés.

- Administration de l'infrastructure réseau intranet Wan, après finalisation de l'interconnexion de l'ensemble des sites , les travaux d'optimisation de la plate-forme réseau ont été lancés. (lancement des centralisations de la gestion des liens télécom_ centralisation de la solution antivirus ESETEND point, pour l'ensemble des postes de travail et serveurs de Sidal).
- Projet monitoring, conception, développement et mise en place d'un système d'aide à la décision pour le monitoring des ventes, stocks et production.
- La mise à jour en continu du logiciel de conditionnement.
- Automatisation des interfaces entre le logiciel des stocks.
- Automatisation du processus de la gestion des commandes et transit.

Marketing : Sidal suit une politique de marketing basée sur :

- Les visites des délégués au niveau du corps médical, réalisées durant l'année 2015 sont de 176563.
- Sponsorship : Sidal a accordé son sponsor à 164 manifestations.
- Organisation des journées médico-chirurgicales.

Dépenses marketing : les dépenses de l'activité marketing sont de 154355 milliers de DA, représentant 44,99% du budget annuel.

L'activité de promotion médicale des produits de la société a été marquée par les actions de proximité envers les prescripteurs, ainsi que la réalisation de journées médicales ayant drainé des prescripteurs de toutes spécialités confondues et de différentes régions du pays.

10- Analyse SWOT de la société Saidal : en prenant en considération les facteurs internes et externes, nous avons effectué une analyse SWOT de Saidal.

Points forts :

- Réalisation de nouveaux investissements ;
- Les travaux du centre d'études de bioéquivalence ont été finalisés ;
- Les projets d'usines de Zimerli, constantine2 et ChercHELL sont réalisés et en exploitation ;
- Le projet d'usine d'insuline flacon est en production ;
- Avancement dans le projet d'insuline à Constantine ;
- La mise en place d'un nouveau système d'information avec l'utilisation de logiciel de gestion ;
- Un système de management qualité basé sur des audits qualité ;
- Une politique de marketing très avancée ;
- Déploiement de délégués dans toutes les régions ;
- Couverture nationale du réseau de distribution ;
- Plusieurs partenaires nationaux et internationaux,
- Respect des règles d'hygiène, de sécurité, et d'environnement ;
- Existence d'un marché national ;
- Equipement spécialisé, avec capacité de production importante ;
- Personnel expérimenté et qualifié ;
- Un bon climat social ;
- Un système informatique développé avec l'existence d'un contrôle,
- Trésorerie positive et en hausse ;
- Formation du personnel ;
- Maîtrise du processus technologique ;
- Plusieurs gammes de produits ;
- Image de marque de Saidal ;
- Prix compétitifs ;
- Un bon rapport qualité/prix.

Points faibles :

- Production : les capacités insuffisantes de production de certaines formes dues à la vétusté des équipements ;
 - Le retard d'approvisionnement et l'indisponibilité de certaines matières premières ;
 - L'arrêt de production des sirops du site de Constantine sur une période de 5 mois à cause de la mise à niveau de la station de traitement d'eau commune avec le projet d'insuline flacon ;
 - Un surstock de certains produits qui provoque un arrêt volontaire de production ;
 - Le retard dans la réception du programme d'importation des hormones de la filiale Somedial ;
 - Des problèmes de maintenance ;
 - Le retrait de produits du processus de production dans le cadre du renforcement du contrôle qualité ;
 - Créances/ clients, en augmentation ;
 - Les dettes fournisseurs, en hausse ;
 - Le nombre d'accidents de travail, est élevé ;
 - Stock élevé ;
 - Coût élevé de matière première ;
 - Réaction tardive pour les produits à date de péremption proche ;
 - Veille stratégique faible.
- Promotion : délégués insuffisamment formés- forte concentration au centre.

Opportunités :

- L'État est l'actionnaire majoritaire (80%), ce qui induit la présence d'un marché qui comporte toutes les wilayas du pays ;
- Croissance externe (plusieurs partenaires étrangers), permettant un transfert de connaissance et de technologie ;
- capacité de réaliser de nouveaux investissements ;
- Matière premières disponible ;
- Maîtrise des différentes phases de production ;
- Taux de croissance satisfaisant : +6% an;
- Créneau à très haute rentabilité +10% an ;
- Partenariat pour la pénétration de marchés extérieurs ;
- Mise en place de bonnes pratiques de distribution ;

- Flexibilité et harmonisation du triptyque, demande- production- et vente avec adaptation au changement ;
- Marché porteur et potentiel ;
- Augmentation de la consommation des médicaments ;
- Sur le plan juridique et institutionnel, promotion des médicaments génériques par les pouvoirs publics.

Menaces :

- Apparition de nouveaux opérateurs avec la propagation de pratiques commerciales non éthiques ;
- Les importations des produits similaires causent un problème dans la commercialisation des mêmes produits ;
- Implantation de nouveaux laboratoires ;
- Pré domination du princeps sur le générique ;
- Technologie insuffisamment performante ;
- Maitrise insuffisante des coûts ;
- Non cohérence systématique des produits en développement avec les tendances lourdes du marché.
- Diminution des produits remboursables.
- Départ du personnel formé par Sidal vers le privé.
- En finance, information en amont insuffisantes et en aval incomplètes.
- La politique de promotion reste insuffisante par rapport à celle privé.

B/ Étape de l'évaluation proprement dite : cette étape consiste en l'évaluation de la société, par de l'utilisation de plusieurs méthodes.

La méthode de la valeur patrimoniale(ANC) est réalisée sans passer par l'étape business plan. Elle permet d'obtenir une valorisation rapide, basée sur des chiffres certifiés. Mais elle ne quantifie pas les éléments incorporels humains, ni le potentiel de croissance de l'entreprise. Nous avons essayé d'effectuer une évaluation détaillée de l'entreprise Sidal, chose qui nous était vraiment difficile, car l'évaluation à la base de l'actif net corrigé nécessite, d'avoir des informations détaillés et spécifiques, une bonne volonté de l'entreprise et aussi une implication du personnel concerné. Cette opération s'est avérée pratiquement impossible à réaliser, aussi, nous avons été contraints d'effectuer l'évaluation du patrimoine de l'entreprise à partir de son bilan.

Sidal, n'a réalisé qu'une seule fois l'évaluation, (lors de son introduction en bourse) qui a été l'objet de plusieurs critiques de la part des praticiens et des académiciens, et depuis,

aucune évaluation n'a été faite, malgré son introduction en bourse (à l'égard de ses actionnaires), à l'égard de ses partenaires locaux et étrangers, au demeurant nombreux, et non plus, pour ce qui est des investisseurs en bourse, qui optent pour l'achat des actions de la société. Cette dernière a lancé un plan de développement pour les années 2009-2010, pour l'extension de certains sites, la modernisation d'autres et la réalisation de nouvelles usines, et en dépit de cela, Saidal n'a pas pour autant, évalué son patrimoine. Ceci, ne peut être considéré, que comme une défaillance de Saidal.

L'entreprise possède comme patrimoine les éléments suivants :

1/ Terrains :

Terrains en propriété **4 514 492 953,87**

2/Bâtiments :

Bâtiments Industriels, Bâtiments Administratifs, Bâtiments Commerciaux, Bâtiments (autres).

Total bâtiments **1 649 608 532,26**

3/ autres immobilisations corporelles 1 189 497 235,41

Agencements et aménagements de terrains en location, Agencements et aménagements bâtiments industriels, Agencements et aménagements bâtiments administratif, Bâtiments (autres), Agencements et aménagements bâtiments autres Installations complexes, Matériels industriels de production en propriété, Matériels de laboratoire de développements, Matériels de sécurité en propriété, Matériels d'animalerie en propriété, Outillages de production en propriété, Autres outillages, Matériels de transport Lourd en propriété, Matériels de transport légers et utilitaires en propriété, Véhicules anti incendies en propriété, Matériels de manutention roulants en propriété, Mobilier et matériel de bureau en propriété, Equipements informatiques en propriété, Equipements de communication en propriété, Emballages récupérables en propriété, Matériaux sociaux, Installations Générales, agencements et aménagement.

4/ Immobilisation en concession 278 103 983,68

Terrains en concession, Autre immobilisation corporelle en concession.

5/ Immobilisation en cours 5 363 985 192,51

Investissements en cours : bâtiments

Projet Annaba, Projet Cherchel, Projet Constantine 2, Projet Zemirli, Projet Centre De Bioéquivalence, Projet CRD : centre de recherche et développement, (Sidi Abdellah),

Projet gué de Constantine, Projet Constantine, Projet UCC (unité commerciale centre),Projet insuline Constantine, Projet Antibiotical.

Investissements en cours : matériel & outillage

Investissements en cours : installation technique

6/ Titres mis en équivalence 1 465 132 799,40

7/ Autres titres de participation 584 859 076, 01

8/ Autres immobilisations financières : 140 479 615,20

Prêts, Cautionnements versés.

9/ Stocks de produits 4 965 900 019,13

Stocks De Marchandises, Comprimés, Sirops buvables, Gouttes à usage externe, Injectables.

Matières Premières Et Fournitures

Matières premières, Articles de conditionnements, Fournitures de laboratoires, Verrerie labo, Animaux pour laboratoires, Fournitures d'imprimerie, Autres matières et fournitures de fabrication.

Autres Approvisionnement

Matières consommables

Pièces de rechanges Equipement de production, Pièces de rechanges Equipement de Laboratoires, Pièces de rechanges utilités et accessoires, Pièces de rechanges Parc auto, Pièces de rechanges Equipement imprimerie, Pneumatiques, Fournitures de bureau, Fournitures informatiques, Vêtements de travail et de sécurité, Carburants et lubrifiants, Petit outillage, Fournitures électriques, Fournitures d'entretiens, Matériaux de construction, Fourniture de sécurité, Autres fournitures de fonctionnements, Articles de conditionnements.

Encours De Production De Biens

Produit en cours

Stocks à l'extérieur (En Cours De Route, En Dépôt)

Produits intermédiaires , Comprimés, Pilules, Gélules, Granulés, Sirops buvables, Solution buvable, Poudre pour sirop, Solutions antiseptiques, Gouttes à usage externe, Pommades, Dentifrices, Injectables, Ampoules buvables, Solutés massifs, Suppositoires.

Stocks à l'extérieure marchandise

Stocks à l'extérieur matière et fourniture, Comprimés, Gélules, Sirops buvables, Solutions antiseptiques, Pommades, Injectables, Suppositoires.

Achats Stocks

Comprimés, Sirops buvables, Gouttes à usage externe, Injectables, Suppositoires, Comprimés, Sirops buvables, Gouttes à usage externe, Injectables.

Matière et fourniture

Fournitures de laboratoires, Animaux pour laboratoires, Fournitures d'imprimerie
Douanes, Assurances, Transports, .Autres

Autres matières et fournitures de fabrication, Pièces de rechanges Equipement de production, Pièces de rechanges Equipement de Laboratoires, Pièces de rechanges utilités et accessoires, Pièces de rechanges Parc auto, Pièces de rechanges Equipement imprimerie, Pneumatiques, Fournitures de bureau, Fournitures informatiques, Vêtements de travail et de sécurités, Carburants et lubrifiants, Petit outillage, Fournitures électriques, Fournitures d'entretien, Matériaux de construction, Fournitures de sécurité, Autres fournitures de fonctionnements, Articles de conditionnement, Pièces de rechanges Equipement de Laboratoire, Fournitures d'entretien.

Clients et comptes rattaches 3 822 680 037,51

Clients Règlements Impayés, Grossistes Publics, Grossistes Privés, EPH : Entreprise publique hospitalière, PCH : Polyclinique hospitalière, HOPITAUX, CMS d'entreprises: Centres médicaux de santé d'entreprise, CNAS, Clients étrangers, MDN : Ministère de la défense nationale, ENDIMED :Entreprise nationale de distribution de médicament, Officines Privées.

Clients Autres

Clients prêt matière, Clients inter filiales, Clients, effets à recevoir.

Clients, Effets à Recevoir (autres)

Clients douteux, Clients- produits non encore facturés, Acomptes et avances reçus .

Ristournes à Accorder

Paiement pour compte des Filiales

Autres débiteurs : 1 139 842 768,95**Fournisseurs et comptes rattachés :**

Fournisseurs de stocks étrangers, Fournisseurs prêt à rembourser, Fournisseurs de stocks locaux, Fournisseurs de stocks intra-groupes, Fournisseurs de stocks retenus de garanties, Fournisseurs de services étrangers, Fournisseurs de services locaux, Fournisseurs de services intra-groupes, Fournisseurs de services retenus de garanties
Fournisseurs d'immobilisations étrangers, Fournisseurs d'immobilisations locaux

Fournisseurs d'immobilisations retenues de garantie, Fournisseurs factures non parvenues stocks et service, Intérêt courus - dettes fournisseurs, Acomptes et avances versés, RRR à obtenir (rabais- ristourne-remise), Autres créances, Consignations versées.

Personnel et compte rattachés

Personnels, rémunération due, Fonds des œuvres sociales, Retenue œuvres sociales Participation des salariés au résultat, Avance sur frais de mission, Avance au personnel, Personnels, dépôts reçus, Opposition sur salaire personnel, Retenue solidarité, Personnels, charges à payer.

Organismes sociaux et compte rattachés

CNAS cotisation sociale patronale, CNAS cotisation sociale ouvrière, CNAS provision congé payé, Allocations familiales, Frais médicaux CNAS, Frais médicaux mutuelle, Mutuelle part patronale, Mutuelle part ouvrière, Organisme sociale charge à payer et produits ...etc

État, Collectivités Publiques 179 420 574,16

IRG retenue à la source, IRG salaire, Acompte Impôts sur les résultats des sociétés, Avance sur impôts IBS, Impôt sur les bénéfices des sociétés IBS, TVA déductible sur biens et services, TVA déductible sur immobilisation, TVA collectée sur ventes Précompte, Précompte ... rembourser / impôt, Autres impôts, taxes et versements assimilés (TAP), Droits d'enregistrements, Droits de timbres, Taxe sur la formation et apprentissage, Autres droits et taxes.

Autres actifs courants: 40 666 666,67

Groupes et associés

Opération groupe, Associés comptes courants, Associés, dividendes à payer.

Débiteurs divers et créditeurs divers

Créances sur cessions d'immobilisations corporelles, Autres comptes débiteurs ou créditeurs, Tantièmes à payer.

Comptes transitoires ou d'attente

Comptes transitoires débiteurs, Comptes transitoires créditeurs.

Valeurs Mobilières De Placement 3 018 559 989 ,19

Titres de placements société algérienne, Autres valeurs mobilières de placement

Trésorerie : 5 987 644 631,35

Banques, Etablissements Financiers Et Assimiles

Chèques à l'encaissement, Traités à l'encaissement, Chèques impayés, Intérêts courus à payer, Concours bancaires courants.

Caisse

Régies d'avances et accréditifs

Régies d'avances, Accréditifs

Virements Internes

Virement de fonds banques/caisses, Virement de fonds caisses/banque, Virement de fonds inter banque, Autres virements internes.

a/ La valeur patrimoniale : La valeur de l'actif net, est considérée, non seulement comme la valeur patrimoniale de l'entreprise mais aussi, elle est utilisé dans le calcul, de différentes méthodes.

ANC= total actif – dettes court, moyen et long terme- dotation de l'État-intérêts minoritaires

ANC(2015)=34 921 900 820,68-7 773 819 493,64-6 682 146 749,89-2 586 812 201,59-979 287 855,72

ANC= 16 899 834 519,6

Saidal utilise pour l'évaluation de son patrimoine la méthode suivante :

Tableau 22: Evaluation de Saidal par la méthode patrimoniale

Rubriques	Montant
Capital émis	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00
Primes et réserves	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	145 245 635,13
Ecart d'équivalence	1 025 006 852,16
Résultat net	1 143 817 990,89
Report à nouveau	-166 052 299,51
Actif Net	16 899 834 519,6
Nombre total d'actions	10 000 000
Valeur comptable de l'action	1689,98
Valeur nominale de l'action	250
Ecart	1439,98

Source : élaboré par l'auteure à partir du rapport de gestion de Saidal (2015)

b/ Méthode des flux disponibles FTD :

Cette méthode est la seule, qui prend en compte le mécanisme de « création de valeur générée par l'investissement qui dégagera à l'avenir une rentabilité supérieure au taux de rendement attendue par l'investisseur ». ¹ Alors que les autres méthodes se limitent aux indicateurs passés ou présents.

Cette méthode décrite précédemment, consiste à évaluer les flux financiers futurs que les pourvoyeurs de capitaux peuvent espérer retirer de leur investissements dans la société et à les actualiser au taux de rendement qu'ils sont en droit d'exiger de cet investissement.

Avant de passer à l'évaluation proprement dite, et après élaboration du diagnostic de l'entreprise, un business plan est réalisé.

Le business plan : donne des informations sur le devenir de l'entreprise.

Les objectifs futurs de l'entreprise sont :

- Etre leader du marché de médicaments génériques ;
- Améliorer la production ;
- Diversifier la gamme de produits ;
- Nouvelles usines de production ;
- Exportation.

Saidal présente plusieurs points forts et opportunités tels que :

- Réalisation de nouveaux investissements ;
- Un centre d'étude de bioéquivalence, le premier en Afrique ;
- Existence de marché national ;
- Personnel expérimenté, qualifié ;
- Plusieurs gammes de produits avec une image de marque à prix compétitif ;
- Plusieurs partenariats conclus avec de grands laboratoires internationaux ;
- Augmentation de la consommation de médicaments ;
- Sur le plan juridique et institutionnel, promotion des médicaments génériques par les pouvoirs publics.

Parmi les faiblesses, nous pouvons citer :

- Production : les capacités insuffisantes de production de certaines formes galéniques qui sont dues à la vétusté des équipements ;
- Retard d'approvisionnement et indisponibilité de certaines matières premières ;

¹ : F PIERRE, D'A BESANCON, **valorisation d'entreprise et théorie financière**, éditions d'organisation, paris2004.p 208

- Problèmes de maintenance ;
- Retrait de produits du processus de production dans le cadre du renforcement du contrôle qualité ;
- Créances/ clients en augmentation ;
- Les dettes fournisseurs en hausse ;-

Les actions stratégiques de l'entreprise : La stratégie de Sidal s'articule autour de certains axes :

- Améliorer la rentabilité pour assurer la pérennité et remplir ses obligations vis-à-vis des actionnaires ;
- s'ouvrir aux nouvelles technologies ;
- développer les ressources humaines ;
- Construire une culture d'entreprise partagée par l'ensemble des travailleurs ;
- Un programme de modernisation des sites, et ce, afin d'éviter les pannes ;
- Développement des actions de marketing ;
- Amélioration et assurance de la qualité.

Les principaux agrégats prévisionnels :

Production : 127 millions d'UV.

Chiffre d'affaires : 11 844 millions DA

Valeur ajoutée : 7165 millions DA

Charges personnel : 3 170 millions de DA

Résultat net : 2 223 millions DA

Tableau 23 : les flux de trésorerie

Année	2012	2013	2014	2015
flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles	- 988 976 897,23	962 211 828,94	1 172 347 144,61	756 048 290,30
flux de trésorerie net provenant des activités d'investissements	2 427 040 866,24	- 1 134 025 580,36	- 1 209 078 339,27	- 124 866 196,08
flux de trésorerie provenant des activités de finance	- 326 289 740,89	- 377 969 120,00	- 420 164 017,04	- 374 971 547,37
incidence de variation des taux de changes	363 013,49	43 125 993,00	46 937,41	1 071 675,44
variation de la trésorerie de la période: cash flow CF	1 112 137 241,61	- 549 351 620,49	- 455 823 536,26	256 257 484,26
taux d'actualisation 1+ T	1,12	1,14	1,07	1,05
Cash flow actualisé CF /1+ T	992 979 680,01	- 481 887 386,39	- 426 003 304,92	244 054 746,91
Total des flux de trésoreries actualisés FTD	329 143 735,61			

Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Saidal

La valeur de l'entreprise peut être calculée, avec l'équation suivante :

Valeur économique de l'entreprise = total flux de trésorerie actualisés + valeur résiduelle

$$VAL = \sum_{n=1}^N FTD + Vt = \sum_{i=1}^n Fi/(1+t) + Vt/(1+t)$$

Les flux de trésorerie se calculent de la manière suivante :

EBIT-impôt sur EBIT + dotation aux amortissements et aux provisions-frais financiers nets de produits financiers+émission de nouvelles dettes financières -remboursement de dettes financières -variation BFR -investissement net de cessions des immobilisations =**cash-flow net(CF)**

La durée de capitalisation : est un élément essentiel de valorisation d'une entreprise par les méthodes d'actualisation.

Les bénéfices, les flux monétaires et les revenus sont actualisés sur une période qui varie de 3 à 4 ans.

$$n$$
$$FTD = \sum_{i=1}^n (CF_i / (1+t)^i) = 329\,143\,735,61$$

La valeur terminale : selon la formule de Gordon-Shapiro

La valeur terminale consiste à actualiser au coût moyen pondéré du capital, le flux de trésorerie disponible de la dernière année de prévision en tenant compte d'un taux de croissance g à l'infini.

V_t = valeur terminale ou résiduelle

$$V_t = CF_n(1+g) / (t-g)$$

CF_n : flux de trésorerie disponible pour l'année n

t : coût du capital = CMPC

Estimation du taux de capitalisation :

Le taux d'actualisation est le coût moyen du capital CMPC (WAcc : weighted average capital).

Le CMPC exprime les attentes de rendements des bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers), il se traduit de la formule suivante, selon Modigliani et Miller :

$$CMPC = (K_{cp} * C_p / (D + C_p)) + (K_d * D / (D + C_p))$$

C_p : capitaux propres

D : dettes

K_{cp} : le coût du capital = rentabilité espérée par l'actionnaire (rentabilité financière) = R_N / C_p

Tableau 24 : Calcul du CMPC

Anne	CP	D	CI = CP+ D	CP / CI	CP/CI * Kc	D / CI	D/ CI * Kd	CMPC
1999	7 139 461 066,00	439 374 061,00	7 578 835 127,00	0,942	0,10	0,058	0,001	0,10
2000	6 519 294 712,00	769 537 140,00	7 288 831 852,00	0,894	0,04	0,106	0,001	0,04
2001	6 095 915 851,00	563 796 580,00	6 659 712 431,00	0,915	0,05	0,085	0,001	0,05
2002	5 584 238 175,00	1 340 696 823,00	6 924 934 998,00	0,806	0,03	0,194	0,002	0,03
2003	5 937 796 062,00	1 367 787 397,00	7 305 583 459,00	0,813	0,07	0,187	0,002	0,07
2004	6 121 294 155,00	1 550 801 291,00	7 672 095 446,00	0,798	0,06	0,202	0,002	0,06
2005	6 202 546 617,00	1 785 923 772,73	7 988 470 389,73	0,776	0,05	0,224	0,002	0,06
2006	6 454 222 686,00	1 856 013 558,72	8 310 236 244,72	0,777	0,07	0,223	0,002	0,07
2007	7 015 485 795,00	1 839 046 473,77	8 854 532 268,77	0,792	0,10	0,208	0,002	0,10
2008	8 585 708 496,00	1 829 761 718,05	10 415 470 214,05	0,824	0,13	0,176	0,002	0,13
2009	11 261 304 776,50	1 678 218 688,27	12 939 523 464,77	0,870	0,22	0,130	0,001	0,22
2010	11 765 525 448,05	1 622 608 040,67	13 388 133 488,72	0,879	0,08	0,121	0,001	0,08
2011	13 795 482 542,61	1 595 341 068,53	15 390 823 611,14	0,896	0,13	0,104	0,001	0,13
2012	14 746 506 012,33	1 851 741 019,35	16 598 247 031,68	0,888	0,12	0,112	0,001	0,12
2013	16 748 436 102,49	2 911 046 961,36	19 659 483 063,85	0,852	0,14	0,148	0,001	0,14
2014	17 590 664 386,45	3 383 163 695,36	20 973 828 081,81	0,839	0,07	0,161	0,002	0,07
2015	20 465 934 577,15	4 821 513 005,59	25 287 447 582,74	0,809	0,05	0,191	0,002	0,05

Source : élaboré par l’auteure à partir des données de Saidal

RN : résultat net

Kd : le coût de la dette : taux d’intérêt versé aux créanciers=1%, parce que l’entreprise a fait recours au FNI (fond national d’investissement), pour financer ses investissements avec un taux d’intérêt très réduit 1%.

g : taux de croissance à l’infini.

g : reflète le taux de croissance perpétuel, qui reflète la capacité moyenne de l’entreprise à dégager de la trésorerie en maintenant un certain niveau d’investissement.

Généralement, on prend le taux de croissance de l'économie nationale dans laquelle se trouve l'entreprise. Il est considéré au niveau de 2%.

$$Vt=(244\ 054\ 746,91 \quad *(1+0,02))/(0,05-0,02)=8\ 297\ 861\ 395$$

$$Val= 329\ 143\ 735,61+ 8\ 297\ 861\ 395 \quad =8\ 627\ 005\ 131$$

c/ **Méthode d'évaluation du goodwill (superprofit)** : deux méthodes sont utilisées pour calculer le goodwill.

c-1/ Méthode directe : méthode des praticiens

La valeur de l'entreprise est calculée par la moyenne entre la valeur de rendement et l'actif net corrigé.

$$V = \frac{1}{2} (VR+ ANR)$$

La valeur de rendement est obtenue par capitalisation du résultat d'exploitation après impôts) : La valeur obtenue est couramment appelée valeur de rendement (VR).

$$VR= REAI/\text{taux de capitalisation}$$

REAI, résultat d'exploitation moyen de 5 années

t : coût du capital= CMPC

Tableau 25 : Résultat d'exploitation moyen

Année	2011	2012	2013	2014	2015
R E	2 522 169 350,00	2 946 399 282,02	1 618 736 152,23	1 433 808 241,54	2 624 059 985,42
impôt IBS	25%	25%	25%	25%	25%
R E*(1-impôt)	1 891 627 012,50	2 209 799 461,52	1 214 052 114,17	1 075 356 181,16	1 968 044 989,07
Taux capitalisation t	0,13	0,12	0,14	0,07	0,05
R E*(1-impôt) / t	14 550 977 019,23	18 414 995 512,63	8 671 800 815,52	15 362 231 159,36	39 360 899 781,30
<i>Moyenne</i>	19 272 180 857,61				

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

T= taux de capitalisation = CMPC

$$V R= \text{Valeur de rendement}=19\ 272\ 180\ 857,61$$

Cette formule est universelle, simple, mais néglige l'aspect patrimonial, surtout pour des entreprises industrielles à investissement très important.

$$V = \frac{1}{2} (VR+ ANR)= \frac{1}{2} (19\ 272\ 180\ 857,61 +16\ 899\ 834\ 519,6)$$

$$=18\ 086\ 007\ 690$$

c-2/ Méthode de la rente du goodwill :

Le goodwill est obtenu par l'actualisation au coût des fonds propres, du superprofit sur une période correspondant à la période de prévision.

Valeur de l'entreprise=ANCC+GOODWILL

Goodwill (GW)= RE-(i*capitaux engagés)

Tableau 26 : Calcul du goodwill

Année	RE	i = cmpr	CI	i x CI	GW=RE - i x CI	a = ROE	GW / 1 + a
2010	942 991 921,00	0,10	7 578 835 127,00	726 168 653,61	216 823 267,39	0,10	216 823 267,49
2011	615 559 987,00	0,04	7 288 831 852,00	278 804 591,40	336 755 395,60	0,04	336 755 395,64
2012	755 465 767,00	0,05	6 659 712 431,00	325 448 866,80	430 016 900,20	0,05	430 016 900,25
2013	566 394 100,00	0,03	6 924 934 998,00	200 746 206,23	365 647 893,77	0,03	365 647 893,80
2014	1 032 401 846,00	0,07	7 305 583 459,00	495 968 770,97	536 433 075,03	0,08	536 433 075,11
2015	1 311 453 988,00	0,06	7 672 095 446,00	471 739 469,91	839 714 518,09	0,07	839 714 518,16
Moyenne	454 231 841,74						

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

RE : résultat d'exploitation

I*capitaux engagés= rémunération des capitaux engagés à un taux déterminé

La rente du goodwill= la différence entre le résultat d'exploitation et la rémunération des capitaux engagés, elle est actualisée sur la durée définie.

$$\text{Rente du goodwill} = \sum_i^n \frac{GW}{(1+a)}$$

i : taux de rémunération du goodwill (CMPC)

a : taux d'actualisation (rentabilité financière)

n : durée d'actualisation (5ans)

GW= 454 231 841,74

VAL= ANCC+GW=16 899 834 519,6+454 231 841,74=17 354 066 360

d/ Méthode boursière :

le multiple PER, Price earning ratio, est interprété comme le nombre d'années de bénéfice que l'investisseur est prêt à payer.

$$\text{PER} = C / \text{BPA}$$

C : cours de l'action

BPA : bénéfice par action

$$\text{VE} = \text{PER} \times \text{B}$$

B : bénéfice moyen futur (sur cinq années)

Tableau 27 : bénéfice net

Année	2011	2012	2013	2014	2015
Bénéfice net	2060480315,80	1 965160951,44	2 658 147326,76	1 477751553,22	1143817990,89

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

$$\text{B} = 1861071627,62$$

$$\text{PER} = 5,11$$

$$\text{VE} = 9\ 510\ 076\ 017,15$$

Tableau 28 : comparaison des méthodes d'évaluation

Méthode de l'actif net V= 16 899 834 519,6	Méthode de la rente du goodwill V=17 354 066 360
Valeur de capitalisation des flux de trésorerie V= 8 627 005 131	Valeur boursière V=9 510 076 017,15
Méthode des praticiens (valeur de rendement) V=18 086 007 690	

Source: élaboré par l'auteure à partir des données de Sidal

D'après le tableau, la valeur de l'entreprise Sidal se situe entre **8 627 005 131** et **18 086 007 690**

On exclut la valeur des flux, parce qu'elle ne reflète pas la vraie valeur de l'entreprise, car les flux de l'entreprise pour ces dernières années sont généralement négatifs, à cause des décaissements sur acquisition d'immobilisation corporelles et incorporelles durant cette période, et suite au plan de développement lancé entre 2009-2015. La valeur boursière est également exclue, à cause du marché financier qui est inactif. Donc la valeur de Sidal se situe entre **16 899 834 519,6 DA** et **18 086 007 690 DA**.

Conclusion

L'ouverture du marché intensifie les transactions économiques, les opérations de fusion, d'acquisition, la privatisation des entreprises, l'adoption d'une nouvelle normalisation comptable SCF et la création de marché financier. Dans ce contexte l'opération d'évaluation des entreprises est devenue nécessaire.

Nous avons utilisé quelques méthodes d'évaluation pour la valorisation de l'entreprise publique économique, Saidal.

La démarche de l'évaluation de la société nécessite plusieurs informations concernant le passé, le présent et les perspectives de l'entreprise, et aussi l'implication du personnel concerné, sont des facteurs difficiles à maîtriser dans notre cas.

La méthode de l'évaluation choisie, dépend des informations à collecter, des caractéristiques de l'entreprise et aussi des objectifs de l'évaluation.

L'approche patrimoniale (actif net), nécessite des informations comptables fiables et pertinentes.

L'approche prospective nécessite l'existence d'une vision stratégique future. L'utilisation des méthodes boursières reste limitée à cause du faible développement du marché financier, et au nombre réduit des entreprises cotées à la bourse d'Alger.

Nous avons utilisé, pour l'évaluation de l'entreprise Saidal, la méthode de l'actif net, la méthode du goodwill, la méthode de flux de trésorerie et une méthode boursière.

La valeur de l'entreprise Saidal se situe entre **16 899 834 519,6 DA** et **18 086 007 690 DA**.

Axe II/ La gouvernance au sein de la société Saidal

L'émergence du concept de gouvernance est attribuée aux travaux de Berle et Means (1932), sur la séparation des fonctions de propriété et de prise de décision qui caractérisent les sociétés managériales. Le problème résidait alors dans l'apparition de conflit d'intérêt entre propriétaires et dirigeants (Chareaux, 2002). Mais le développement de la gouvernance d'entreprise s'est accru avec le système capitaliste contemporain.

La gouvernance d'entreprise concerne toutes les entreprises, quelles que soient leurs tailles, leurs statuts ou leurs structures de propriété. Parmi les entreprises particulièrement concernées par la gouvernance, les entreprises publiques économiques introduites en bourse.

L'évolution de l'environnement économique a imposé aux entreprises une rationalisation des relations avec les différentes parties prenantes. D'abord, l'État, les banques, les fournisseurs, les clients, les actionnaires et les employés.

L'entreprise est confrontée à s'adapter aux nouveaux principes de management pour assurer sa pérennité et pour garantir les droits de ses différents partenaires.

Comment une entreprise publique économique cotée en bourse, est-elle gouvernée ?

Nous avons essayé de présenter la gouvernance d'entreprise dans le contexte algérien, et montrer l'importance de la mise en place des pratiques de gouvernance dans une entreprise publique économique.

I/ Le contexte algérien de gouvernance d'entreprise :

La question de la gouvernance de l'entreprise est récente. Elle est la priorité stratégique de plusieurs entreprises en vue d'améliorer leur performance, d'assurer leur pérennité et cela par leur contribution à créer de la richesse et non pas de la détruire.

Dans une économie de transition, l'entreprise publique est dans l'obligation d'aller vers de nouvelles sources de financement, pour soutenir son fonctionnement et ses perspectives de développement. Elle doit relever le défi d'être performante, compétitive, créatrice de richesses et aussi assurer sa pérennité, et cela par une prise de conscience des enjeux de la gouvernance d'entreprise.

L'économie algérienne renferme un potentiel de croissance et de développement hors hydrocarbures considérable, un environnement attractif et des conditions d'investissements favorables, d'où la nécessité de se référencer à un référentiel international, en plus d'une charte nationale en matière de gouvernance.

Lorsque le processus de transition économique fut entamé, au début des années 1990, l'environnement algérien n'était pas encore attractif pour l'investissement direct étranger. Les orientations du gouvernement étaient la restructuration du secteur public industriel et la

réforme du secteur financier, complétés par une introduction de certaines entreprises étatiques en bourse et le recours au marché financier, pour le financement leur développement. L'État entrait comme actionnaire dans certaines entreprises publiques, et l'ouverture du capital paraissait comme la meilleure solution pour l'investissement.¹

Le passage de l'économie planifiée à l'économie de marché a permis la naissance d'un secteur privé plus performant et l'introduction de certaines entreprises en bourse.

La raison la plus importante qui fait de la gouvernance une propriété stratégique nationale, réside dans le besoin pressant des entreprises à consolider les conditions endogènes de leurs performances et de leurs pérennités.

Des difficultés importantes auxquelles les entreprises publiques sont confrontées, ont conduit ces dernières à adopter les bonnes pratiques de gouvernance, à travers leurs assemblées générales, leurs conseils d'administration ou conseil de surveillance, selon le cas dans le but de moderniser leur gestion et satisfaire les exigences du marché.

La gouvernance d'entreprise s'est donc imposée comme un outil incontournable pour la transparence, l'intégrité et la responsabilisation des organisations.

La gouvernance signifie que la direction est capable d'assurer sa gestion, la direction et la conduite de ses affaires. Elle implique aussi une répartition des pouvoirs et des responsabilités entre les décideurs (actionnaires, conseil d'administration et le PDG ou conseil de surveillance et directoire). Elle se réfère à la façon dont les organisations sont dirigées et contrôlées.

Le concept de gouvernance renvoie à une démarche libre, volontaire de l'entreprise en vue d'introduire plus de rigueur, de transparence dans sa gestion, son administration et son contrôle. En outre, elle favorise la diffusion de toutes les informations nécessaires pour toutes les parties prenantes.

Les normes de l'OCDE de bonne gouvernance des entreprises insistent sur l'importance de définir une stratégie actionnariale claire et cohérente, de manière à garantir que la gouvernance des entreprises publiques est exercée de façon transparente et responsable. Conformément aux principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE, les droits des actionnaires sont gérés avec un traitement « équitable » entre les différents actionnaires. L'État doit également, conduire une politique actionnariale en prenant en compte les responsabilités des entreprises publiques vis-à-vis des parties prenantes.

¹ : K. BOUTALEB, «la problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie», revue économie et management n°11, novembre 2012 université de Tlemcen.

L'Institut algérien de gouvernance d'entreprise Hawkama el Djazair, a mis en place ; dès 2006, le premier socle, pour le code algérien de bonne gouvernance, pour cerner les dysfonctionnements existant au niveau des rapports entre l'État actionnaire et l'entreprise publique, afin de rassurer les investisseurs et les partenaires de l'entreprise, assurer un climat de confiance dans le marché, diversifier l'économie nationale et améliorer l'attractivité de l'Algérie. Les experts du CARE se sont référés à la ligne directrice de l'OCDE, en matière de gouvernance d'entreprise publique, comme étant le référentiel le plus connu au niveau international.

En 2009, le forum des chefs d'entreprise(FCE), l'association des producteurs algériens de boissons(APAB) et le cercle d'action et de réflexion autour de l'entreprise(CARE), avec le parrainage du ministère de la promotion des investissements, ont élaboré un code de bonne gouvernance pour l'Algérie (GOAL). Partant du postulat : que la bonne gouvernance apporte de la valeur à l'entreprise.

Une bonne gouvernance est une condition importante pour la croissance des entreprises. Elle permet même une survie à ces dernières dans les contextes de crises, pour cela ; l'entreprise algérienne et particulièrement les entreprises publiques économiques doivent s'y engager, afin d'éviter les dysfonctionnements et être plus compétitive et performante.

II/ La gouvernance d'entreprise en Algérie :

D'après Pierre Yves Gomez : la gouvernance d'entreprise « est l'ensemble des institutions, des règles et des pratiques qui délimitent les pouvoirs de ceux qui orientent les entreprises ».

Les institutions : le code du commerce algérien définit les cadres juridique et institutionnel des sociétés en Algérie. Il définit les organes de gouvernance d'entreprises et les règles de leur fonctionnement (organes de contrôle des dirigeants) : assemblée générale, conseil d'administration ou conseil de surveillance et directoire.

La société par action S.P.A : existe sous deux formes :

- Dans le cas où elle fait appel public à l'épargne, le capital social ne peut être inférieur à 05 millions de dinars algériens.
- Dans le cas contraire, c'est-à-dire, sans appel public à l'épargne, il est de 01 million dinars algériens.

Le nombre d'associés ne peut être inférieur à 07.

La SPA est dirigée par un conseil d'administration qui désigne un président et un directeur général ou un président directeur général, ou par un conseil de surveillance qui désigne un directoire.

Les actions de la SPA, sont négociables en toute liberté.

La SPA est caractérisée par un certain nombre d'actionnaires et une évolution prévisible de l'actionnariat.

La gouvernance dans une SPA en Algérie :

Le but de l'État est de diversifier son économie, et d'assurer un niveau de croissance significatif.

L'entreprise publique algérienne est donc face à un défi de compétitivité sur les marchés national et international. Dans ce contexte, l'enjeu de la gouvernance d'entreprises devient primordial pour assurer une confiance des marchés et des partenaires nationaux et internationaux.

Les entreprises publiques occupent une place prépondérante dans l'économie nationale d'où la nécessité de reformer les modalités d'organisation et de gestion de ces entreprises.

Les standards de bonne gouvernance s'adressent à toutes les formes juridiques de sociétés, dont la SPA, qui est une forme juridique plus développée et qui repose sur trois instances distinctes :

- Les propriétaires exercent leurs droits et prérogatives dans l'assemblée générale, qui désigne :
- Les administrateurs qui exercent le pilotage et le contrôle des activités de l'entreprise dans un conseil d'administration, qui désigne :
- Une direction générale qui assure l'exécution des activités.

En 2009, l'État a adopté un code algérien de gouvernance d'entreprise afin d'appréhender les principes fondamentaux de gouvernance et de les intégrer au sein des entreprises. Parmi les entreprises qui ont intégré ces principes de gouvernance, Sidal, qui spécialisée dans l'industrie pharmaceutique, et ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999.

C'est pour cela qu'il nous a paru intéressant de choisir Sidal, comme notre cas d'étude, dans le domaine de la gouvernance des entreprises. Nous avons tenté de mettre en évidence, l'intérêt de la mise en place et la mise en œuvre des pratiques de gouvernance au sein d'une EPE.

III/ La gouvernance dans l'entreprise Saidal :

Plusieurs réformes ont été mises en œuvre, depuis la construction d'une EPE, à partir de l'année 1988, avec le passage des fonds de participation, puis les holdings public et enfin les sociétés de gestion de participation (SGP), qui visent à autonomiser l'entreprise publique.¹

La question de la gouvernance de ces EPE revient à la relation d'agence créée entre l'État, comme actionnaire principal et les dirigeants. La gouvernance d'entreprise dans ce cas, permet de résoudre les conflits d'intérêts et d'aligner les comportements opportunistes des managers, avec les seuls intérêts des actionnaires (l'État comme actionnaire principal, voire comme unique actionnaire).

L'organisation des EPE, présume une séparation de pouvoirs entre propriétaires (conseil d'administration) et dirigeants (PDG, DG). Elles sont contrôlées en interne par un CA et une AG, et par des commissaires aux comptes, en externe.

Une des premières entreprises algériennes qui a intégré les principes de gouvernance en son sein, est Saidal. Elle représente un exemple de réussite pour les autres entreprises algériennes, et ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999.

Saidal a adopté les principes internationaux de la gouvernance dès son partenariat avec la société Danoise (laboratoire Novo Nordisk), qui a exigé une charte éthique. Depuis, Saidal a mis en œuvre ces bonnes pratiques.

Saidal cherche à utiliser les outils de création de valeur, par le biais de l'installation d'une bonne gouvernance, afin d'éviter les conflits d'intérêts et rendre l'entreprise plus performante, tel que l'assemblée générale, le conseil d'administration, la direction exécutive, et le comité d'audit.

En 2014, Saidal a élaboré sa charte éthique, résultant d'un travail de collaboration. Saidal a travaillé avec l'institut algérien de normalisation IANOR, et a mobilisé 80 personnes en 07 groupes de travail pour finaliser cette charte en 2014. Cette charte a été distribuée aux 4000 employés de la société.

Pour expliciter les clauses contenues dans cette charte, plusieurs réunions ont été tenues avec ; les collectivités locales, les prescripteurs et les distributeurs, ce qui a permis d'installer un climat de confiance avec les partenaires.

Avant l'introduction de Saidal en bourse et l'adoption des bonnes pratiques de gouvernance, la société appartenait en totalité à l'État, et sa gestion était plutôt, peu complexe.

¹ : K. BOUTALEB, «la problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie», revue économie et management n°11, novembre 2012 université de Tlemcen.

Mais, avec l'ouverture de son capital et l'entrée de nouveaux actionnaires, possédant un certain pouvoir, et ce, en dépit, du fait que la plus grande partie de l'entreprise soit détenue par l'État, cette société est dans l'obligation d'être transparente avec tous les acteurs internes et externes. Elle adopte les pratiques de bonnes gouvernance afin d'assurer l'équité dans l'information, et aussi assurer sa performance et sa pérennité. Et de cette façon, tous les acteurs de l'entreprise sont impliqués dans sa gestion.

D'après le PDG de Sidal, une bonne gouvernance d'entreprise permet de libérer le manager et de mobiliser d'autres énergies au sein de l'entreprise.

Sidal a été créé en 1982, et depuis, sa gestion de convergeait vers le but de préserver sa pérennité, jusqu'à ce que d'importants événements se succèdent au niveau de l'entreprise et surtout les changements économiques du pays, notamment son introduction en bourse et pour attirer de nouveaux actionnaires ainsi que son partenariat avec des étrangers, d'où les règles de la gouvernance s'érige en une nécessité, pour assurer la croissance et la pérennité de la société, ainsi que pour faire face aux différents changements économiques.

Plusieurs programmes d'actions ont été réalisés afin de réhabiliter la qualité, l'organisation et le fonctionnement des structures et aussi, la révision profonde des modalités de gestion des ressources humaines et du système de rémunération. Pour cela, la société a développé sa stratégie d'élargissement de ses parts de marché et d'amélioration de ses performances.

A/ Introduction de Sidal en bourse :

Conformément à la décision du conseil national des participations, lors de sa réunion du 18 juin 1998, et dans le contexte du processus de privatisation réalisé dans le cadre de l'ordonnance N95/22 du 26 août 1998, relative à la privatisation des entreprises publiques éligibles au programme de privatisation adopté par le gouvernement, notamment ses articles 25 et 26, l'assemblée générale extraordinaire du 22 juin 1998 de Sidal a adopté la résolution N 04, sur proposition du conseil d'administration, autorisant la société à introduire en bourse une partie de son capital. Au terme de cette opération, Sidal a vendu 20% de son capital social, soit 2 000 000 actions de forme nominale, d'une valeur unitaire de 250.00DA sur le total de 10 000 000 actions.

L'ouverture du capital a permis une reconstitution dans son conseil d'administration. Le CA, est ainsi, composé de l'actionnaire majoritaire (l'État) et les nouveaux actionnaires, soit, 11 membres, dont 08 représentent l'État, 02 les nouveaux actionnaires et 01, concernant la participation des salariés. Cette structure organisationnelle de Sidal illustre le système de gouvernance installé en son sein.

Par son entrée en bourse, la société confirme son engagement dans le processus de mise en place de bonnes pratiques de gouvernance.

B/ Application des règles de la gouvernance au sein de Saidal :

Au niveau interne, la règle est l'adoption des pratiques de bonne gouvernance. Dans ce cas nous en citons plusieurs :

- Séparation entre propriété et pouvoir (exemple, en Norvège, l'État est actionnaire dans les sociétés et les gestionnaires rendent compte) ;
- La concertation avec les parties prenantes : les rapports des entreprises publiques doivent être diffusés aux personnes concernées ;
- La transparence permet d'éviter beaucoup de problèmes à l'entreprise. L'entreprise publique doit être transparente dans la diffusion de ses rapports financiers en s'appuyant sur des normes internationales en matière de comptabilité et de finance et aussi en matière de reporting. Les règles de jeu doivent être équitables sur le marché, ou les entreprises publiques et privés sont en concurrence ;
- La sélection des administrateurs, obéit à des règles de transparence, fondés sur la compétence ;
- La Séparation de la gestion (direction) et de la supervision (conseil d'administration ou conseil de surveillance) est primordiale ;
- La mise en place de comités spécialisés concernant ; l'audit, le suivi de la responsabilité sociale ;
- Avec la gouvernance, les entreprises publiques sont dans l'obligation de prendre en considération leurs relations avec les parties prenantes.

Notre étude de la gouvernance au sein de Saidal est basée sur des entretiens avec plusieurs responsables du groupe, ainsi qu'un questionnaire d'auto-évaluation, s'inspirant du code algérien de gouvernance d'entreprise, et enrichi par nos soins, qui a été adressé à un responsable spécialisé en la matière.

a/ Organigramme :

Afin d'assurer une bonne diffusion d'informations et l'application des principes de bonne gouvernance d'entreprise au sein de Saidal, la société s'est dotée d'un organigramme et d'un manuel de procédure interne.

Saidal est organisée fonctionnellement selon l'organigramme hiérarchique illustré dans la section évaluation de l'entreprise p 234.

Elle est dirigée par un PDG et plusieurs directeurs.

En 2012, des travaux de refonte de l'organisation ont été confiés à un bureau d'étude de renommée internationale. La première phase : « diagnostic », a permis d'identifier les faiblesses et les dysfonctionnements, et d'établir les axes prioritaires d'amélioration.

La nouvelle organisation permet de réaliser les objectifs de Saidal en matière de compétitivité, de renforcement de la qualité, de valorisation des ressources humaines et de développement d'une culture assise sur les valeurs de transparence, d'intégrité, de redevabilité et de solidarité citoyenne.

*Suite à la fusion par voie d'absorption, les participations sont devenues des filiales, Saidal a mis en place durant l'exercice 2010, les nouvelles directions corporate :

1- la gestion des projets « Project management office » : sa mise en place pour le plan de développement repose sur 03 processus :

- Le processus cycle de vie des projets ;
- Le processus décisionnel (mise en œuvre de la gestion du portefeuille du projet) ;
- Les processus supports.

2- la centralisation des affaires juridiques : la fonction juridique était dispersée à travers les différentes entités de la société. Le mode d'intervention différait d'une entité à une autre et n'offrait pas le niveau de service attendu par les structures, en termes de qualité et de délais. La fonction juridique est désormais centralisée et permet une meilleure remontée de l'information et une maîtrise des dossiers.

- Création d'un bureau de suivi des marchés, pour assurer le suivi des marchés, depuis l'approbation du cahier de charges, puis le lancement de la consultation, jusqu'à la signature du contrat (prestation, achat d'équipements, achats de matières premières, projets de développement, divers).

L'introduction en bourse en 1999, a permis à l'entreprise de mettre en place les pratiques de la gouvernance et son partenariat étranger à renforcer cette gouvernance dans la société.

b/ La structure de gouvernance : (les organes d'administration, de contrôle et de gestion) :

b.1/ Assemblée générale :

Saidal applique les dispositions régies par le code de commerce, relatives à l'assemblée générale.

Les articles 674 et 675 du code de commerce désignent les prérogatives des assemblées générales ordinaires et extraordinaires :

- Nomination et révocation des administrateurs. (article 611 du code de commerce) ;

- Désignation et révocation des commissaires aux comptes (article 715 bis du code de commerce) ;
- Transformation de la nature juridique de la société ;
- Transfert du siège social de la société en dehors de la ville (article 625 du code de commerce) ;
- Répartition des bénéfices et fixation des dividendes (pour les actionnaires) et les tantièmes (pour les administrateurs) article 722 du code de commerce ;
- Approbation du plan de développement de la société ;
- Augmentation ou diminution du capital ;
- Autorisation des décisions de fusion, acquisition, dissolution ou de participation ;
- Approbation ou rejets des comptes sociaux ;
- Autorisation des émissions d'actions et d'obligation ;
- L'assemblée générale est composée du président du directoire de la SGP concerné, des représentants du ministère de tutelle, de deux assesseurs et du secrétariat de séance qui est tenue par le président du conseil d'administration, en présence des commissaires aux comptes et des administrateurs ;
- Elle se réunit, au moins une fois, dans les six mois qui suivent l'arrêt de ses comptes sociaux pour approuver ces derniers et le rapport de gestion du conseil d'administration. (article 676 du code de commerce) ;

Saidal met en place les bonnes pratiques de gouvernance d'entreprise qui permettent de préserver les droits des actionnaires par le pouvoir de l'assemblée générale comme organe de gouvernance d'entreprise.

L'assemblée générale est l'organe souverain du droit de propriété sur les actions de Saidal.

L'assemblée générale ordinaire de Saidal convoquée par le conseil d'administration, conformément aux dispositions des statuts de la société se prononce sur :

- L'examen des comptes sociaux de l'exercice précédent.
- L'affectation du résultat.

L'assemblée générale se réunit avec la convocation du conseil d'administration afin de procéder à l'élection du nouveau président du conseil d'administration et désigner le directeur général.

L'assemblée générale est composée des actionnaires ou de leurs représentants légaux .elle est organisée conformément aux dispositions du code de commerce.

L'assemblée générale ordinaire (AGO) se réunit autant que de besoin et au moins une fois chaque année durant les six mois qui suivent la clôture de l'exercice. Elle désigne, pour trois exercices, deux commissaires aux comptes, choisis parmi les professionnels inscrits sur le tableau de l'ordre national.

L'assemblée générale extraordinaire (AGE) se réunit autant de fois que nécessaire pour débattre de toutes les décisions portant sur la modification des statuts.

- **L'assemblée générale autant que mécanisme de gouvernance :**

Tous Les actionnaires ont le droit de participer aux assemblées. De ce fait, toutes les informations relatives à ces assemblées arrivent en temps opportun et utile aux actionnaires. L'entreprise prévoit, en sus, de l'obligation légale de publication dans un journal qualifié.

Conformément au code de commerce, l'ensemble des décisions majeures concernant la stratégie de l'entreprise sont discutées par les assemblées générales des actionnaires et les objectifs chiffrés sont soumis à l'assemblée générale sous forme de business plan annuel ou pluriannuel. Mais, l'analyse du questionnaire adressé au responsable de la société, ainsi que les entretiens réalisés, montrent que Saidal reste loin des principes de gouvernance, en matière de diffusion des informations stratégiques aux actionnaires et aussi la participation de ceux-ci dans la politique de distribution des dividendes.

L'ensemble des actionnaires peuvent accéder à tous les documents relatifs à la société, notamment aux informations concernant les comptes sociaux, les rapports d'expertises et les rapports des commissaires aux comptes.

Les actionnaires ont le droit de décision sur la répartition des dividendes.

Toutes les transaction entre les parties liées, sont soumises à l'approbation des actionnaires et font l'objet d'un rapport spécial du commissaire aux comptes afin de régler les conflits d'intérêts.

b.2/ Le conseil d'administration :

- **Le conseil d'administration en tant qu'organe de gouvernance**

La société est gérée par un conseil d'administration, conformément aux articles 610, 611,612 du code de commerce.

Le conseil d'administration, en sa qualité d'instance de gestion d'une organisation économique qui est la société, exerce un pouvoir décisionnel sur toutes les grandes orientations et actions stratégiques. Il veille à ce que l'organisation s'acquitte de ses obligations et à ce qu'elle atteigne le niveau de performance voulu. Il doit avoir les compétences et l'objectivité nécessaire pour assurer sa fonction de pilotage stratégique et de surveillance de la direction.

Le conseil d'administration de Saidal, est un organe central de gestion, car il définit la stratégie de l'entreprise, et veille à sa mise en œuvre, il joue le rôle de conseiller, de contrôle et d'orientation de la stratégie.

Selon le code de commerce, article 622, le conseil d'administration a les pouvoirs les plus étendus pour agir au nom de la société.

Ainsi, Le conseil d'administration a la responsabilité générale de :

- participer à l'élaboration et l'adoption des plans stratégiques et des plans d'actions ;
- encadrer et superviser la conduite des affaires de l'organisation ;
- se doter de politiques et de pratiques de gouvernance efficaces, efficientes et transparentes ;
- assurer le suivi de l'application décisions.

Le conseil d'administration doit être propriétaire d'un nombre d'actions représentant au moins 20% du capital social. Le conseil d'administration de Saidal, joue le rôle d'administrateur et aussi de contrôle interne de la gouvernance. Il est composé de 09 administrateurs dont deux représentants de droit (représentants des salariés), conformément à l'ordonnance 92.25 du 25 septembre 1995, relative à la gestion des capitaux marchands de l'État. Ces administrateurs sont désignés par le ministère et approuvés par l'AGE, pour une durée de mandat de trois Années. Les membres du conseil d'administration détiennent au moins 20% du capital, ce qui couvre le seuil minimum prévu par les dispositions du code de commerce. Ils sont indépendants de la gestion de l'entreprise et non aucune relation avec son personnel.

Le conseil d'administration ne délibère que si la moitié au moins de ses membres sont présents, et les décisions sont prises à la majorité des membres présents.

Les administrateurs ne peuvent recevoir de la société aucune rémunération, sauf :

- La somme fixée annuelle par l'assemblée générale, à titre de jetons de présence. (le montant est porté comme charge d'exploitation), pour leur participation aux réunions du conseil d'administration.
- Des tantièmes, dont le paiement est conditionné par l'affectation du résultat. le montant des tantièmes ne peut pas excéder le dixième du bénéfice (selon le code de commerce, article 728).
- Des rémunérations exceptionnelles pour les missions ou mandat.

Le conseil d'administration est composé de :

- Sept membres qui sont externes et indépendants, et donc sont mieux placés pour exercer le contrôle et améliorer la qualité des informations publiées.

- Deux représentants des travailleurs, qui dépendent hiérarchiquement du PDG, par leur contrat de travail.
- Un président directeur général.

Les membres du conseil d'administration doivent prendre conscience qu'ils exercent une responsabilité collective et sociale dans l'entreprise à laquelle ils appartiennent. Ils doivent satisfaire à des obligations d'efficacité, de transparence et d'imputabilité. Ils doivent posséder la compétence et l'expérience qui leur permettent de s'acquitter correctement de leur responsabilité et de répondre aux attentes exprimées à leur égard.

Le conseil d'administration est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la société, dans la limite de l'objet social, et sous réserve des droits relevant de la compétence exclusive de l'assemblée générale.

Le ministère nomme le PDG et détermine sa rémunération.

Le CA est une institution centrale dans la gouvernance d'une entreprise.

La société est dotée d'un règlement intérieur déterminé par le CA, dont le rôle est clairement défini.

Le CA se réunit au minimum une ou deux fois par an.

Un comité d'audit est créé. Il est constitué de trois administrateurs. Il a une mission spécifique de contrôle et d'audit interne, en suivant les règles de la gouvernance d'entreprise. Mc Mullen 1996, a démontré que l'existence d'un comité d'audit est associée à une fréquence plus faible d'erreurs et d'irrégularité dans les états financiers.¹

La gouvernance repose sur la séparation de pouvoir et de contrôle au sein de l'entreprise. Les auteurs Jensen et Mecklin (1976) et Jensen (1993), soulignent que la séparation des fonctions de décisions et de contrôle réduit les coûts d'agence et améliore la performance des entreprises, tandis que d'autres acteurs affirment que l'entreprise dirigée par une même personne (PDG) est plus performante, du fait qu'elle assure une bonne communication, tout en évitant des décisions contradictoires entre DG et président du CA (PCA). Weir et al (2002), Godard et Schalt (2000), trouvent que les entreprises, ou il y'a cumul de ces fonctions, ont une meilleure performance financière.²

¹ : I. AZIEZ, A. KOUDRI, le conseil d'administration : un mécanisme inefficace de la gouvernance des entreprises publiques économiques, Cahier de cread, n°113 /114, 2015, p64.

² : Ibid, p 65.

D'après les dispositions du code de commerce, article 638, le président du PCA cumule également la fonction de directeur général de l'entreprise publique économique(EPE) et c'est le cas de Saidal.

Le CA a tenu au titre de l'exercice 2015, six séances ordinaires. Il a traité pendant ses séances, les dossiers suivants :

1. La restructuration des dettes déterminée par l'actionnaire majoritaire (l'État) ;
2. Examen du rapport du CA de l'exercice 2014 ;
3. Arrêter, les comptes sociaux de la société mère et le consolidé groupe de l'exercice 2014 ;
4. Examen et validation de la nouvelle configuration de la composante des cadres dirigeants et réévaluation de leur salaire ;
5. Assainissement des immobilisations du centre de recherche et développement ;
6. Examen de l'état d'exécution des résolutions de l'AGE du 10 juin 2015 ;
7. Restructuration du capital social d'IBERAL, par le rachat des actions de la SARL farma par Saidal ;
8. Augmentation du capital social de la société conjointe Saidal Novo manufacturing (SNM) ;
9. Examen et validation de la procédure marketing et ventes ;
10. Examen du projet d'acquisition de dossiers pharmaceutiques ;
11. Arrêter des comptes sociaux de la société mère et du consolidé groupe au 30 juin 2015 ;
12. Adoption du rapport du CA du premier semestre 2015 ;
13. Élection du nouveau PCA ;
14. Examens du plan annuel 2016 ;
15. point de situation sur l'état d'avancement du plan de développement.

Le conseil joue un rôle constructif au sein de la gouvernance, en améliorant la gestion de la société, ainsi que l'établissement de sa stratégie. Il permet de revoir la performance de ses directeurs. Pour cela, et dans un souci d'efficacité, le CA doit être composé

D'administrateurs indépendants de la gestion, pour agir dans l'intérêt général.

b.3/ La direction de la société

La gestion de Saidal est assurée par une équipe de cadres compétents, au nombre de 16. La direction générale est une structure décisionnelle regroupant plusieurs directions centrales. Celles-ci, exercent leurs fonctions sous le contrôle du CA.

La direction adopte une stratégie de communication claire, basée sur l'écrit avec les différentes structures de la société.

Les directeurs sont nommés par le PDG. Ces décisions doivent recueillir l'approbation de l'AGO.

Ces directions sont :

- Direction de la gestion des programmes ;
- Direction de la stratégie et de l'organisation ;
- Direction du marketing et des ventes ;
- Centre de recherche et de développement ;
- Centre de la bioéquivalence ;
- Direction des achats ;
- Direction de l'assurance qualité ;
- Direction des affaires règlementaires ;
- Direction des systèmes d'information ;
- Direction des finances et de la ;
- Direction du patrimoine et des moyens généraux ;
- Direction de la communication ;
- Direction des opérations ;
- Direction du développement industriel ;
- Direction des ressources humaines ;
- Direction juridique.

b.4/ Les organes de contrôle :

b.4.1/ Contrôle interne au sein de la société :

Dans l'objectif de l'amélioration du contrôle interne et de l'optimisation des cycles de gestion au niveau des différentes entités, des missions d'audit ont été menées dans le but de valider et de faire valoir l'application et la mise en œuvre des procédures en matière de gestion des approvisionnement, des ressources humaines, et des activités du laboratoire de contrôle qualité.

b.4.2/ Contrôle externe de la société :

- **Audit légal :**

Selon les dispositions des articles 715 bis4 à 715 bis17 du code de commerce, les pouvoirs législatifs sécurisent et défendent les actionnaires dans une SPA, en mettant en place des contrôles externes indépendants d'administrateurs et des gestionnaires.¹

Les comptes annuels et les états financiers sont audités par deux commissaires au compte, désignés pour un mandat de trois ans, renouvelés une fois, conformément aux dispositions de la loi 10-01 du 29 juin 2010. la désignation des commissaires aux comptes est du ressort de l'AGO.

Les commissaires aux comptes ont pour mission permanente, de vérifier les livres et les valeurs, et de contrôler la régularité et la sincérité des comptes sociaux et s'assurent qu'ils représentent l'image fidèle de la société. Ils vérifient également la sincérité des informations contenues dans le rapport adressé au CA ou au CS, selon le cas, sur la situation financière et les comptes de la société. Ils certifient la régularité et la sincérité de l'inventaire des comptes sociaux et du bilan. Ils s'assurent que l'équité a été respectée entre les actionnaires. Ils opèrent à n'importe qu'elle époque de l'année. Ils évoquent des vérifications ou des contrôles qu'ils jugent opportuns.

Depuis l'année 2010, la reddition des comptes sociaux est réalisée suivant le nouveau système comptable financier (SCF) en remplacement du PCN (plan comptable national), conformément à la loi du 25 novembre 2007.

- **Contrôle par le marché financier :**

Dans la mesure où Sidal est introduite en bourse, elle est exposée au contrôle du marché financier, par le biais de l'évolution des valeurs boursières de l'entreprise.

- **Contrôle par le marché des biens et des services :**

Sidal est exposée aux risques de la concurrence nationale et des sociétés étrangères.

- **Contrôle par l'inspection générale des finances(IGF) :**

Sidal est contrôlée par l'IGF, à la demande des autorités de tutelle et ce en application de l'ordonnance N08-01 du 28 février 2008.

¹ : Le code de commerce.

c/ Gestion de ressources humaines :

Le capital humain de Sidal est considéré comme sa principale richesse. Il représente sa force vitale, et le premier porteur de son ambition, de sa dynamique (rapport de gestion 2007), et la clé de son savoir, son savoir-faire et de sa pérennité (rapport de gestion, 2008).

En matière de rémunération, la direction générale, de concert avec les syndicats, a réalisé un système salarial basé sur les 05 principes (équité, motivation, compétitivité, flexibilité et simplicité) qui a été exposé à toutes les catégories socioprofessionnelles.

Sidal a élaboré en 2012, un programme de revalorisation des ressources humaines, au moyen de trois actions :

- 1- Elaboration d'une nomenclature des postes : l'application des nouvelles dispositions conventionnelles a permis d'alléger la nomenclature des postes par la mise en place d'une nouvelle matrice qui consiste à l'élimination de 323 postes fictifs sur lesquels n'était positionné aucun agent, de ce fait elle est passée de 726 à 403 postes d'emploi ; 13 filières et 49 domaines d'activités.
- 2- La grille des salaires : elle constitue un élément de base pour la refonte du système de rémunération, le salaire de base de chaque travailleur est déterminé par la classification du poste occupé, tel que positionné dans la nomenclature des postes de travail.
 - La nouvelle grille de salaires est composée de 21 catégories représentant la classification, selon le niveau de qualification, établi par l'évaluation de l'emploi et 10 sections représentant l'avancement au mérite selon la procédure qui le définit.
- 3- Le régime indemnitaire : le diagnostic a montré l'existence d'une multitude de primes et indemnités qui déséquilibrent la structure du système de rémunération. La régie indemnitaire a été réaménagée, donnant ainsi à la rémunération, son véritable caractère économique.

En 2014, Sidal a révisé son mode de gestion des ressources humaines. Il est basé sur l'émergence de jeunes, compétents, au niveau des différents postes de commandement.

Plusieurs projets visant à la maîtrise des processus de gestion des ressources humaines ont été lancés :

- a- Automatisation de la fonction gestion du personnel, avec la mise en place d'un système de la paie et du personnel (SCRABBLE). Ce système comprend tous les modules de la fonction (tableau de bord, traitement de la paie, gestion du temps,

gestion de carrière,...), dont l'objectif de ramener au niveau central, tous les paramètres influant sur la position du personnel et sur l'évolution de leur carrière.

- b-** Redéploiements des effectifs, suite à une dissolution des filiales Biotic et Pharmal ainsi que les personnels du centre de recherche et de développement et du transit.
- c-** De nouvelles procédures et instructions de gestion ont été élaborées et diffusées pour harmoniser les règles de gestion du personnel, en collaboration avec les différentes structures, ont permis la mise en place de la nouvelle organisation .

d/ Le système d'information :

En 2004, la direction, organisation et informatique, a mis en place un socle organisationnel pour le démarrage effectif de la mise en place et du déploiement des nouveaux schémas d'organisation engineering des processus et systèmes d'information intégrés (rapport de gestion, 2004). Le schéma directeur d'information a pour objectif d'homogénéiser l'ensemble des systèmes de gestion (codification et procédures). Il permet d'unifier et de rationaliser autant de procédures informatiques (sécurité, archivage, fiabilité, administration) du site WEB que les modalités d'acquisition et de maintenance des équipements informatiques.

e/ La transparence et diffusion de l'information :

La transparence et la diffusion de l'information représentent les principes majeurs de la gouvernance d'entreprise. Sidal veille au respect l'application de la réglementation, concernant la tenue des comptes et leurs déclarations fiscales.

Sidal publie les informations à portées légales à travers :

- L'établissement du bilan comptable et le tableau des résultats (TR), et toutes les annexes supervisés par les commissaires aux comptes, et le rapport de gestion du CA ;
- Le dépôt du bilan fiscal de l'entreprise ;
- La publication des comptes et bulletin officiel des annonces auprès du centre national du registre de commerce (CNRC) ;
- Et enfin, pour assurer une bonne diffusion de l'information au public, la société procédée à la publication de son rapport annuel sur internet.

En ce qui concerne les actionnaires et les employés, elle adopte une politique de transparence, en partageant les objectifs et les réalisations annuelles.

f/ La communication :

Saidal dispose d'une direction, constituée de huit personnes, chargée de communication sur le plan interne(revue de presse) et sur le plan externe(image de l'entreprise), créée en 2014.

g/ Structure de contrôle de gestion :

La structure de contrôle de gestion réalise plusieurs travaux, en amont et en aval :

En amont : elle anime le processus de planification avec les différentes structures de la société et détermine les objectifs de production.

En aval : elle assure le suivi des objectifs, et propose des solutions pour les dysfonctionnements.

La gestion du risque est assurée, en interne par un audit opérationnel de façon périodique.

Il existe dans la société, une fonction d'audit interne, respectant les procédures de contrôle et l'équipe concernée veille sur cela.

Saidal a procédé à l'approbation de son budget annuel par le CA et les écarts par rapport aux réalisations sont analysés.

Le premier business plan a été élaboré en 1999. Il couvre 05 années.

h/ Promotion médicale :

1- Direction du marketing et des ventes :

Les laboratoires mondiaux consacrent, pour maintenir leurs ventes, des sommes très importantes (35% de leur chiffre d'affaires), pour la promotion de leurs produits afin de les rentabiliser au maximum. Les laboratoires Novartis, Pfizer, Sanofi, Roche, ont consacré respectivement, en 2014, 13,82% ; 30,84% ; 34,51% ; 31,18% de leur chiffre d'affaires pour les dépenses.¹

1- La direction du marketing et des ventes est créée en 1995, et est rattachée à la direction générale. Elle s'appelait auparavant : direction marketing et de l'information médicale (DMIM).Elle a pour mission d'assurer la coordination entre les différentes fonctions de l'entreprise, de promouvoir ses produits et son image de marque. Pour ce faire, cette structure est dotée d'une équipe médico- marketing, d'un réseau de délégués médicaux couvrant l'ensemble du territoire national. Cette organisation efficace et performante, lui permet de

¹ : <http://www.journaldunet.com/economie/sante/1162469-les-laboratoires-pharmaceutiques-qui-dependent-le-plus-en-r-d-et-marketing/>, consulté le 27/11/2017.

répondre sans délais aux menaces du marché national et international et d'en saisir les opportunités. Elle est dotée de trois départements et d'une cellule.

1-1 / Le département médical chargé des activités techniques et scientifiques :

Ce département a pour rôle, le suivi des activités techniques et scientifiques de réflexion, d'orientation et d'assistance technique en matière d'information et de promotion des produits.

1-2 / Le département promotion (information médicale) :

La promotion médicale permet de faire connaître les produits et de promouvoir l'image de marque de Sidal sur le marché, à travers la visite médicale. Cette structure est composée de médecins, chirurgiens-dentistes, vétérinaires, pharmaciens et biologistes. La délégation couvre l'ensemble du territoire national. Elle constitue donc une véritable force de vente. Des fiches posologiques, des dépliants, des posters aide visites sont utilisés par les délégués médicaux. Le rôle de ce département est :

- La gestion de la promotion médicale ;
- La collecte d'information sur le marché pour des études de marché ;
- La promotion des produits de Sidal lors des manifestations scientifiques ;
- La promotion de la notoriété à travers les visites médicales.

1-3/ Le département étude du marché :

Ce département a pour rôle de recueillir les informations nécessaires pour l'analyse du marché et les informations qui sont jugées utiles pour la prise de décision, à savoir :

- Élaboration des études de marché ;
- Veille concurrentielle ;
- Analyse de la gamme ;
- Élaboration des plans prévisionnels de production et de vente ;
- Analyse et suivi des ventes, production, stocks.

1-4/ La cellule gestion des ressources humaines :

Cette cellule a pour mission principale d'assurer sous la supervision de la direction marketing et de l'information médicale et en liaison avec la direction de l'administration générale, le suivi de la gestion administrative des effectifs, ainsi que les activités logistiques et moyens généraux nécessaires au fonctionnement de la direction.

Entant que direction centrale industriel, la direction du marketing et des ventes a pour missions de :

- Définir les stratégies en matière de produits liées à la politique des ventes ;

- Promouvoir les produits de Sidal, tant sur le plan national, qu'international, à travers une communication et une information adéquates et de qualité sur la gamme de produits ;
- réaliser des promotions des ventes par l'intermédiaire d'informateurs médicaux auprès de prescripteurs privés et publics ;
- Etre présente à travers le sponsoring dans les foires et les manifestations scientifiques ou la promotion des produits ;
- Procéder à des études de marché à travers les enquêtes et les études des évolutions du marché concurrent :
- Coordonner les activités commerciales des centres de distribution et les unités de production, par le biais d'un réseau de communication en continu.

2- force de vente :

Elle est considérée comme l'axe principal de la communication dans l'entreprise. Elle est assurée essentiellement par des délégués médicaux, entourés de superviseurs et du personnel chargé de ventes, sous la tutelle d'un directeur des ventes.

2-1 Visites médicales :

La visite médicale a pour objet principal d'assurer la promotion des médicaments auprès du corps médical et de contribuer au développement de l'entreprise.

Les délégués médicaux de Sidal font des comptes rendus sur les médicaments. Ces comptes rendus renseignent sur les produits de Sidal, le nombre de visites et d'échantillons reçus, etc.

Le rôle du délégué médical est donc très important lors de la visite médicale, car il reflète l'image de la société et sa notoriété, et ce faisant, les délégués médicaux doivent être sélectionnés et bien formés. La visite médicale demeure l'élément le plus important de la promotion médicale. Une force de vente assurée par 105 délégués médicaux, quotidiennement sur l'ensemble du territoire national afin de promouvoir les produits et l'image de la société auprès des médecins, pharmaciens et commerçants grossistes.

La répartition des délégués médicaux de Sidal se présente comme suit :

- 73 délégués médicaux opèrent au centre du pays, sous la responsabilité de 08 superviseurs ;
- A l'est, les responsables de Sidal ont affecté le nombre de 17 délégués médicaux pour la prospection de cette région avec un superviseur ;
- Au niveau de l'ouest, 13 délégués médicaux sont chargés de la prospection dans les wilayas de cette région, avec un superviseur.

- Trois délégués, seulement, sont chargés de prospecter la région sud.
Chaque délégué médical de Sidal doit faire dix visites par jour dont :

- Trois visites chez des médecins privés ;
- Cinq visites chez des médecins publics ;
- Deux visites chez des pharmaciens.

Ces visites portent sur :

- la disponibilité du produit ;
- La rotation du produit ;
- La rotation des concurrents ;
- Les produits nouveaux sur le marché ;
- Les réclamations.

2-2 La presse médicale :

Elle est réalisée à partir de plusieurs revues médicales comprenant des revues internationales, régionales, ou encore des revues spécialisées. Sidal fait connaître ses produits, à travers ses revues, notamment : Sidal News et Sidal Santé, et cela, en publiant des articles sur ses produits ou à travers des posters. Le club de presse du groupe, est demeuré actif depuis sa création en 2001.

2-3 Le sponsoring des manifestations scientifiques :

Sidal a sponsorisé 164 manifestations scientifiques, telles que FIA, SANIST, salon de la recherche, 30 journées médico-chirurgicales, 184 559 visites d'informations médicales ont été effectuées pour promouvoir la gamme des produits, durant l'année 2015. Ces manifestations ont touchées certaines spécialités comme : cardiologie, diabéto-endocrinologie, allergologie, ophtalmologie. Ces manifestations scientifiques peuvent être aussi de type commercial, comme par exemple les foires nationales et internationales.

* Sidal a réorganisé la direction de marketing en y ajoutant une structure, dédiée à l'activité commerciale, promotionnelle et à la relation clients. Les actions développées sont les suivantes :

- Un reporting régulier sur les évolutions du marché par gamme ;
- Un système de gestion de la promotion avec « l'outil CRM » ;
- La présence de la société s'est étendue à toutes les régions du pays, assurant ainsi une grande proximité et la consolidation de ses relations avec les médecins.

* Les dépenses de l'activité marketing sont de 154 355 milliers de DA, représentant 44,99% du budget annuel.

i/ Engagement social et environnemental :

Depuis sa création, la société a pris conscience de l'importance de la qualité, de l'environnement et de la santé des individus. Pour cela, Sidal a implanté un système qualité et environnement, ISO26 000.

Une direction management qualité a été créée, depuis 2004. Elle a pour mission de mettre en œuvre des actions de formations en vue d'habiliter des auditeurs internes pour l'ensemble de la société (rapport de gestion, 2003).les audits ont été lancés au niveau des trois filiales de production , pour une certification selon la normeISO9001, version 2000, pour les bonnes pratiques de fabrication par les auditeurs externes et un suivi des actions correctives(rapport de gestion,2004).

Le ministère a honoré 3700 travailleurs de Sidal du premier prix algérien de la qualité.

Sidal a obtenu la certification ISO 9001, version 2000(gestion de l'assurance qualité pour la conception, le développement, la production, les installations et les services), en 2006

En 2013, Sidal a pris conscience de la nécessité de la responsabilité sociétale dans les actions suivantes :

- Une mise en place de note qualité ;
- -Une mise en place du programme de rapprochement inter laboratoire ;
- Un redéploiement des bonnes pratiques de fabrication à travers des cycles de formation des postes clés et un transfert de connaissance à l'ensemble du personnel ;
- Projet d'accompagnement à l'accréditation « ISO17025 » des laboratoires contrôle qualité des sites de Constantine, el Harrach et Médéa, en 2013 :
- Harmonisation du système documentaire ;
- Restructuration du processus d'audit dans la continuité du système management de la qualité ;
- pilotage et suivi du volet qualité des nouveaux projets industriels.

Répartition de la richesse de Sidal :

Sidal a décidé d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1172407473,19DA comme suit :

- Dividendes : 400 000 000 ,00DA
- Tantièmes (trois fois le jeton de présence) : 4 320 000,00DA
- Intéressements des travailleurs : 217 420 000,00DA
- Réserves facultatives : 550 667 473,19DA

Relation de la société avec les employés :

En matière de gouvernance, l'entreprise possède une gestion des ressources humaines basée sur le dialogue, l'incitation et la communication avec l'ensemble des employés.

Concernant, l'incitation, la société a effectué une augmentation de salaire moyen entre 2010 et 2014, de 23%, en plus des formations effectuées pour son personnel selon la nécessité.

Des actions de rationalisation des effectifs sont poursuivies au sein de Saidal, avec :

- Arrêt de tout recrutement non justifié ;
- Un recrutement ciblé et conforme aux besoins ;
- Valorisation des ressources humaines.

Il existe un syndicat de travailleurs au niveau de la société qui coopère avec la direction afin d'améliorer le climat de travail.

Relation de l'entreprise avec les parties prenantes externes :

Le model aoki (1960), est le modèle de référence d'une conception « partenariale » de la valeur, dans lequel les parties sont en situation de coopération, plutôt qu'en situation de conflit, pour créer et se partager le surplus de leur engagement réciproque.¹

Saidal cherche à tisser des relations, favorisant la construction d'un avantage concurrentiel, tout en impliquant ses différents acteurs et en évitant les conflits d'intérêts.

Au moyen de la gouvernance, Saidal, a pu renforcer ses relations avec les différentes parties prenantes, particulièrement, les pouvoirs publics, les salariés, les clients, les fournisseurs,...

Relation avec les pouvoirs publics :

- La société possède une relation de confiance avec les pouvoirs publics, et cela en respectant la législation et la réglementation en vigueur, en ce qui concerne la tenue de ses comptes.
- Les déclarations destinées à l'administration fiscale, sont basées sur la transparence et toutes les informations sont diffusées en qualité et en temps requis.
- La comptabilité de l'entreprise est conforme avec les nouvelles règles du nouveau système comptable et financier.

¹ : G. DENGLOS, « Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt « social » ? », La Revue des Sciences de Gestion, 2007/2 (n°224-225), p. 103-112. DOI : 10.3917/rsg.224.0103. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103.htm>, consulté le 15/10/2017.

Relation avec les banques :

Elle est basée sur la confiance et le respect des délais de règlement des créances.

Relation avec les fournisseurs:

Saidal procède à un choix diversifié de ses fournisseurs. Ces derniers, sont, soit locaux, soit étrangers. L'entreprise cherche à avoir de bonnes relations avec ses fournisseurs fondées sur les négociations et la maîtrise des échéances.

Le règlement des fournisseurs locaux, se fait en espèces, alors que le règlement des fournisseurs étrangers se fait par le moyen du crédit documentaire.

La gouvernance d'entreprise a permis d'avoir de bonnes relations de la société avec ses différents fournisseurs, basées sur la confiance et le respect des échéances en matière de paiements.

Relation avec les clients :

Comme nous l'avons déjà vu dans la section évaluation, les clients de l'entreprise sont nombreux. L'entreprise suit une politique de diversification de ses clients. Elle cherche de nouveaux clients, afin de les satisfaire et les fidéliser, tout en essayant de garder ses anciens, en leur proposant des produits de qualité et aux meilleurs prix.

j/ Le développement du partenariat :

Pour Saidal, qui est engagé dans un ambitieux programme d'expansion, le développement du partenariat, constitue un axe stratégique, par rapport aux besoins de l'entreprise et aussi selon les réalités du marché et les objectifs de ses partenaires.

Les nouvelles relations de la société avec ses partenaires sont basées sur la complémentarité partenariale, la rentabilité et la durabilité de l'opération engagée.

Les associations réalisées par Saidal, recouvrent différentes formules : partenariats industriel et commercial, cessions de licences et création de sociétés conjointes. Parmi les paramètres qui déterminent chaque association, figurent à la base, la crédibilité des partenaires, la loyauté des engagements et la confiance mutuelle.

Le développement du partenariat, pour Saidal, constitue un levier essentiel pour la réalisation des objectifs à travers le transfert de technologie et du savoir-faire, lui permettant ainsi de se conformer aux exigences et aux normes internationales.

k/ Les affaires réglementaires :

La direction des affaires réglementaires mise en place avec un effectif qualitatif et quantitatif en rapport avec les exigences professionnelles, remplit avec une plus grande efficacité sa mission.

Les activités principales ont porté essentiellement sur l'évaluation et l'expertise des dossiers pharmaceutiques et l'activité liée à la pharmacovigilance.

- Les dossiers pharmaceutiques : la direction des affaires réglementaires a évalué et expertisé plusieurs dossiers de renouvellement et/ou modification, ainsi que des dossiers fournisseurs.
- L'activité liée à la pharmacovigilance, par :
 - * La veille et l'exploitation des bonnes pratiques de pharmacovigilance pour la préparation de la procédure y afférente.
 - * Rédaction et signature du contrat d'interrelation entre Sidal et le centre national de pharmacovigilance et de matériovigilance (CNPM).
 - * Signature de « pharmacovigilance agreement » entre la société Sidal et les partenaires.
 - * Elaboration d'un bilan de pharmacovigilance des produits retirés du marché.

I/ Recherche, Innovation, développement au sein de Sidal :

La recherche est la base de l'industrie pharmaceutique. Les grands laboratoires mondiaux consacrent un budget important pour la recherche, qui arrivent jusqu'à 16% de leur chiffre d'affaires. Pfizer, Sanofi Aventis, Novartis et Roche consacrent respectivement, 15,6%; 14,2%; 17,1% et 17,3% de leurs chiffres d'affaires pour la recherche. Sidal consacre 3% de son chiffre d'affaires à la recherche et développement et possède un centre de documentation important.¹ Avec un contexte économique marqué par l'ouverture du marché à la concurrence et la mondialisation, Sidal a connu ces dernières années de profonds changements, qui visent à assurer sa pérennité à travers l'accentuation de ses activités de recherche et de développement, afin d'élargir, de moderniser et d'innover la gamme de ses produits en intégrant des médicaments génériques récents, à forme d'administration moderne et répondant aux principes pathologiques, ainsi qu'aux mutations du marché national et international.

Plusieurs innovations importantes ont été réalisées, ces dernières années, qui puissent donner un avantage compétitif à l'entreprise pour se distancer de ses concurrents.

Sidal a déjà investi dans l'innovation, et cela est observé au niveau de l'accroissement des dépenses de formation des employés, et l'augmentation du nombre de cadres et d'agents de maîtrise, au détriment du nombre d'agents d'exécution, ainsi que l'augmentation du nombre de salariés du centre de recherche et de développement.

¹ : <http://www.journaldunet.com/economie/sante/1162469-les-laboratoires-pharmaceutiques-qui-dependent-le-plus-en-r-d-et-marketing/>? Consulté le 20/10/2015.

Les orientations de la société en matière d'innovation pharmaceutique et développement technologique sont axées sur :

- Les nouvelles formes galéniques ;
- Innovation des procédés de fabrication et de contrôle ;
- La valorisation de la flore nationale et l'intégration de celle-ci dans le processus de développement de médicaments à base de plantes ;
- Introduction de la biotechnologie dans le processus de fabrication de matières premières (à savoir, fermentation microbiologique, procédés enzymatiques).

En interne, le centre de recherche et développement a mis au point de nouveaux procédés. Exemple : procédé de fabrication d'une suspension d'amoxicilline, de fabrication de certains comprimés et le procédé de fabrication d'un soluté de réhydratation en perfusion.

De l'année 2000 à 2008, Sidal a développé 75 médicaments.

La valorisation des résultats des recherches s'est concrétisé par :

- Les projets des huiles essentielles : signature d'un protocole d'accord, en 2006, avec une société luxembourgeoise Phytolux, pour le développement des médicaments à base de végétaux ;
- Elaboration d'une procédure générale pour l'optimisation et la formulation des médicaments génériques.

La stratégie d'innovation adoptée par le centre de recherche et de développement a permis l'obtention de plusieurs brevets, qui concernent soit le changement de la forme galénique, soit le changement dans le processus de production, en l'occurrence :

- L'obtention de 4 brevets auprès de l'institut national algérien de la propriété industrielle (INAPI) en 2006, portant sur deux formes galéniques innovantes et deux procédés de nouvelles formulations ;
- L'obtention d'un brevet en 2007 relatif à la mise en point d'une matrice à désintégration rapide (forme galénique innovante).
- 9 demandes de brevets ont été introduites en 2007 (6 produits à base de plantes et 3 formulations galéniques innovantes) ;
- En 2007, l'organisation mondiale de la propriété intellectuelle (OMPI) a décerné au centre de recherche et de développement le prix de la meilleure innovation ;
- En 2008, 5 autres demandes de brevets ont été programmées pour être déposées ;
- Un prix a été décerné par l'organisation mondiale de la propriété intellectuelle « WIPO » pour le centre de recherche et développement, à l'occasion du salon de l'innovation organisé à Oran en 2007. L'innovation consiste en la formulation d'un

comprimé qui se désagrège en quelques secondes dans la bouche sans avoir à l'accompagner d'un liquide.

m/ Hygiène, sécurité et environnement :

Saidal possède une politique de sécurité industrielle et de sécurité interne se basant sur :

- Assistance aux contrôles techniques réglementaires de l'ensemble des installations ;
- Actualisation des plans de sureté interne ;
- Elaboration des plans internes d'intervention au niveau des sites de production ;
- Exercice de simulation en collaboration avec la protection civile ;
- Tenue des commissions hygiènes et sécurité au niveau des sites de la société ;
- Mise en œuvre d'un programme de prévention de la période hivernale ;
- Restructuration du système management de la qualité.

Environnement :

Les principales actions réalisées dans le domaine de l'environnement sont :

- Assainissement des produits non conformes et périmés au niveau de l'ensemble des sites, par un organisme agréé ;
- Evacuation des déchets d'emballage et d'autres matériaux (carton, papier, verre, plastique,...) par les diverses filières agréés de récupération sous forme de conventions ;
- Autocontrôles des effluents liquides au niveau des sites de production par le laboratoire national de l'environnement et du développement durable.

Conclusion :

La gouvernance d'entreprise permet d'amener les entreprises à se conformer aux règles du marché tout en rompant avec l'esprit de la rente et en prenant en considération la création de la valeur. Pour cela, les entreprises sont interpellées à adapter leur mode de gestion et leurs objectifs de croissance, aux nouvelles exigences de l'environnement économique.

Avec la transition vers une économie de marché, la complexité de l'environnement économique et la globalisation, la question de la gouvernance s'impose avec ses pratiques internes de management, ainsi que son aspect environnemental.

Des efforts importants des pouvoirs publics en matière de gouvernance, ont été mis, avec un dispositif législatif réglementaire et institutionnel, mais les résultats enregistrés restent loin d'être satisfaisant.

Saidal est une EPE cotée à la bourse d'Alger, dont la majorité du capital 80% est détenu par l'État. Elle est contrôlée en interne par une assemblée générale, un conseil d'administration, et une direction exécutive, en externe, par des commissaires aux comptes, par le marché financier et par la tutelle.

Saidal, possède d'autres mécanismes internes de gouvernance, qui délimitent le pouvoir des dirigeants, tels que le système de contrôle interne, le syndicat, et les rémunérations incitatives (sous forme de primes), qui visent à limiter les intérêts personnels des différents acteurs de l'entreprise.

Les administrateurs du conseil d'administration sont indépendants de l'entreprise et peuvent donc exercer la fonction de contrôle, en respectant les droits des actionnaires par un traitement équitable.

La gouvernance au sein de Saidal a permis une gestion interne fondée sur la détermination des droits et des obligations des différents acteurs de l'entreprise, et aussi de la transparence interne et externe. En interne, par la définition des objectifs et des moyens pour les réaliser et le suivi de l'exécution, ainsi que la définition du système de rémunération à l'intérieur de l'entreprise (salaires, primes et les formations correspondantes à chaque poste). En externe, l'entreprise publie périodiquement ses résultats de gestion, certifiés par les commissaires aux comptes et les diffuse à qui de droit. L'amélioration de la gouvernance au sein de Saidal, par l'adoption de dispositif législatif, réglementaire, et institutionnel, a permis de limiter le pouvoir des dirigeants et de les aligner sur les mêmes objectifs que ceux des actionnaires.

La gouvernance a permis pour l'entreprise d'acquérir des facteurs clé de succès, une capacité d'anticipation accrue, un climat de confiance et une fiabilité vis-à-vis des tiers et aussi d'avoir des ressources notamment financières et humaines, surtout en matière de ressources financières, puisque Saidal est une EPE dont l'État est l'actionnaire majoritaire. La gouvernance permet à l'entreprise d'être plus performante, d'avoir des perspectives stratégiques, d'attirer des partenaires (nationaux et étrangers) et de réaliser de nouveaux investissements. L'entreprise est devenue plus compétitive face à une concurrence difficile.

Plusieurs défaillances doivent être prises en considération concernant la gouvernance, au sein de Saidal, nous citons :

- Manque de diffusion des informations concernant les perspectives de l'entreprise, pour ses actionnaires en temps utile, de ce fait, le CA ne participe pas à la l'élaboration de la vision stratégique de l'entreprise ;
- Absence de plusieurs comités, tels que le comité de nomination, le comité de rémunération, le comité de stratégie, parmi les plus importants ;
- Dépendance de la société, à l'égard des laboratoires étrangers, pour les matières premières, les articles de conditionnement et les pièces de rechanges ;
- Le cumul de fonction PCA et DG, dans une seule fonction, celle de PDG ;
- Le PDG, est nommé par la tutelle, or les pratiques de la gouvernance dicte que cette nomination doit être réalisée selon une élection par les autres membres du CA ;
- Le PDG nomme les administrateurs, mais pas l'assemblée générale, ce qui pose le risque, qu'ils s'alignent sur les mêmes décisions du responsable qui les a désigné, à savoir, le PDG ;
- Le départ du personnel compétent et qualifié avec son savoir- faire, vers les autres laboratoires, malgré les efforts déployés dans le cadre de la gestion des ressources humaines ;
- La politique de marketing de la société reste faible par rapport aux concurrents, ce qui fait perdre à la société, des parts de marché.

Axe III/ Relation entre évaluation de l'entreprise et la gouvernance :

L'objectif de notre recherche est de vérifier les hypothèses de notre travail, de l'année de cotation (1999), jusqu'à l'année 2015.

La première hypothèse peut être vérifiée, en étudiant la performance de l'entreprise à partir de l'année de cotation en bourse (résultats et rentabilité de l'entreprise), c'est à dire après adoption des mécanismes de la gouvernance par cette entreprise et l'ouverture partielle de son capital qui conduit au changement de la structure de la propriété. Une mauvaise gouvernance peut entraîner une destruction de la valeur.

La notion de la gouvernance trouve ses origines dans la séparation entre la propriété et le contrôle. En effet, l'entreprise est définie comme un nœud de contrats, car elle regroupe plusieurs individus ayant des intérêts différents, et il existe des relations contractuelles entre les différentes parties prenantes dont les objectifs sont divergents, ce qui permet l'apparition de conflits d'intérêts. La théorie de l'agence explique la nature des conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes au sein d'une entreprise.

Une bonne gouvernance permet d'influencer les choix stratégiques de l'entreprise et par conséquent, contribue à la création de la valeur par la prise de décisions de gestion dans l'intérêt des actionnaires (création de la richesse).

La cotation des entreprises, en bourse, par l'ouverture de leur capital, entraîne un changement dans la structure de la propriété et les décisions managériales sont plus créatrices de la valeur pour l'entreprise.

La deuxième hypothèse, considère que la valeur de l'entreprise est un outil de gestion qui permet de piloter l'entreprise, et orienter sa stratégie, elle influence les décisions managériales. La gouvernance de l'entreprise est améliorée en ce sens.

L'évaluation de l'entreprise permet d'inciter les dirigeants à augmenter leurs investissements et à accomplir des actes de gestion générant cette valeur, signifie, gouverner l'entreprise dans un sens précis, dans le but d'améliorer ses résultats.

L'entreprise existe dans un environnement concurrentiel, faisant face à plusieurs contraintes, tels que l'incertitude, l'asymétrie d'information, l'opportunisme de ses acteurs, doit prendre des décisions managériales adéquates qui ont pour conséquence la maximisation de la richesse.

L'entreprise, par la cotation, est dans l'obligation d'une évaluation continue, pour rendre compte à ses différents partenaires, ainsi qu'au public sur sa situation financière. Ainsi, l'évaluation permet d'assurer une certaine transparence et une bonne diffusion d'informations sur l'entreprise. Elle influe sur sa gouvernance.

A/ Impact de l'évaluation sur la gouvernance :

Dans un monde incertain, et en perpétuel changement, l'évaluation permet aux entreprises de développer plus de collaboration, d'engagement et de responsabilisation. Elle permet de définir les actions de l'entreprise et orienter son engagement. L'évaluation de l'entreprise est une nécessité pour son progrès. Elle gère la complexité de l'organisation et oriente son engagement en adoptant une ligne de conduite qui sera partagée par tous les acteurs, pour travailler en collaboration. Par l'évaluation, la cohésion est renforcée et les conflits d'intérêts sont limités.

L'évaluation permet une diffusion des informations en interne et en externe, afin de construire son identité et promouvoir l'image de l'entreprise. Elle permet d'effectuer certaines améliorations dans différentes activités et par là, le changement de la stratégie de l'entreprise. Elle permet de mieux gérer l'entreprise et orienter son management dans une direction plus ambitieuse. L'entreprise devient plus performante. Elle est considérée comme un outil de gestion, qui aide le manager pour le pilotage de son entreprise.

Maitriser la valeur de l'entreprise est un moyen de gestion qui permet de la développer en lui créant des avantages concurrentiels, et cela par l'implication de tout le personnel de l'entreprise avec le respect de la ligne de conduite adoptée.

Sicherman et Pettway (1992), expliquent le résultat selon lequel les actions réagissent positivement à l'annonce du prix de transaction. En annonçant le prix, l'entreprise signale au marché financier, la valeur d'une partie de ses actifs et réduit en conséquence l'asymétrie d'information et la sous-évaluation dont elle faisait l'objet.

* La valeur ajoutée (VA) mesure la richesse créée par l'organisation. Elle correspond à une augmentation de valeur apportée par l'entreprise, et orientée vers ses partenaires, ayant permis sa création :

- **Le personnel** : par augmentation de la rémunération des salariés.
- **L'État et autres organismes publics** : sous forme d'impôts, taxes et cotisations sociales.
- **Etablissements financiers** : sous forme d'intérêts bancaires.
- **Les actionnaires** : des hausses de dividendes.

Concernant la société Sidal, plusieurs actions stratégiques et managériales ont été réalisées et plusieurs changements dans la stratégie ont été effectués, suite à une évaluation partielle (approvisionnement, ventes...). Nous allons citer, en sens, quelques exemples, et ce à cause de la difficulté d'accès aux informations, que la société considère comme strictement confidentielle, parce que, d'après ses responsables, elles touchent à la stratégie de l'entreprise.

En revanche, l'étude de l'impact de l'évaluation globale sur la gouvernance d'entreprise n'est pas prise en compte dans notre travail, car Sidal n'a réalisé l'opération d'évaluation qu'une seule fois, pour son introduction en bourse, et les managers n'utilisent pas l'évaluation comme outil d'aide au pilotage de la société, ni pour acquérir de nouveaux partenaires, non plus pour l'opération de fusion que la société a déjà réalisé pour l'absorption de ses filiales. Sidal est une EPE qui détenait le monopole de production et de commercialisation, de produits pharmaceutiques pour une longue période, cela lui a procuré une bonne part de marché et une image, qui lui permet d'attirer des partenaires étrangers qui, au demeurant, sont nombreux. Cependant, Sidal, au vu de ce qui précède, devait procéder a au moins, une évaluation par année.

- **Approvisionnements :**

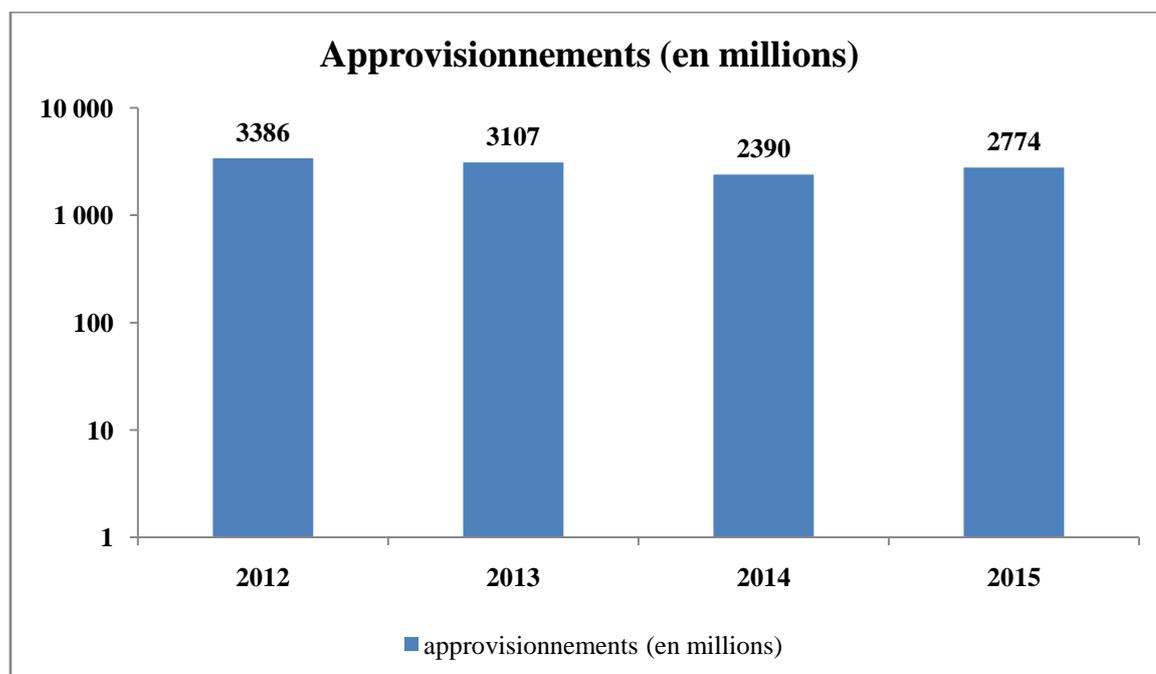
Suite à la valeur des approvisionnements qui est importante, plusieurs décisions stratégiques ont été prises :

Tableau 29 : Les approvisionnements (2012-2015)

année	2012	2013	2014	2015
Approvisionnements (DA)	3386 millions	3107millions	2390 millions	2774millions

Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Graphique 9: Les approvisionnements (2012-2015)



Source : élaboré par l'auteure a partir des données de Sidal.

- La centralisation d'achat, a permis d'acquérir une force dans les négociations avec les fournisseurs et de réduire par conséquent le montant ;
- La centralisation des approvisionnements, a permis de procéder au regroupement des commandes et par la suite des bons de commande, ce qui a résulté a une diminution considérable de dossiers à gérer, dans un moindre temps.
- Un logiciel pour gérer les approvisionnements, permet de signaler le stock d'alerte, le stock de réapprovisionnement et aussi la gestion des commandes et de transit.
- Une séance de travail mensuelle, pour gérer les approvisionnements.
- Saidal choisit ses fournisseurs, selon une liste de fournisseurs homologués.
- La société a procédé à une fusion par voie d'absorption des participations, ce qui a facilité la centralisation.
- Création d'un bureau de suivi des marchés, pour assurer le suivi des marchés depuis l'approbation du cahier des charges, puis le lancement de la consultation jusqu'à la signature du contrat (achats d'équipements, achats de matières premières, prestations, divers)

- **Chiffre d'affaires :**

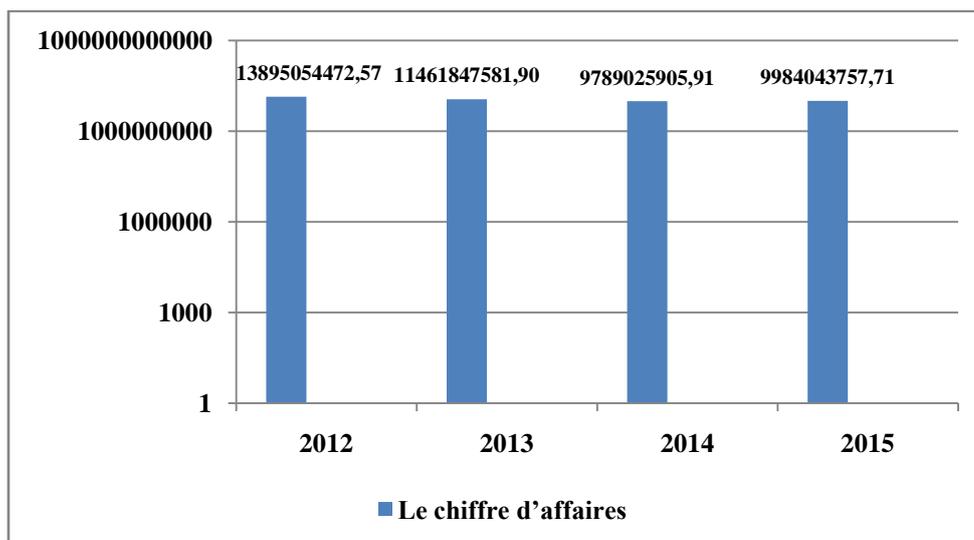
Le chiffre d'affaires a connu une baisse depuis 2012 :

Tableau 30 : Chiffre d'affaires (2012-2015)

Année	2012	2013	2014	2015
Le chiffre d'affaires (DA)	13895054472,57	11461847581,90	9789025905,91	9984043757,71

Source : élaboré par l'auteur à partir des documents internes de Saidal

Graphique 10 : Chiffre d'affaires (2012-2015)



Source : élaboré par l'auteur

La diminution du chiffre d'affaire, est due principalement à :

- La perte de part de marché de certains produits au profit de nouveaux opérateurs engendrée principalement par le développement des pratiques commerciales non éthiques, voire illégales ;
- Le retrait de certains produits du processus de fabrication, du fait de normes de qualité plus rigoureuses ;
- panne des machines et démolition du site Cherchell et site El Harrach et Constantine ;
- Insuffisance des capacités de certaines formes pharmaceutiques.

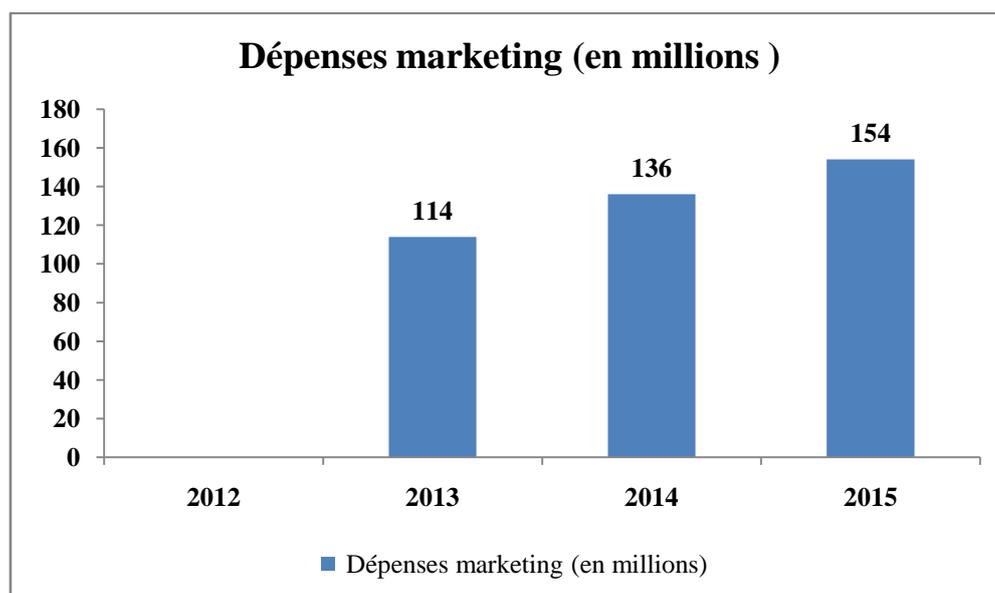
Pour améliorer son chiffre d'affaires, Sidal a lancé depuis 2009, un plan de développement, basé sur l'installation de nouvelles usines avec une capacité de production intéressante, la modernisation des sites ayant des problèmes de vétusté et l'installation de nouvelles usines. Ajouté à ceci, la société a mis en évidence l'activité marketing, entre les années 2013 et 2015, car elle a sollicité un cabinet étranger KPMG pour la réorganisation de ses structures et d'une analyse SWOT. Ce cabinet a également réalisé le diagnostic pour toutes les entreprises concurrentes. Ceci, a permis de situer la société face à la concurrence.

Tableau 31 : Dépenses marketing

Année	2013	2014	2015
Dépenses marketing(DA)	114 millions	136 millions	154 millions

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Graphique 11 : Dépenses marketing



Source : Elaboré par l'auteur

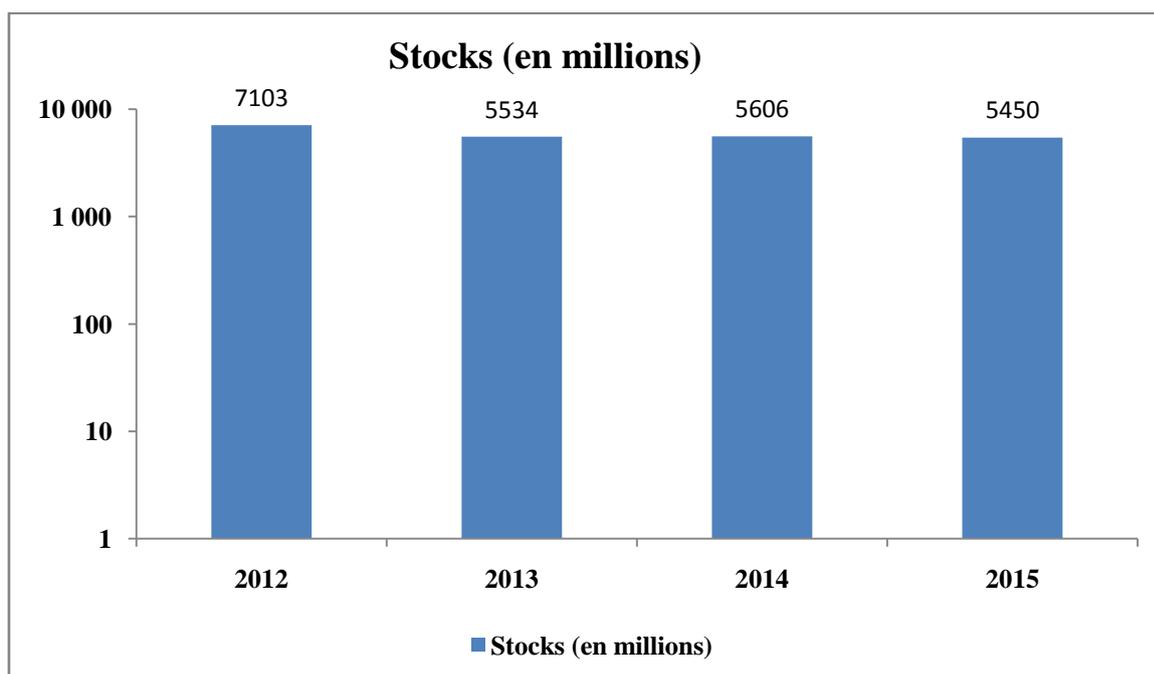
Stock : le stock est en diminution à partir de l'année 2013

Tableau 32 : Stocks (2012-2015)

Année	2012	2013	2014	2015
Stocks(DA)	7103millions	5534millions	5606millions	5450millions

Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Saidal

Graphique 12 :Stocks (2012-2015)



Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

Saidal cherche à mieux gérer ses stocks, par la limitation de leurs niveaux :

- Afin de mieux gérer ses stock, et ainsi, assurer une bonne rotation, plusieurs séances de travail sont tenues, pour la mise en place de planifications mensuelles, afin d'éviter les ruptures et réduire, voire, éliminer les surstocks.
- Un logiciel pour la rotation des stocks est installé, quand le stock atteint le seuil minimum, il signale en rouge, pour réapprovisionner.

Production :

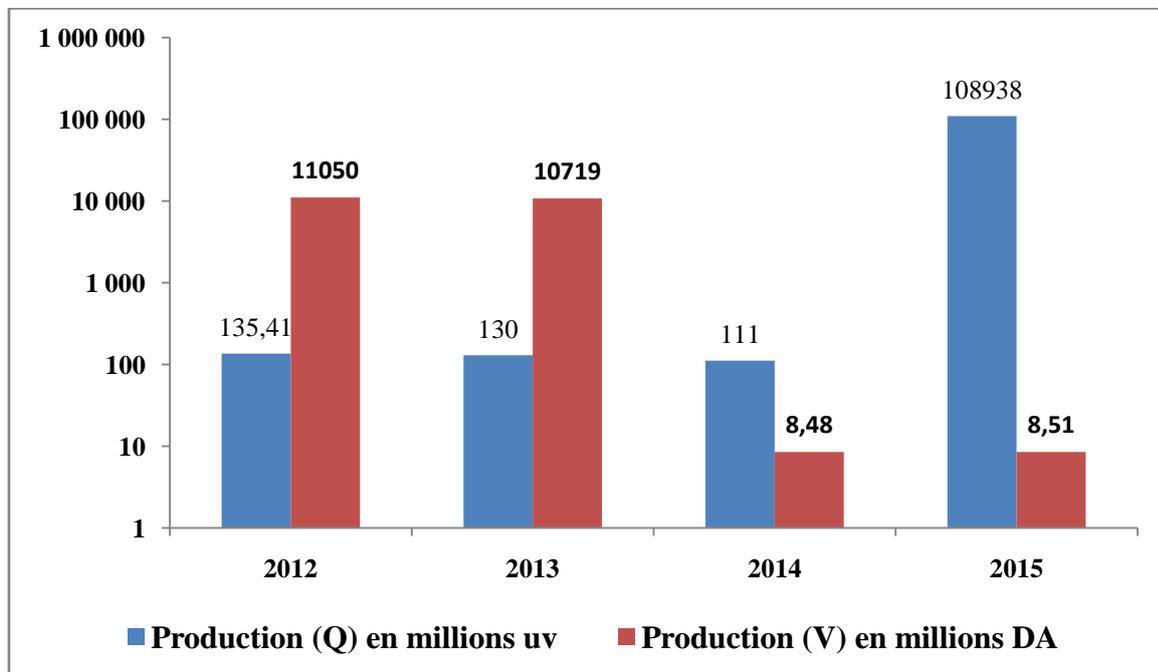
La production est en diminution en quantités et en valeurs depuis 2012.

Tableau 33 : Production (2012-2015)

Année	2012	2013	2014	2015
Production				
Q	135,41millionsuv	130 millionsuv	111 millions uv	108 938millionsuv
V	11050millionsDA	10 719 millions	8,48milliardsDA	8,51milliardsDA

Source : élaboré par l'auteur à partir des documents internes de Saidal

Graphique 13 : Production (2012-2015)



Source : élaboré par l'auteur à partir des données de Saidal

Les problèmes de productions sont générés, principalement, par :

- la vétusté des équipements, occasionnant des arrêts fréquents de la production ;
- des standards plus stricts en matière de contrôle de qualité à toutes les étapes , la société a procédé à la suspension de la fabrication de tout produit susceptible de présenter un écart avec ces standards, et de reprendre sa fabrication après une série de contrôles approfondie, sur le plan qualité;

- Arrêt de certaines installations, en raison de la mise en œuvre du programme de réhabilitation et de modernisation des sites de production, trois sites étaient concernés en 2014 ;
- Le site de Constantine (insuline flacon) qui a connu une cessation d'activité durant toute une année, a repris la production, après les travaux de qualification, vers la fin du mois de juin 2015 ;
- Le site de dar el Beida (formes sèches): les travaux de mise en place du système de traitement de l'air(HVAC) au niveau de l'atelier de fabrication a engendré des perturbations de la production pour plusieurs mois ;
- Le site du gué Constantine (solutés massifs) : arrêt de production pour plusieurs mois en raison du réaménagement interne ;
- Les ruptures d'approvisionnement.

Pour corriger cette situation, Sidal a effectué un programme de modernisation de ses sites et aussi la construction de nouvelles usines, afin d'éviter les pannes. Elle a installé un logiciel, pour mieux gérer ses approvisionnements avec la conception et le développement d'une application pour les simulations des programmes de production et d'approvisionnement avec le calcul des besoins.

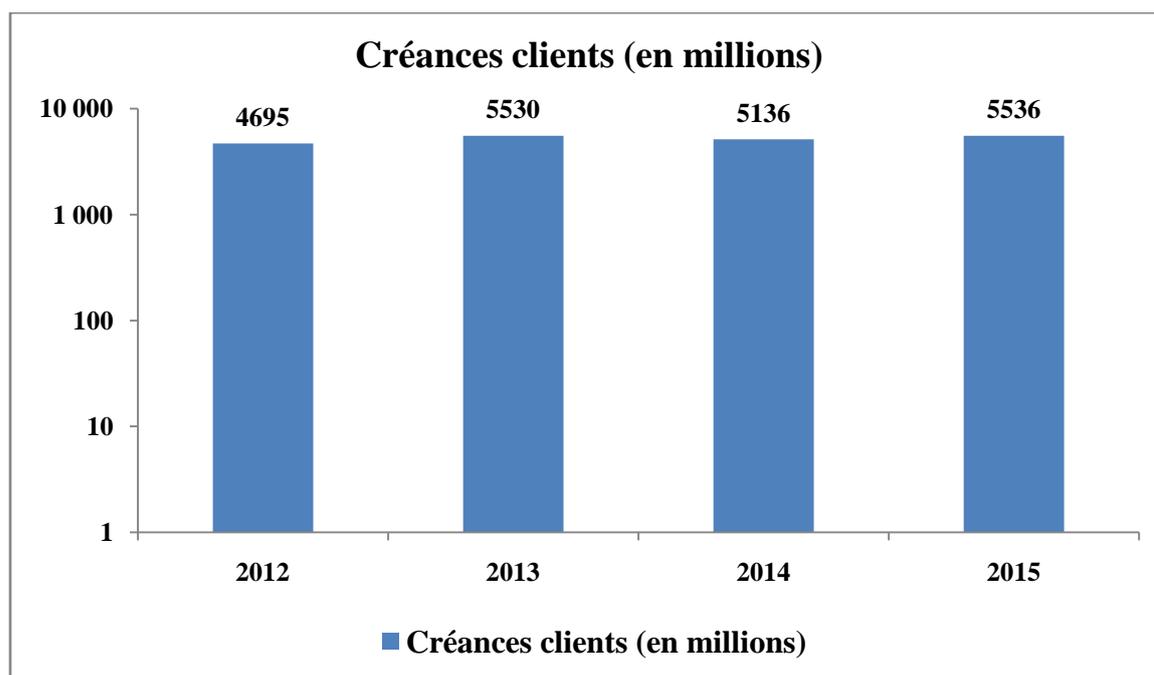
Créances clients : les valeurs des créances de Sidal étaient en augmentation.

Tableau 34 : Créances clients (2012-2015)

année	2012	2013	2014	2015
Créances clients(DA)	4695 millions	5530millions	5136 millions	5536 millions

Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Graphique 14 : Créances clients (2012-2015)



Source : élaboré par l’auteure à partir des données de Saidal

Pour obtenir une diminution du montant crédit client, la société a signé un contrat avec un organisme d’assurance CAJEX, pour qu’il achète ses créances en contrepartie d’un taux négociable. De plus, un suivi permanent et intensif des comptes client est effectué.

Ressources humaines :

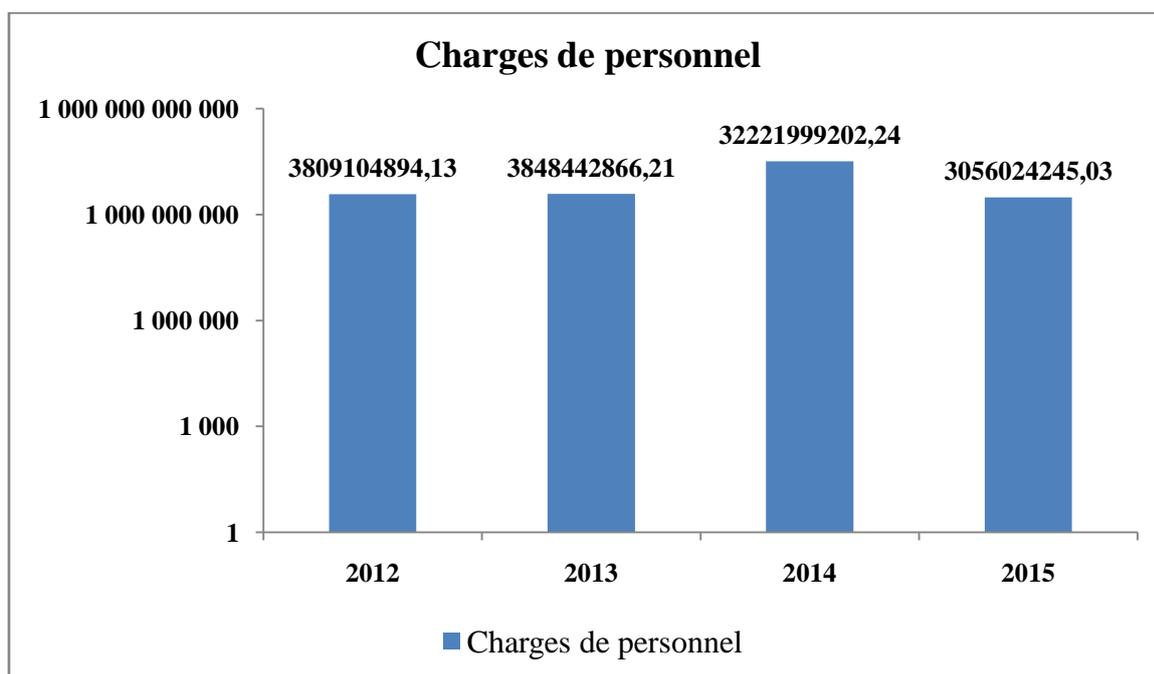
Pour diminuer les frais du personnel, qui étaient en augmentation avant 2013, la société a procédé à une réduction de l’effectif et à la diminution du volume des primes liées aux objectifs de production. D’autres mesures de rationalisation des effectifs se sont poursuivies, qui se sont traduit par des mesures de redéploiement interne, et de recrutements ciblés conformes aux besoins.

Tableau 35 : Charges personnel (2012-2015)

Année	2012	2013	2014	2015
Charges de personnel (DA)	3809104894,13	3848442866,21	32221999202,24	3056024245,03

Source : Elaboré par l’auteure à partir des documents internes de Saidal

Graphique 15 : Charges personnel (2012-2015)



Source : élaboré par l'auteur à partir des données de Sidal

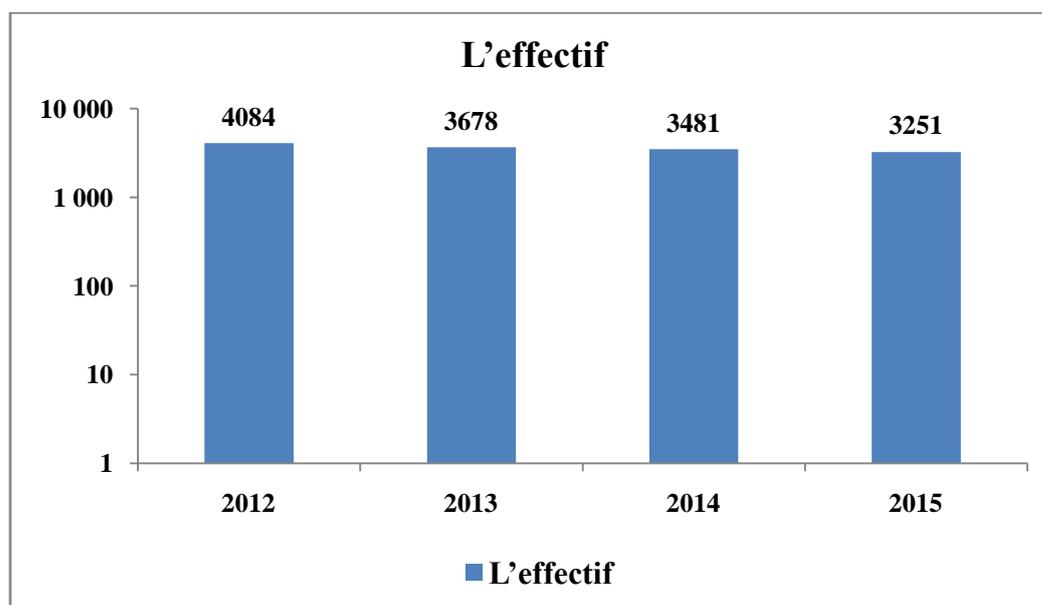
La diminution de l'effectif a été obtenue par les départs à la retraite, conformément à la signature de l'accord collectif 01 /2015 du 08/04/2015, qui accorde une prime calculée sur vingt mois de salaires, pour trente-deux années de services effectués au sein de la société.

Tableau 36 : Evolution de l'effectif (2012-2015)

Année	2012	2013	2014	2015
L'effectif	4084	3678	3481	3251

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Graphique 16 : Evolution de l'effectif (2012-2015)



Source : Elaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

Résultat : D'une manière générale, le résultat est en régression, à l'exception de l'année 2013, qui s'est caractérisée par une augmentation considérable, à cause du montant important de la variation de stocks de produits finis et encours, qui est passé de 782 millions dinars à 48 millions dinars en 2014.

Cette diminution de résultat est expliquée par Saidal, en fonction des deux facteurs ci-après :

- Les arrêts de production, en raison de travaux de rénovation et la suppression de la fabrication de certains produits ;
- Le retard pris dans la mise en place d'une politique commerciale, adaptée aux règles du marché.

A ce titre, plusieurs actions ont été réalisées, pour maintenir le résultat à un niveau acceptable :

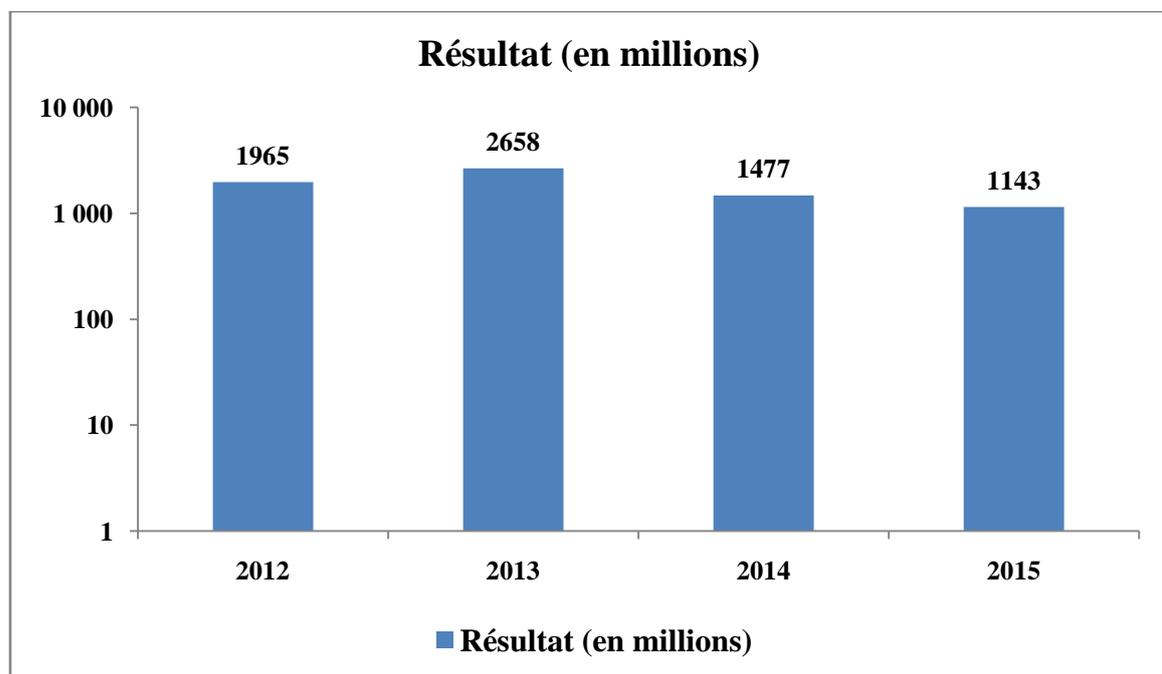
- Une économie réalisée en matière de consommation ;
- Des actions de rationalisation de la gestion du personnel, à l'exception de la formation du personnel ;
- Investir dans une nouvelle gamme de produits ;
- Une politique de marketing intéressante.

Tableau 37 : Evolution du résultat (2012-2015)

année	2012	2013	2014	2015
Résultat(DA)	1965 millions	2658 millions	1477 millions	1143 millions

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Saidal

Graphique 17 : Evolution du résultat (2012-2015)



Source : Elaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

A partir de plusieurs évaluations partielles effectuées au niveau de Saidal, plusieurs décisions en matière des actions stratégiques et d'organisation ont été prises, afin de piloter l'entreprise dans un sens plus ambitieux et plus rigoureux. Ainsi, l'évaluation, a été pour les managers, un instrument efficace, en matière de gestion. De ce fait, la première hypothèse concernant l'évaluation de l'entreprise comme moyen de gestion qui a un impact positif sur les décisions prises dans le cadre de la gouvernance de l'entreprise, est vérifiée et validée.

B/ Impact de la gouvernance sur l'évaluation de l'entreprise :

L'objectif est d'étudier l'impact de la gouvernance, à travers la cotation et la stratégie de l'entreprise, sur la création de la valeur et aussi l'impact de l'évaluation de l'entreprise sur la gestion et la gouvernance de cette dernière.

Une étude menée par l'organisation de coopération et de développement(OCDE), indiquent un certain aspect fondamental de la gouvernance d'entreprise jouent un rôle déterminant dans l'amélioration des performances.¹

La séparation entre propriété et contrôle donne naissance à des conflits d'agences, de ce fait, la gouvernance d'entreprise est un moyen qui permet de minimiser les conflits d'intérêts, et d'assurer une création de valeurs par la diminution des **coûts** d'agences, et aussi l'incitation des dirigeants à prendre des décisions stratégiques et d'adopter une politique de management par la valeur.

La mise en place des pratiques de gouvernance d'entreprise a des effets positifs sur l'évolution de sa valeur.

Pour tester l'hypothèse concernant la gouvernance de l'entreprise induite par le recours à la cotation, du fait qu'elle a un effet positif sur la création de valeur, nous avons utilisé quelques indicateurs de création de valeur et cela à partir de l'année de cotation, car la cotation influence le contrôle et les décisions stratégiques des dirigeants à l'intérieur de l'entreprise, et par la sur la gouvernance, ceci a un impact sur la création de richesse.

Nous avons effectué une étude sur la société Sidal cotée à la bourse d'Alger, à partir de 1999, c'est-à-dire une étude réalisée sur une période de 16 ans, parce que La mise en place d'un système de gouvernance, suite à la cotation, a nécessité une étude qui a duré plusieurs années, et par conséquent, l'étude de l'impact de la gouvernance sur la création de valeurs. Nous allons, aussi, étudier si la cotation et les bonnes pratiques de gouvernance permettent à Sidal de créer de la valeur au profit de ses actionnaires.

L'entreprise dans un environnement incertain, et face à une concurrence accrue, par l'ouverture du marché, doit s'adapter aux différents changements. Ce qui l'incite à entrer en bourse pour assurer sa pérennité et sa croissance et aussi créer de la valeur. L'entreprise ouvre son capital et attire de nouveaux partenaires dont l'objectif est la séparation des fonctions de contrôle et de propriété pour une bonne gouvernance.

¹: J. ASSSELU, V.CELUE , «pour une meilleure gouvernance des sociétés d'État», les devoirs et les responsabilités d'un conseil d'administration.http://servicesauxorganisations.enap.ca/DSO/docs/devoirs-et-resp-CA_ENAP.pdf. Consulté le 14/12/2017.

Les mécanismes internes et externes de gouvernance d'entreprise, permettent d'éviter tous les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires et créer de la valeur.

Les choix stratégiques dans la gestion des dirigeants, permettent de créer de la valeur, en réunissant les ressources nécessaires, ce qui rend les projets plus rentables.

Depuis l'indépendance, l'entreprise publique algérienne, a adopté le système socialiste. Elle avait pour mission l'exécution de la politique économique de l'État qui vise à répondre plus aux besoins sociaux (éducation, santé), au détriment de la rentabilité. Etant donné que l'État est le principal propriétaire, la gestion était considérée du ressort des pouvoirs publics. Les dirigeants des entreprises étaient désintéressés par le devenir des entreprises dans lesquelles ils exerçaient, parce qu'ils ne se voyaient pas attribuer le droit aux résultats de leurs efforts. Ceci, s'est répercuté négativement sur la performance de l'entreprise publique, d'une manière particulière, et sur l'efficacité économique, d'une manière générale.

Cette partie du travail, porte sur la contribution d'une bonne politique de gouvernance sur la création de valeurs et par conséquent sur l'évaluation. Car une entreprise ne peut créer de la richesse, sauf si elle a une bonne gestion, avec un système décisionnel facilitant cette création, entre les différentes parties.

La valeur de l'entreprise servira comme outil jugeant l'efficacité des choix stratégiques des dirigeants. Une entreprise réussit la création de valeurs, si les rendements réalisés dépassent les coûts des ressources utilisées.

Une entreprise qui respecte les règles de bonne gouvernance en évitant les conflits d'intérêts entre les différentes parties prenantes, réalise un rendement élevé qui influe positivement sur sa valeur.

L'entreprise est une organisation qui a pour finalité, de réaliser un profit. sa performance revient à sa capacité à maximiser sa rentabilité à rémunérer les capitaux investis par les actionnaires et donc créer de la valeur.

Selon Bouguignon (1995), une entreprise est performante, si elle atteint les objectifs qu'elle s'est donnée dans le but de créer de la valeur et de maîtriser celle-ci.¹

Pour Bouquin(1986), la performance inclut non seulement les réalisations, mais aussi les activités, les tâches à accomplir et les objectifs à atteindre.

¹ : A.RENAUD, N. BERNARD, Mesure de la performance globale des entreprises, comptabilité-environnement, mai, 2007, France.

a/ Implication du personnel dans la création de la valeur :

La présence d'un climat d'affaire favorable, avec une bonne gestion et aussi l'implication du personnel dans le patrimoine, rend l'entreprise plus performante et crée de la valeur pour celle-ci. Car un personnel qualifié s'intéresse sur le devenir de l'entreprise et contribue au bon fonctionnement et à la réalisation des objectifs. Saidal qui est une entreprise publique économique, dont le patrimoine est détenu majoritairement, par l'État, les travailleurs et les gestionnaires en sont exclus. La rémunération du personnel, malgré les efforts de l'entreprise pour l'améliorer, reste au-dessous des espérances des travailleurs, et un système incitatif faible, en dépit des formations pour le personnel, tout cela contribue à la sous performance de l'entreprise, due à une faible implication des travailleurs.

b/ Les mécanismes de gouvernance :

Les mécanismes de gouvernance diffèrent d'une entreprise à une autre et d'un pays à un autre. Ils dépendent de la stratégie et du fonctionnement et aussi de la structure interne de l'entreprise. Ces mécanismes de gouvernance diffèrent selon l'entreprise, qu'elle soit privée ou publique.

La structure des droits de propriété a des répercussions sur les mécanismes disciplinaires qui eux-mêmes influencent le comportement décisionnel.

Dans une entreprise publique, ou la plus grande partie du capital est détenue par l'État, les décisions sont centralisées et les objectifs sont déjà fixés par une hiérarchie. Les relations entre les différents partenaires sont complexes, car le processus décisionnel est encadré par l'État (ministère). La prise de décision est donc centralisée, l'information est détenue exclusivement par l'État, et même le contrôle. Les réalisations sont allouées aux dirigeants, qui, en absence de systèmes incitatifs, adoptent des comportements opportunistes et cherchent à réaliser des intérêts personnels au détriment des autres agents. Ces comportements se répercutent négativement sur la performance de l'entreprise et sur la création de valeur pour cette dernière. C'est pour cela que les EPE algériennes se trouvent en difficultés à cause de la mauvaise gestion d'un côté et par un renforcement du contrôle des dirigeants, en absence de mécanismes incitatifs d'un autre côté, ce qui rend difficile, voire impossible de créer de la valeur.

L'État par la suite, a procédé à une restructuration de ces entreprises pour les rendre autonomes et a essayé de les décentraliser, par une création d'holding, des sociétés de gestion de participation et des fonds de participation, ou l'État reste toujours le seul propriétaire et les décisions sont prises sous son autorité.

L'ouverture du capital et l'adhésion de certaines entreprises en bourse, telle le cas de Sidal, avec la présence de nouveaux actionnaires, le mode de fonctionnement de ces entreprises devient différent et aussi le cadre disciplinaire. La prise de décision et le contrôle sont attribués aux cadres selon leurs compétences afin de réaliser les objectifs attendus. Les actionnaires délèguent leurs droits décisionnels aux dirigeants. L'information est partagée entre les différentes parties prenantes selon le besoin. Il existe des mécanismes de contrôle et de discipline interne, établis par le conseil d'administration, afin d'aligner les comportements des différents agents.

Ces entreprises sont contrôlées aussi par un marché financier, pour améliorer leur mode de gouvernance et pour être plus efficaces et performantes et répondre aux nouvelles exigences du marché.

Plusieurs indicateurs de valeurs sont utilisés, qui permettent de juger la validité des modèles stratégiques de l'entreprise et sa performance économique.

Une entreprise cotée en bourse, dispose de deux valeurs, une intrinsèque et l'autre extrinsèque (boursière). La première renseigne sur le résultat des variables qui se trouve au cœur de la gestion de l'entreprise et la deuxième indique les attentes des investisseurs.

Une bonne appréciation de la valeur du marché (boursière) indique une bonne perception des investisseurs de la gestion interne de l'entreprise. En revanche, une faible appréciation de la valeur sur le marché fragilise la situation de l'entreprise (pour une politique d'investissement ou d'acquisition en bourse).

c/ Les outils de pilotage de la valeur :

Plusieurs indicateurs sont utilisés et traduisent la richesse créée par les activités de l'entreprise.

1. Les outils de nature comptable : parmi eux, le bénéfice par action (BNPA) et ne peuvent pas intégrer le risque à travers l'action, le Price to book ratio (PBR), le taux de rentabilité comptable (rentabilité opérationnelle des capitaux employés, ROCE), et rentabilité des fonds propres.

Ces indicateurs présentent le défaut d'être statiques et ne peuvent pas intégrer le risque à travers l'exigence de rentabilité des investisseurs.

2. Les instruments de mesures externes de la valeur ou indicateurs boursiers : pour mesurer la création de valeur boursière (externe), on utilise des indicateurs qui renseignent sur la valeur de l'action en tenant compte des attentes des investisseurs sur le marché. Ces instruments mesurent soit l'écart entre la valeur constatée sur le marché de l'actif économique et sa valeur comptable (la MVA), soit le taux de rentabilité de l'investisseur, compte tenu de

la progression de la valeur de l'action et du montant de dividendes versé (total shareholders return, TSR).

3. Les modèles économiques : Mesurent la valeur intrinsèque de l'entreprise, c'est-à-dire la valeur créée au niveau interne, et permettent d'identifier le montant des ressources dégagées par l'entreprise à travers son activité économique. Ces indicateurs sont utilisés pour évaluer la capacité de l'entreprise à rémunérer ses capitaux investis, en comparant le résultat des actions stratégiques aux ressources utilisées pour les obtenir. Ils traduisent, alors la richesse apportée aux actionnaires par les différentes activités de l'entreprise. Ils sont les plus satisfaisants, car ils tiennent compte de la rentabilité espérée sur un investissement dans un actif risqué. L'indicateur couramment utilisé pour la mesure de création de valeur : la valeur ajoutée économique (VAE).

Pour répondre à notre objectif de recherche, nous avons choisis comme indicateurs de mesure de la valeur :

1- La valeur ajoutée économique : Economic value added

Est créée au milieu des années quatre-vingt, par Joël Stern et Bennett Stewart, l'économic value added (EVA), ou valeur ajoutée économique (VAE), est une mesure du surplus de valeur produit par une entreprise sur une période de temps donnée, qui peut couvrir un ou plusieurs exercices.¹ C'est un indicateur d'efficacité du management qui s'accompagne avec le principe de transparence.²

Elle est censée donner une mesure améliorée et objective de la qualité de la direction en place. Dans notre travail, nous avons choisi cet indice pour mesurer la valeur économique intrinsèque, parce qu'il est considéré comme un indicateur de gouvernance de l'entreprise selon une étude menée par Lovata et Costigan (2002), plus l'entreprise connaît une séparation entre propriété et contrôle, plus la probabilité qu'elle utilise l'EVA, comme mesure de performance augmente. Donc l'entreprise dont l'indice EVA est positif, est une entreprise qui crée de la valeur, et donc les dirigeants ont réussi à créer de la valeur au profit des actionnaires pendant un exercice.

EVA contribue à une bonne analyse de la performance interne de l'entreprise en tenant compte des ressources. De plus, chaque composante d'EVA constitue une variable d'action interne pour la création de valeur.

¹ : J.C. TOURNIER, J-B TOURNIER, **Evaluation d'entreprise, que vaut une entreprise**, 3ème édition, édition d'organisation, Paris 2002, p279.

² : B. BAUDRY, **Economie de la firme**, édition la Découverte, Paris, 2003, p 69.

Une entreprise crée de la valeur pour une période donnée (un exercice), si ses résultats durant cette période, couvrent les capitaux engagés.

EVA est un indicateur de création de valeur, qui mesure ce qu'une entreprise a réussi à dégager en une année comme richesses, c'est-à-dire la différence entre son résultat opérationnel après impôts et le coût estimé du capital employé par son activité.

EVA est considérée comme un indicateur de performance du management, voire de gouvernance, de création de richesse qui permettent d'établir un lien avec les performances boursières (Stewart, 1991). Elle mesure l'efficacité opérationnelle de la gestion et de l'allocation des ressources au sein de l'entreprise.

EVA est la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés et le coût du capital, multiplié par les capitaux engagés. La mesure de création de valeur est fondée sur des informations comptables.

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{CMPC}) * \text{CI}$$

ROIC : taux de rentabilité des capitaux investis ou return on invested capital ;

CI : capitaux investis. Correspondent à la somme des fonds propres et des dettes financières nettes. Ce sont les capitaux qui proviennent des actionnaires et des créanciers de l'entreprise et sont employés par cette dernière. Ils correspondent aussi au capital fixe et capital circulant nécessaire pour assurer la continuité de l'entreprise.

Capitaux investis = actifs immobilisés nets + BFR + trésorerie positive

BFR = stocks + créances de l'actif circulant - dettes non financières.

ROIC : rentabilité économique des capitaux engagés, correspond au résultat économique après impôt divisé par le capital économique.

$$\text{ROIC} = \text{EBITDA} / \text{Capital économique}$$

Capital économique = capitaux propres et dettes financières brutes.

EBITDA : résultat d'exploitation

CMPC : coût moyen pondéré du capital ;

Le coût moyen pondéré du capital : exprime les attentes de rendements de bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers). Il représente les ressources apportées par ceux-ci. Il se calcule comme suit :

$$\text{CMPC} = K_{cp} * (\text{CP} / \text{cp} + \text{D}) + K_d(1-t) \text{D} / \text{cp} + \text{D}$$

Cp : capitaux propres

D : dettes

T : impôt sur le bénéfice des sociétés

Kcp : coût des capitaux propre

KD : coût des dettes

Une entreprise crée économiquement de la valeur, si la rentabilité intrinsèque du capital investi dépasse ce qu'il a coûté.

EVA positive : le taux de rendement des capitaux investis est supérieur au coût du capital, l'entreprise est créatrice de richesses pour ses bailleurs de fonds, c'est-à-dire qu'elle réalise des performances supérieures aux attentes du marché.

EVA négative : l'entreprise détruit de la valeur au détriment du choix opérationnel. Elle signale une mauvaise performance, une surévaluation de la valeur des actifs utilisés par l'entreprise ou une mauvaise estimation du coût de son capital, les performances réalisés sont inférieures de ce que le marché attend.

EVA est nulle : un cas exceptionnel. Il n'y a ni création, ni destruction de valeur, la rentabilité permet juste d'honorer les exigences des prêteurs de fonds.¹

Pour calculer EVA, on se place au niveau opérationnel, pour éviter de déduire deux fois les dettes financières, donc la rentabilité des capitaux est une rentabilité opérationnelle. On élimine toutes les opérations, qui augmentent le bénéfice, et qui n'ont pas de rapport avec l'activité de l'entreprise.

2- Valeur ajoutée du marché (mark et value added) : MVA

MVA : est la différence entre la valeur de marché (valeur boursière) et la valeur comptable des capitaux engagés (capitaux propres et dettes financières) de l'entreprise. C'est une mesure de création de valeur fondée sur les informations comptables et des valeurs de marchés.

MVA est une mesure de performance externe, par le marché. Elle représente la richesse créée pour les actionnaires depuis l'introduction en bourse et intègre leur anticipation.

MVA positive : le marché est optimiste, la capacité de créer de la richesse dépasse les exigences des actionnaires.

MVA négative : le marché prévoit une rentabilité insuffisante face au coût des capitaux.

EVA et MVA, deux indicateurs de mesure de création de valeur. Ils reflètent la performance de l'entreprise étudiée. Parfois, il existe une opposition : une entreprise ayant une capacité interne à créer de la valeur ne peut être reconnue par la bourse et être complètement sous-évaluées par le marché.² Et inversement, la mesure boursière de la création de valeur peut être

¹ : G.DENGLOS, «Le modèle de création de valeur « EVA-MVA ». Présentation, ajustements et reformulations», La Revue des Sciences de Gestion, 2005/3 (n°213), p. 43-60. DOI : 10.3917/rsg.213.0043. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2005-3-page-43.P7>.consulté le 15/12/2017.

² : H. DE LA BRUSLERIE, **analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic**, 4ème édition ; Dunod ; Paris2010. p 405.

l'expression d'anticipation très positive, alors qu'EVA est négative, et traduit une véritable destruction de valeur. Mais si EVA reste négative sur plusieurs années, la MVA se diminuera progressivement (Haerau et Teller, 2001).¹

3- Les ratios de rentabilité : plusieurs ratios sont indicatifs en termes de création de valeur économique intrinsèque. Ils sont liés aux résultats de l'entreprise, compte tenu de sa stratégie. Les entreprises utilisent ces ratios dans le cadre du pilotage interne.

La création de la valeur et les pratiques managériales sont l'origine de l'attention portée à la mesure de la rentabilité des capitaux investis, qui est très ancienne (à travers l'étude des rendements menée par Ricardo, au début du dix-neuvième siècle), ainsi de multiples entreprises telle que Schneider Electric, soulignent l'intégration de celle-ci dans leurs indicateurs de gestion interne et dans ses objectifs stratégiques.²

Une bonne gouvernance d'entreprise, permet la création de richesse, car elle lui évite des coûts liés aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Le cas de la société Sidal cotée en bourse. Le passage de cette dernière du statut d'entreprise publique économique à une entreprise publique caractérisée par l'ouverture de son capital, permet aux dirigeants de s'intéresser plus à la rentabilité de leur entreprise et de s'aligner aux mêmes objectifs des actionnaires en termes de création de richesse.

Parmi les ratios de rentabilité étudiés:

3-1/ Ratios de rentabilité des capitaux propres (rentabilité financière): Return on Equity

ROE correspond au résultat net divisé par le montant des capitaux propres (intérêts minoritaires y compris). C'est la rentabilité des fonds apportés par les actionnaires et le critère de jugement le plus fréquent sur la rentabilité de l'entreprise. C'est un instrument de gouvernance, il donne une mesure de l'efficacité avec laquelle les moyens mis à disposition de l'entreprise sont utilisés. Le principe consiste à comparer les résultats obtenus aux efforts entrepris pour les réaliser.

ROE= résultat net/ capitaux propres

Le ratio de rentabilité des capitaux propres est un indicateur de la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires soit sous formes de dividendes lors qu'elle procède à

¹ : L. CAPPELLETTI, D. KHOUATRA, « Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle », Comptabilité - Contrôle - Audit, 2004/1 (Tome 10), p. 127-146. DOI : 10.3917/cca.101.0127. URL : <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2004-1-page-127.htm>. p137. Consulté 14/11/2017.

² : P. AMADIEU, V. BESSIERES, **analyse de l'information financière, diagnostic, évaluation, prévisions et risque**, 2eme édition, economica, Paris2010.p 166.

la répartition de son résultat, soit sous forme d'une affectation aux réserves augmentant ainsi la valeur intrinsèque des actions qu'ils détiennent.

La rentabilité financière élevée, cela s'explique par la capacité de l'entreprise à financer sa croissance avec des nouveaux capitaux sur le marché.

3-2/ Taux de rendement des capitaux investis : ROCE correspond au résultat économique après impôt divisé par le capital économique. Le ratio de rentabilité économique est utilisé pour évaluer la performance globale de l'entreprise

ROCE= EBTDA/ capital économique (capitaux investis)

=RE/ FP+ D

RE : résultat d'exploitation

D : dettes

FP : fonds propres

Pour les calculs, nous retenons la valeur des fonds propres à la fin de l'exercice (31/15) et se composent de :

Fonds propres= Capital social+prime liées au capital+réserves+ Subventions reçues+ Écart de réévaluation+ Résultat de l'exercice+ Provision-frais préliminaires

4- PER Price earning ratio (PER):

PER= bénéfice par action/ cours de l'action sur le marché

Plus PER est élevé, plus les anticipations du marché sont fortes en faveur d'une robuste progression des bénéfices futurs de l'entreprise.

PER en dégradation, mentionne une faible confiance des investisseurs par rapport à la situation future de Saidal.

Nous avons analysé ces indicateurs, pour l'entreprise Saidal, à partir de l'année de la cotation, afin d'étudier l'effet de la cotation et de la gouvernance sur la création de la valeur.

Ces ratios étudient l'impact de la gouvernance de l'entreprise à travers sa stratégie sur la création de la valeur. Selon ces inducteurs, les actions stratégiques de l'entreprise peuvent être créatrices ou destructrices de valeur.

Les données nécessaires pour le calcul des indicateurs de rentabilité sont extraites des bilans comptables et comptes de résultats de Saidal.

Nous considérons dans notre travail, que l'apport d'une bonne gouvernance à la création de valeur est expliqué par une amélioration des résultats de l'entreprise. Ce qui explique une bonne gestion des dirigeants dans l'intérêt des actionnaires afin d'optimiser leur richesse.

Dans l'objectif de mener à bien notre recherche, des rapports d'activités de Sidal ont été obtenus auprès de leur direction financière, des informations boursières et des rapports annuels sont consultés sur le site de la COSOB.

Nous avons étudié l'évolution de la rentabilité de l'entreprise à partir de l'année de la cotation jusqu'à l'année 2015, afin d'analyser l'impact de la bonne gouvernance réalisée par le conseil d'administration en tant qu'organe de surveillance et de contrôle et les autres mécanismes de gouvernance sur la valeur de l'entreprise, Car l'étude de l'impact du processus de gouvernance sur la valeur de l'entreprise nécessite une étude à long terme (sur plusieurs années).

L'introduction de Sidal en bourse, a entraîné un changement dans le mode de gouvernance en termes de mécanismes de gestion, de surveillance, de contrôle et d'incitation. L'objectif était de vérifier si, suite à la cotation et à l'application des principes de gouvernance, l'entreprise Sidal a pu créer de la valeur en interne et sur le marché, pour ses actionnaires. A partir des valeurs comptables extraites des différents bilans comptables et compte de résultats de Sidal (1999 à 2015), nous essayerons d'étudier l'amélioration de la valeur (boursière, comptable et interne) si elle existe.

Pour concrétiser notre objectif, nous avons effectué une étude comparative de certains agrégats de gestion (sur le plan comptable : Chiffre d'affaires, valeur ajoutée et résultat net).

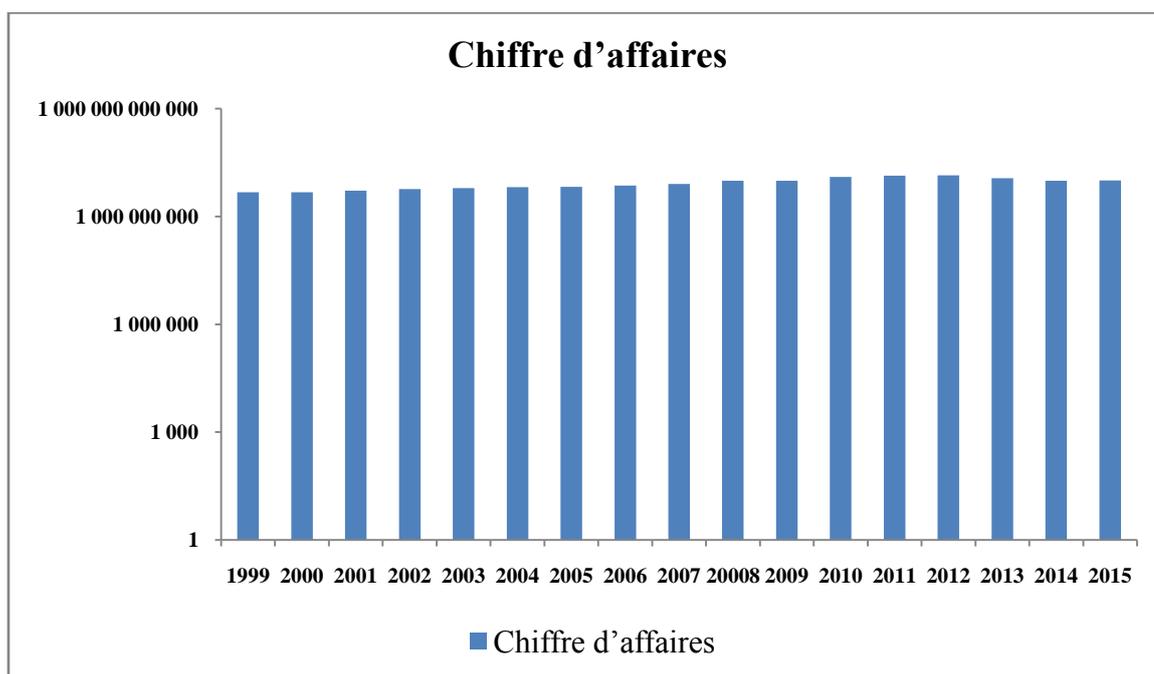
Sur le plan financier, nous retenons MVA comme indicateur de création de valeur boursière et sur le plan interne, nous avons retenu le ratio ROE (return on equity) et le ratio ROCE et EVA.

Tableau 38 : Évolution du chiffre d'affaires de Saidal

Année	Chiffre d'affaires
1999	4 666 786 000
2000	4201 749 205
2001	5 264 243 000
2002	5 820 809 000
2003	6 129 512 000
2004	6 578 622 000
2005	6 720 843 000
2006	7 222 361 000
2007	8 022 397 000
2008	9 882 486 000
2009	9 783 274 000
2010	12 510 199 865,95
2011	13 504 270 700 ,95
2012	13 895 054 472,57
2013	11461847581,90
2014	9 789 025 905,91
2015	9 984 043 757,71

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Saidal

Graphique 18 : Évolution du chiffre d'affaires de Sidal



Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

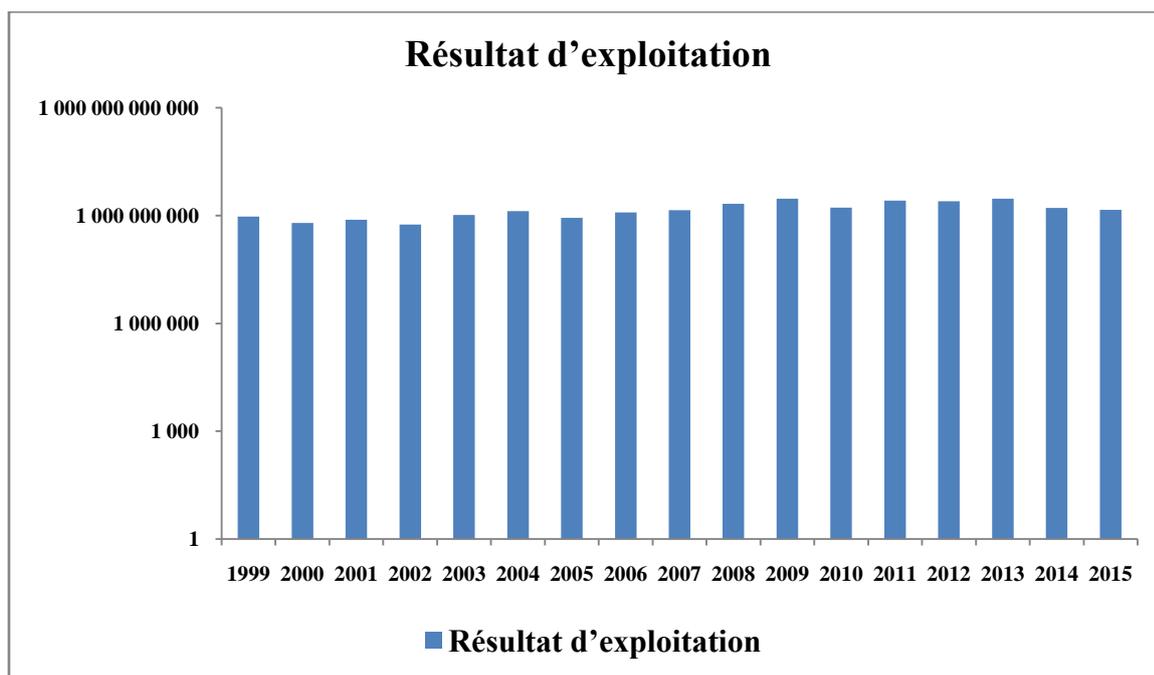
Le chiffre d'affaires de Sidal a connu une forte augmentation depuis l'année 1999, jusqu'à l'année 2012, il est passé de 466 à 13895 millions. Cette augmentation est expliquée par l'accroissement des quantités vendues et surtout les produits de forte valeur commerciale pour lesquels un effort promotionnel particulier a été réalisé. A partir de l'année 2013, le chiffre d'affaires de Sidal chute, cela est expliqué par une augmentation proportionnelle des consommations par rapport à la production. Cette diminution ne peut pas préjuger des résultats, car une société peut avoir un chiffre d'affaires en amélioration et les rendements en diminution.

Tableau 39 : Évolution du résultat d'exploitation

Année	Résultat d'exploitation
1999	942 991 921,00
2000	615 559 987,00
2001	755 465 767,00
2002	566 394 100,00
2003	1 032 401 846,00
2004	1 311 453 988,00
2005	864 953 730,48
2006	1 219 665 503,01
2007	1 411 993 594,18
2008	2 108 769 705,86
2009	2 912 981 749,37
2010	1 649 967 193,17
2011	2 624 059 985,42
2012	2 522 169 350,70
2013	2 946 399 282,02
2014	1 618 736 152,23
2015	1 433 808 241,54

Source : Elaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Graphique 19 : Évolution du résultat d'exploitation



Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Sidal

Le résultat d'exploitation représente la valeur générée par le capital économique et permet de mesurer la performance économique.

D'après le tableau ci-dessus, Sidal a connu un accroissement du résultat d'exploitation de l'année 2006 jusqu'à 2009, puis de 2010 à 2013, avant d'entamer une baisse significative après 2013, due principalement à l'augmentation des charges d'exploitation, entraînant une réduction du résultat d'exploitation.

Les résultats les plus élevés sont réalisés en 2009 et 2013.

L'amélioration du résultat d'exploitation est expliquée par :

- Une augmentation des ventes due à une performance de la promotion médicale ;
- Une stabilité des salaires et des frais du personnel ;
- Une maîtrise des consommations.

La chute du résultat d'exploitation à partir de 2013, est expliquée par une croissance des frais du personnel, dû à l'augmentation du niveau des primes par rapport au chiffre d'affaires et à l'évolution des effectifs.

Tableau 40 : Évolution du capital économique de Saidal:(capital investi) : capitaux propres+dettes

Année	D	CP	CI = D+CP
1999	439 374 061,00	7 139 461 066,00	7 578 835 127,00
2000	769 537 140,00	6 519 294 712,00	7 288 831 852,00
2001	563 796 580,00	6 095 915 851,00	6 659 712 431,00
2002	1 340 696 823,00	5 584 238 175,00	6 924 934 998,00
2003	1 367 787 397,00	5 937 796 062,00	7 305 583 459,00
2004	1 550 801 291,00	6 121 294 155,00	7 672 095 446,00
2005	1 785 923 772,73	6 202 546 617,00	7 988 470 389,73
2006	1 856 013 558,72	6 454 222 686,00	8 310 236 244,72
2007	1 839 046 473,77	7 015 485 795,00	8 854 532 268,77
2008	1 829 761 718,05	8 585 708 496,00	10 415 470 214,05
2009	1 678 218 688,27	11 261 304 776,50	12 939 523 464,77
2010	1 622 608 040,67	11 765 525 448,05	13 388 133 488,72
2011	1 595 341 068,53	13 795 482 542,61	15 390 823 611,14
2012	1 851 741 019,35	14 746 506 012,33	16 598 247 031,68
2013	2 911 046 961,36	16 748 436 102,49	19 659 483 063,85
2014	3 383 163 695,36	17 590 664 386,45	20 973 828 081,81
2015	4 821 513 005,59	20 465 934 577,15	25 287 447 582,74

Source : Elaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

Tableau 41 : Evolution de la rentabilité économique

Année	Résultat d'exploitation	Capital économique D+ CP	ROCE :RE / (D+CP)
1999	942 991 921,00	7 578 835 127,00	12%
2000	615 559 987,00	7 288 831 852,00	8%
2001	755 465 767,00	6 659 712 431,00	11%
2002	566 394 100,00	6 924 934 998,00	8%
2003	1 032 401 846,00	7 305 583 459,00	14%
2004	1 311 453 988,00	7 672 095 446,00	17%
2005	864 953 730,48	7 988 470 389,73	11%
2006	1 219 665 503,01	8 310 236 244,72	15%
2007	1 411 993 594,18	8 854 532 268,77	16%
2008	2 108 769 705,86	10 415 470 214,05	20%
2009	2 912 981 749,37	12 939 523 464,77	23%
2010	1 649 967 193,17	13 388 133 488,72	12%
2011	2 624 059 985,42	15 390 823 611,14	17%
2012	2 522 169 350,70	16 598 247 031,68	15%
2013	2 946 399 282,02	19 659 483 063,85	15%
2014	1 618 736 152,23	20 973 828 081,81	8%
2015	1 433 808 241,54	25 287 447 582,74	6%

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

Le tableau indique une baisse de la rentabilité économique de l'année 1999 (année de cotation) jusqu'à l'année 2005, en passant de 18% à 11%, puis une amélioration continue de la rentabilité économique est remarquée, entre l'année 2006 et 2009, qui passe de 15% à 23%, puis elle rechute en 2010 et s'améliore encore une fois entre 2011 et 2013 et enfin elle rechute durant les années 2014 et 2015.

La baisse de la rentabilité peut s'expliquer par l'augmentation des capitaux investis due aux projets de Saidal, ainsi qu'au ralentissement de la croissance du résultat d'exploitation et l'augmentation des consommations intermédiaires et des frais du personnel.

L'amélioration de la rentabilité économique, entre 2006 et 2009 ; montre que Saidal arrive à maîtriser ses financements durant cette période.

Tableau 42: Evolution du PER, price earning ratio

Année	Bénéfice B	Nombre d'actions N	bénéfice /action B P A	Cours action	PER cours actions / BPA %
1999	721 774 913,00	10 000 000,00	72,18	765,00	10,60
2000	271 109 220,00	10 000 000,00	27,11	780,00	28,77
2001	319 810 901,00	10 000 000,00	37,98	510,00	13,43
2002	187 339 238,00	10 000 000,00	18,73	430,00	22,95
2003	482 290 897,00	10 000 000,00	48,23	380,00	7,88
2004	456 231 457,00	10 000 000,00	45,62	345,00	7,56
2005	430 555 200,74	10 000 000,00	43,06	360,00	8,36
2006	547 483 832,56	10 000 000,00	54,75	440,00	8,04
2007	872 149 779,87	10 000 000,00	87,21	400,00	4,59
2008	1 328 601 109,76	10 000 000,00	132,86	380,00	2,86
2009	2 871 813 551,05	10 000 000,00	287,18	385,00	1,34
2010	1 102 191 923,00	10 000 000,00	110,22	500,00	4,54
2011	2 060 480 315,80	10 000 000,00	206,05	715,00	3,47
2012	1 965 160 951,44	10 000 000,00	196,52	620,00	3,15
2013	2 658 147 326,76	10 000 000,00	265,81	450,00	1,69
2014	1 477 751 553,22	10 000 000,00	147,78	560,00	3,79
2015	1 143 817 990,89	10 000 000,00	114,38	640,00	5,60

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

Le PER indique le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice par actions(BPA), sur le marché.

Plus le PER est élevé, plus les anticipations du marché sont fortes en faveur d'une progression des bénéfices futurs de l'entreprise. Ceci explique la confiance des investisseurs par rapport à la situation de l'entreprise durant cette période.

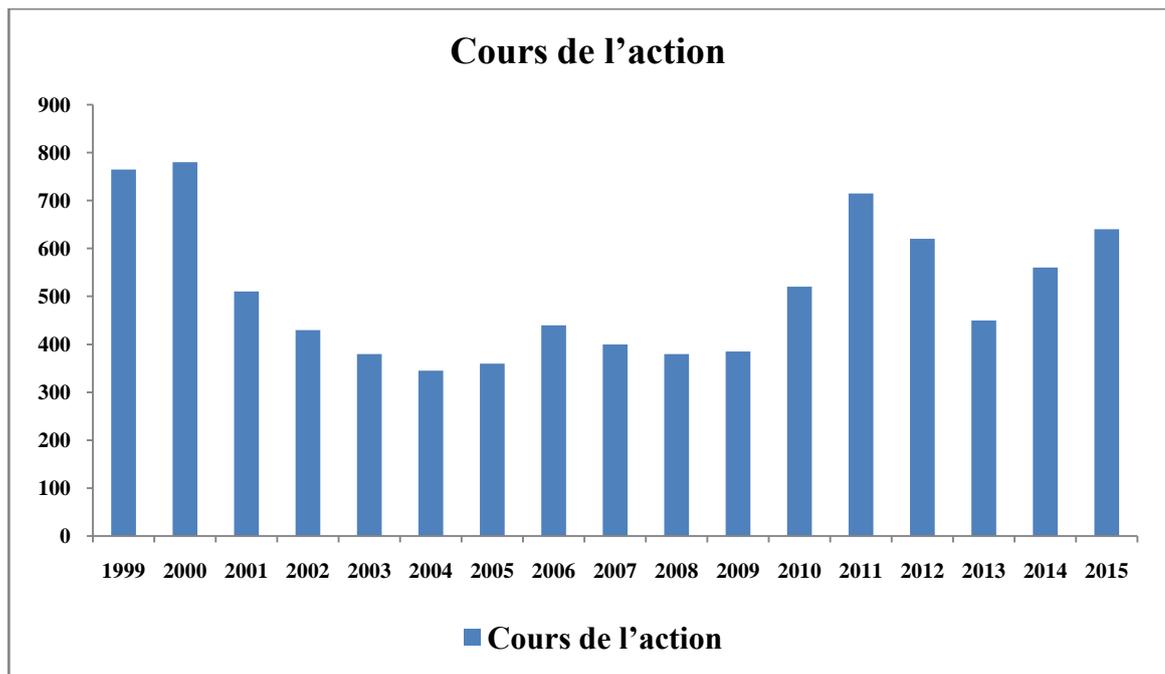
Le tableau montre que le bénéfice par action de Saidal est en dégradation dans les premières années qui suivent la cotation, puis en amélioration, à partir de l'année 2003, il passe de 48,23 à 265,81. En contrepartie, le cours de l'action, est en diminution. Le PER de Saidal est en dégradation jusqu'à l'année 2004, puis il s'améliore en passant de 360 en 2004 à 620 en 2012. Cette fluctuation du cours de l'action est due à l'offre et la demande sur le marché financier. Ce qui reflète la fluctuation du PER.

Tableau 43 : Évolution du cours de l'action de Saidal

Année	Cours de l'action
1999	765
2000	780
2001	510
2002	430
2003	380
2004	345
2005	360
2006	440
2007	400
2008	380
2009	385
2010	520
2011	715
2012	620
2013	450
2014	560
2015	640

Source : élaboré par l'auteur à partir des données de Saidal

Graphique 20 : Évolution du cours de l'action de Saidal



Source : élaboré par l'auteure à partir des documents internes de Saidal

Le cours de l'action de Saidal est en diminution depuis son introduction en bourse, en 1999, jusqu'à 2009. Il est passé de 765 à 385, puis Il a connu une amélioration entre 2010, 2012, (entre 520 et 620), puis il a chuté en 2013. Cette fluctuation de la valeur de l'action de Saidal, n'a pas de relation avec ses résultats, cela revient essentiellement à l'offre et la demande du marché financier qui reste toujours inactif, et qui n'a pas réussi à attirer de nouveaux actionnaires.

Tableau 44 : Évolution de la rentabilité financière(ROE)

Année	résultat net	capitaux propres	ROE RN / CP
1999	721 774 913,00	7 139 461 066,00	0,10
2000	271 109 220,00	6 519 294 712,00	0,04
2001	319 810 901,00	6 095 915 851,00	0,05
2002	187 339 238,00	5 584 238 175,00	0,03
2003	482 290 897,00	5 937 796 062,00	0,08
2004	456 231 457,00	6 121 294 155,00	0,07
2005	430 555 200,74	6 202 546 617,00	0,07
2006	547 483 832,56	6 454 222 686,00	0,08
2007	872 149 779,87	7 015 485 795,00	0,12
2008	1 328 601 109,76	8 585 708 496,00	0,15
2009	2 871 813 551,05	11 261 304 776,50	0,26
2010	1 102 191 923,00	11 765 525 448,05	0,09
2011	2 060 480 315,80	13 795 482 542,61	0,15
2012	1 965 160 951,44	14 746 506 012,33	0,13
2013	2 658 147 326,76	16 748 436 102,49	0,16
2014	1 477 751 553,22	17 590 664 386,45	0,08
2015	1 143 817 990,89	20 465 934 577,15	0,06

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

La rentabilité financière représente la rentabilité des fonds propres apportés par les actionnaires. Elle reflète la capacité de l'entreprise à rémunérer ses actionnaires. La rentabilité financière de Saidal a diminué de l'année de la cotation (1999) jusqu'à l'année 2006, elle est passé de 0,10 à 0,08. Puis a augmenté significativement entre 2007 et 2009 en passant de 0,08 à 0,26.

Ceci est dû à l'amélioration du résultat net qui est passé de 872 million de dinars à 2 871 millions de dinars.

Il est remarqué une amélioration de la rentabilité entre 2011 et 2013. Pour les mêmes raisons.

L'année 2010 présente une rentabilité faible(0,09), à cause de la diminution du résultat de l'entreprise qui passe de 2 872million de dinars à 1 102 millions de dinars.

Tableau 45 : Evolution de la valeur ajoutée du marché (MVA)

Année	prix action	nombre d'actions en circulation	capitalisation boursière	Capital investi CI = D + CP	MVA
1999	765,00	10 000 000,00	8 250 000 000,00	7 578 835 127,00	671 164 873,00
2000	780,00	10 000 000,00	8 000 000 000,00	7 288 831 852,00	711 168 148,00
2001	510,00	10 000 000,00	7 850 000 000,00	6 659 712 431,00	1 190 287 569,00
2002	430,00	10 000 000,00	5 050 000 000,00	6 924 934 998,00	-1 874 934 998,00
2003	380,00	10 000 000,00	4 300 000 000,00	7 305 583 459,00	-3 005 583 459,00
2004	345,00	10 000 000,00	3 800 000 000,00	7 672 095 446,00	-3 872 095 446,00
2005	360,00	10 000 000,00	3 450 000 000,00	7 988 470 389,73	-4 538 470 389,73
2006	440,00	10 000 000,00	3 600 000 000,00	8 310 236 244,72	-4 710 236 244,72
2007	400,00	10 000 000,00	4 400 000 000,00	8 854 532 268,77	-4 454 532 268,77
2008	380,00	10 000 000,00	4 000 000 000,00	10 415 470 214,05	-6 415 470 214,05
2009	385,00	10 000 000,00	3 800 000 000,00	12 939 523 464,77	-9 139 523 464,77
2010	500,00	10 000 000,00	4 000 000 000,00	13 388 133 488,72	-9 388 133 488,72
2011	715,00	10 000 000,00	5 400 000 000,00	15 390 823 611,14	-9 990 823 611,14
2012	620,00	10 000 000,00	7 150 000 000,00	16 598 247 031,68	-9 448 247 031,68
2013	450,00	10 000 000,00	6 200 000 000,00	19 659 483 063,85	-13 459 483 063,85
2014	560,00	10 000 000,00	4 700 000 000,00	20 973 828 081,81	-16 273 828 081,81
2015	640,00	10 000 000,00	5 850 000 000,00	25 287 447 582,74	-19 437 447 582,74

Source : Elaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

MVA : est la différence entre la valeur de marché (valeur boursière) et la valeur comptable des capitaux engagés (capitaux propres et dettes financières) de la société.

La MVA de Saidal est positive et en amélioration durant les premières années qui suivent la cotation. Cela signifie que l'entreprise est performante sur le marché et elle crée de la richesse pour les actionnaires.

MVA est négative à partir de l'année 2002 jusqu'à l'année 2015. Cela signifie que la société est destructive de la valeur durant cette période.

Tableau 46 : Evolution de la valeur ajoutée économique (EVA)

Année	ROIC	CMPC	ROIC - CMPC	EVA = (ROCE – CMPC) xCI
1999	12%	0,10	0,03	216 823 267,39
2000	8%	0,04	0,05	336 755 395,60
2001	11%	0,05	0,06	430 016 900,20
2002	8%	0,03	0,05	365 647 893,77
2003	14%	0,07	0,07	536 433 075,03
2004	17%	0,06	0,11	839 714 518,09
2005	11%	0,06	0,05	416 539 292,01
2006	15%	0,07	0,08	653 621 534,86
2007	16%	0,10	0,06	521 453 349,57
2008	20%	0,13	0,07	761 870 978,92
2009	23%	0,22	0,00	24 386 011,44
2010	12%	0,08	0,04	531 549 189,76
2011	17%	0,13	0,04	547 626 258,93
2012	15%	0,12	0,03	538 490 989,07
2013	15%	0,14	0,01	259 141 485,65
2014	8%	0,07	0,01	107 152 962,06
2015	6%	0,05	0,01	241 775 120,59

Source : élaboré par l'auteure à partir des données de Saidal

EVA est la différence entre le taux de rendement des capitaux engagés et le coût du capital, multipliée par les capitaux engagés.

L'indice EVA de Saidal est positif durant la période d'étude (1999 à 2015). La société crée de la valeur, et donc les dirigeants ont réussi à créer de la valeur au profit des actionnaires pendant cette période.

EVA est en amélioration de l'année 1999 à l'année 2004 et de l'année 2006 à l'année 2008 et stable entre 2010 et 2012. Cela explique que l'entreprise réalise une performance interne et ses résultats couvrent les capitaux engagés pour les réaliser.

Discussion des résultats :

L'évolution des résultats à partir de l'année de la cotation, permet de déterminer l'effet de la gouvernance, suite aux changements induits par la cotation en matière d'organisation de l'entreprise et des mécanismes de contrôle ainsi qu'aux décisions stratégiques.

L'étude de l'évolution d'EVA, du chiffre d'affaires et le résultat d'exploitation ont permis d'étudier l'évolution de la création de la valeur au sein de Saidal.

Le chiffre d'affaires de Saidal a connu une forte augmentation depuis l'année 1999, jusqu'à l'année 2012 ;

Le résultat d'exploitation s'est amélioré de l'année 2006 jusqu'à 2009, puis de 2010 à 2013.

EVA est positive durant toute la période d'étude.

La mise en place d'un système de gouvernance par Saidal, a contribué à la création de la richesse pour cette dernière durant toute la période d'étude, à travers l'étude d'EVA, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation.

Saidal est créatrice de valeurs à partir de l'année de cotation. Selon ces indicateurs, la gouvernance de l'entreprise a un effet positif sur la valeur et crée de la richesse pour cette société, après son introduction à la bourse d'Alger. Cela veut dire que la nouvelle organisation du groupe, et la mise en place des pratiques de la gouvernance, par l'audit interne et les mécanismes d'incitations et de contrôle ont abouti à un résultat positif sur la création de valeurs. Le partenariat étranger, surtout avec les danois, qui ont exigé l'adoption de bonnes pratiques de la gouvernance, les moyens de contrôle et d'audit, les outils de gestion (tableau de bord prospectif), l'application des nouvelles normes comptable sont pu avoir un effet positif sur la création de la valeur et donc sur l'évaluation de l'entreprise.

L'objectif de la gouvernance qui est l'accroissement de l'efficacité de la firme en lui permettant de créer de la valeur, est assuré.

L'étude de l'évolution de la MVA et du cours de l'action dépend du marché financier (offre et demande sur l'action de Saidal).

Nous remarquons qu'il existe des similitudes concernant l'amélioration des résultats de Saidal, généralement, pour les années 2006 à 2009, à travers l'étude de la rentabilité financière, la rentabilité économique et le PER.

La rentabilité financière a augmenté considérablement entre 2007 et 2009 ;

PER s'améliore entre 2004 et 2012 ;

Une amélioration continue de la rentabilité économique est remarquée, entre l'année 2006, 2009.

L'étude de l'évolution de ces ratios, montre que la société est génératrice de valeurs durant cette période (2006 à 2009). C'est-à-dire le taux de rendement est supérieur au coût du capital, d'un côté, et de l'autre, les résultats obtenus après la rémunération des ressources apportées par les actionnaires sont satisfaisants. Cela implique que la gouvernance au sein de la société n'a eu un effet positif sur la création de richesse qu'après quelques années de l'introduction de Saidal en bourse.

L'étude de ces ratios montre qu'avant 2006 et après 2009, la société est destructrice de la valeur. C'est-à-dire que les rendements sont inférieurs au coût du capital.

La Baisse des résultats avant et après cette période, est due principalement à :

- Le secteur pharmaceutique a connu une législation changeante. Ces changements posent le problème de la pérennité des politiques effectuées et le manque de visibilité dans le secteur.
- Le lancement du plan développement Saida 2009-2015, qui concerne plusieurs opérations (modernisation, extension, et réalisation de nouvelles usines), ces investissements sont d'ordre matériel (acquisition de nouveau matériel ou la mise à niveau des équipements existants), financier, humain et technologique, qui nécessitent d'importantes ressources financières.

1/ Modernisation du site El Harrach, Gué Constantine, Dar El Beida, et Batna.

2/ Extension : du site Média et l'usine de Constantine (usine d'insuline).

3/ Réalisation de 06 nouvelles usines de production :

- Zimirlli (forme sèche).
- Cherchell (forme sèche et sachet).
- Annaba (forme sèche).
- Constantine2 (forme liquide et spray).
- Constantine3 (biotechnologie, vaccin et bio médicaments).
- Oued smar (oncologie).

4/ Réalisation de deux structures de soutien

- Centre de recherche et développement (Sidi Abdellah).

- Laboratoire de bioéquivalence (Alger).

L'amélioration des résultats pendant cette période est due à :

- La protection de l'industrie pharmaceutique nationale, par un arrêté ministériel du 30 octobre 2008, qui oblige les importateurs d'investir dans la production locale et l'interdiction de l'importation de médicaments localement produits. Avec interdiction d'importation de 300 produits en 2008.

- Evolution du marché pharmaceutique, et la création de la direction du développement industriel et de la biotechnologie, en 2006.

- Elaboration du plan stratégique 2002-2011, dont l'objet principal est la croissance de la rentabilité des capitaux et la définition des axes stratégiques de la société pour optimiser la création de la richesse en investissant dans la gamme qui permet le meilleur rapport input-output (rapport de gestion, 2003)

-Le développement des accords de partenariat, qui est considéré par la société comme « axe stratégique important», pour assurer l'élargissement de son activité avec l'augmentation des capacités de production, et l'amélioration de manière continue de l'image de Sidal, qui suscite la confiance de l'ensemble des parties prenantes. (Rapport de gestion2004)

- La société a suivi une politique basé sur l'investissement humain et la gamme sélective. (Rapport de gestion, 2005).

Pour conclure, la deuxième hypothèse concernant la mise en place des pratiques de La gouvernance de l'entreprise influe positivement sur sa valeur, par la création de richesse, est validée.

Conclusion Générale

Conclusion générale

La globalisation, les changements économiques, l'ouverture du marché, La multiplication des transactions, le développement des échanges en bourse, augmentent la nécessité d'évaluer une entreprise et la question de sa gouvernance se pose. L'évaluation d'une entreprise est un acte très fréquent dans la vie économique.

L'évaluation de l'entreprise est une opération complexe, et peut être définie comme une tentative de mesurer avec des méthodes quantitatives, une valeur constituée d'éléments objectifs et subjectifs. Elle est complexe en raison des différents éléments à prendre en considération et aux multiples techniques utilisées.

C'est une démarche essentielle dans toutes les opérations comportant une transaction puisqu'elle contribue à la fixation du prix, condition formelle de la réalisation de la transaction. Plusieurs éléments interviennent dans l'amélioration de la valeur de l'entreprise à savoir : sa localisation, son marché, sa notoriété, le réseau de l'entreprise (national ou international), sa clientèle, son autonomie vis-à-vis de ses fournisseurs, l'organisation de l'entreprise, sa stratégie, et autres.

Plusieurs acteurs sont impliqués dans l'opération d'évaluation : acheteur, vendeur, experts indépendants, cabinets chargés de l'évaluation, avocats d'affaires et autres qui sont concernés par cette évaluation : Le chef d'entreprise (pour le pilotage de son organisation), les investisseurs (pour choisir d'investir ou non dans cette société), le possible successeur, les fournisseurs, les salariés, l'administration fiscale et les héritiers.

L'évaluation de l'entreprise est réalisée pour plusieurs raisons :

- Acquisition, ou cession globale, ou d'une participation minoritaire d'une société ;
- Fusion, acquisition ou rapport partiel d'actif ;
- Offre publique d'achat (OPA) ou offre publique d'échange (OPE)
- Introduction en bourse ou augmentation du capital ;
- Privatisation de l'entreprise ;
- Transmission de l'entreprise, évaluation fiscale ;
- Gouvernance de l'entreprise et suivi de la valeur actionnariale.

L'évaluation de l'entreprise ne consiste pas à appliquer une méthode précise, et de donner un chiffre précis. C'est une opération qui adopte une démarche analytique globale, et permet d'obtenir une connaissance approfondie de l'entreprise concernée.

La valeur de l'entreprise réside dans ce qu'elle détient aujourd'hui et aussi de ses perspectives de revenus.

Parmi les grandes familles de méthode d'évaluation, on distingue :

Celles qui se fondent sur les éléments patrimoniaux, dont l'objectif est de dégager la valeur de l'entreprise en fonction des éléments patrimoniaux tels qu'on les trouve au bilan. Leur principal avantage, elles sont simples, mais présentent l'inconvénient d'être statique et ne tiennent pas compte de la rentabilité future de l'entreprise.

L'évaluation par les flux, considère la valeur de l'entreprise égale à la somme des flux prévisionnels susceptibles d'être engagés.

D'autres méthodes sont utilisées telles que : L'approche comparative qui valorise une société à partir de données sur des sociétés présentant un profil comparable (ses concurrents), et Les méthodes mixtes ou de rente du goodwill, combinent une approche d'actif net et l'actualisation de la rente de l'excédent du résultat.

La transition vers l'économie de marché a nécessité de la part du gouvernement algérien l'adoption d'un large programme de privatisation dont la mise en œuvre était complexe, essentiellement en matière d'évaluation de l'entreprise. Les sociétés de participation et de gestion (SGP) étaient des acteurs participants à l'évaluation des entreprises. Le prix (ou bien fourchette de prix) déterminé à la fin du processus d'évaluation, a servi, soit comme prix proposé aux acheteurs d'actions en bourse, soit comme base de négociation avec d'éventuels acquéreurs.

La méthode de l'évaluation choisie, dépend des informations à collecter, des caractéristiques de l'entreprise et aussi des objectifs de l'évaluation. Nous avons utilisé pour l'évaluation de la société Saidal, la méthode de l'actif net, la méthode du goodwill, la méthode du flux de trésorerie et une méthode boursière.

La démarche de l'évaluation de l'entreprise nécessite plusieurs informations concernant le passé, le présent et les perspectives de l'entreprise, et aussi l'implication du personnel concerné, choses difficiles à obtenir au sein de la société Saidal.

L'utilisation des méthodes décrites précédemment et suscitées, nous ont permis de situer la valeur de l'entreprise entre **16 899 834 519,6 DA** et **18 086 007 690 DA**.

La maîtrise de la valeur, est un axe stratégique de pérennité et de développement pour l'entreprise. C'est un mode de gestion qui lui permet de développer des avantages concurrentiels, par l'implication du personnel de l'entreprise avec le respect de la ligne de conduite adoptée.

L'évaluation de l'entreprise permet d'effectuer certaines améliorations dans différentes activités ainsi que le changement de la stratégie de l'entreprise. Elle permet de mieux gérer l'entreprise et orienter son management dans une direction plus ambitieuse.

L'entreprise devient plus performante. Elle est considérée comme un outil de gestion qui aide le manager pour le pilotage de son entreprise.

L'évolution de l'environnement économique a imposé à la société Saidal une rationalisation des relations avec les différentes parties prenantes. D'abord, les employés, les fournisseurs, les clients et l'ensemble des parties prenantes extérieures. La société est alors confrontée à s'adapter aux nouveaux principes de management pour assurer sa continuité et pour garantir les droits de ses différents partenaires ; salariés, actionnaires,...

Plusieurs actions stratégiques et managériales ont été réalisées et plusieurs changements dans la stratégie ont été effectués, suite à une évaluation partielle (approvisionnement, ventes,...), cela a permis de piloter l'entreprise dans un sens plus ambitieux, et assurer une bonne diffusion de l'information en interne et en externe, par conséquent, la première hypothèse concernant l'amélioration de la performance de l'entreprise et de sa valeur a un impact positif sur la gouvernance de l'entreprise, est validée.

L'étude de l'impact de l'évaluation globale sur la gouvernance d'entreprise n'est pas prise en compte dans notre travail, car la société Saidal n'en a réalisé qu'une seule, pour son introduction en bourse, et les managers n'utilisent pas l'évaluation comme outil d'aide au pilotage de la firme.

La mise en place des bonnes pratiques de gouvernance s'est accrue, avec la mondialisation des marchés, la libération d'échange et le développement de nouvelles technologies. Une étude menée par l'organisation de coopération et de développement économique (OCDE), indique que certains aspects fondamentaux de la gouvernance d'entreprise jouent un rôle déterminant dans l'amélioration de la performance et sur la valeur.

Selon cette organisation, le gouvernement d'entreprise fait référence aux relations entre la direction d'une entreprise, son conseil d'administration, ses actionnaires et d'autres parties prenantes. Il détermine également la structure par laquelle sont définis les objectifs d'une entreprise, ainsi que les moyens pour les atteindre et assurer une surveillance des résultats obtenus.

Un gouvernement d'entreprise doit inciter le conseil d'administration et la direction à poursuivre les objectifs conformes aux intérêts de la société et de ses actionnaires et faciliter une surveillance effective des résultats obtenus. Le concept de gouvernance renvoie à une démarche libre, volontaire de l'entreprise en vue d'introduire plus de rigueur, de transparence dans sa gestion, son administration et son contrôle, en plus elle favorise la diffusion de toutes les informations nécessaires pour toutes les parties prenantes.

Des efforts importants des pouvoirs publics, en matière de gouvernance, ont été réalisés, en mettant en place des dispositifs législatif, réglementaire et institutionnel. Toutefois, les résultats observés, restent loin d'être satisfaisants.

L'entreprise publique algérienne est par conséquent, face à un défi de compétitivité sur les marchés national et international. Dans ce contexte, l'enjeu de la gouvernance d'entreprise devient capital, et ce, pour mettre en place un climat de confiance, durable, entre les partenaires nationaux et internationaux et l'entreprise.

Une des premières entreprises algériennes qui a adopté les principes de gouvernance, est la société Saidal. Elle représente un exemple incitatif et motivant pour les autres entreprises algériennes, ceci, à travers notamment son introduction en bourse en 1999. Saidal a adopté les principes internationaux de la gouvernance dès son partenariat avec le partenaire Danois (laboratoire Novo Nordisk) qui lui a exigé une charte éthique, en 2012. Depuis, l'entreprise a entamé l'application des clauses de cette charte. Plusieurs mécanismes internes de gouvernance existent dans Saidal, afin d'éviter les conflits d'intérêts et rendre l'entreprise plus performante, tels que ; l'assemblée générale, le conseil d'administration, la direction , le comité d'audit et autres.

La gouvernance au sein de Saidal a permis une gestion interne basée sur la détermination des droits et des obligations des différents acteurs de l'entreprise, et aussi de la transparence interne et externe. La transparence interne se fait par la définition des objectifs et les moyens pour les réaliser et le suivi de l'exécution, ainsi que la définition du système de rémunération (salaires, primes et les formations correspondantes à chaque poste). Tandis qu'en externe, l'entreprise publie périodiquement ses résultats de gestion certifiés par les commissaires aux comptes et les diffuse à qui de droit.

La gouvernance a permis à la société Saidal d'être plus performante et d'avoir des perspectives stratégiques et d'attirer des partenaires (nationaux et étrangers) et de réaliser de nouveaux investissements. La société est devenue plus compétitive face à une concurrence difficile.

Des insuffisances, voire des défaillances, sont constatées au sein de la société d'où la nécessité de les traiter, pour atteindre les objectifs de l'entreprise, telles que ; l'implication du conseil d'administration dans la vision stratégique, la nomination des dirigeants par le PDG du groupe, la séparation du pouvoir de la propriété, au demeurant non réalisée dans la société, ainsi que l'absence de comités (comité de rémunération, de nomination,...)

La gouvernance d'entreprise est un moyen qui permet de minimiser les conflits d'intérêts et assurer une création de valeur par la diminution des coûts d'agences et aussi

l'incitation des dirigeants à prendre des décisions stratégiques et d'adopter une politique de management par la valeur. Pour tester l'hypothèse concernant la gouvernance de la société et son effet positif sur la création de valeur, nous avons utilisé quelques indicateurs de création de valeur et cela à partir de l'année de cotation (1999).

L'ouverture du capital, l'adhésion de la société en bourse, la présence de nouveaux actionnaires, ont généré un nouveau mode de fonctionnement. En effet, une discipline plus rigoureuse a été instaurée, La prise de décision et la fonction de contrôle sont attribuées en fonction des compétences, pour être en capacité de réaliser les objectifs assignés.

Une entreprise cotée en bourse dispose de deux valeurs, une intrinsèque et l'autre extrinsèque (boursière). La première renseigne sur la gestion de l'entreprise et la deuxième concerne les attentes des investisseurs.

Pour mesurer la création de la valeur au sein de Saidal, nous avons utilisé des indicateurs comptables, boursiers et économiques (qui mesurent la valeur intrinsèque).

L'évolution des résultats à partir de l'année de la cotation permet de déterminer l'effet de la gouvernance, suite aux changements induits par la cotation, en matière d'organisation de l'entreprise et des mécanismes de contrôle, ainsi qu'aux décisions stratégiques.

La mise en place d'un système de gouvernance par la société Saidal a contribué à la création de la richesse pour cette dernière durant toute la période d'étude, à travers l'étude d'EVA, du chiffre d'affaires et du résultat d'exploitation.

L'étude de l'évolution de la MVA et du cours de l'action dépend du marché financier (offre et la demande sur l'action de Saidal), qui reste peu développé. De ce fait, ces indicateurs ne peuvent pas être pris en considération, car ils ne reflètent pas la réalité économique.

L'étude de l'évolution des ratios de rentabilité financière et économique, et le price earning ratio, montrent que le groupe est créateur de la valeur durant la période (2006 à 2009), ainsi, la deuxième hypothèse concernant la mise en place des pratiques de la gouvernance d'entreprise influant positivement sur la valeur, par la création de richesses, est validée.

Comme perspectives, nous proposons, la même étude (interaction entre évaluation et gouvernance de l'entreprise), pour l'entreprise privée, et une autre étude comparative avec une entreprise appartenant à un pays voisin limitrophe, comme la Tunisie et le Maroc, en raison de leur marché financier plus développé, et étudier la relation de l'évaluation par la méthode boursière et la gouvernance de l'entreprise.

Références Bibliographique

REFERENCES

OUVRAGES :

1. ALBOUY Michel, finance immobilière et gestion de patrimoine, édition Economica, Paris, 2009.
2. AMADIEU Paul, BESSIERES Véronique, analyse de l'information financière, diagnostic, évaluation, prévisions et risque, 2eme édition, Economica, Paris, 2010.
3. BARNETO Pascal, GREGORIO Georges, DSCG2- finance, manuel et application, 2ème édition, Dunod, Paris 2009.
4. BAUDRY Bernard, économie de la firme, édition la Découverte, Paris, 2003.
5. BENCHIMIOL Guy, valorisez votre entreprise pour une nouvelle gouvernance d'entreprise, édition EMS, Paris, 2003.
6. BERK Jonathan, DEMARZO Peter, CAPELLE-BLANCARD Gunther, CANDERC Nicolas, Finance d'entreprise, Pearson, 2eme édition, Juin 2014.
7. BERTIN Elisabeth, GODOWSKI Christophe, KHELASSI Reda, manuel comptabilité et audit, applications et corrigés, édition Berti.
8. BODIE Zvi et MERTON Robert, THIBIERGE Christophe, finance, 2^{ème} édition, Nouveau Horizon, Paris, 2007.
9. BOUCHAIB Faouzi, manuel d'évaluation financière des projets, Edition Madani, 2001.
10. BOUCHAIB. Faouzi, manuel d'évaluation financière des projets, Edition Madani, 2001.
11. BOUSETA Mohamed, EZZNATI Mohamed, gouvernance, territoires et pôles de compétitivité, Harmattan, Paris, 2009.
12. BRILMAN Jean, les meilleures pratiques de management, édition Organisation, Paris, 2001.
13. BRISSY Yves, GUIGOU Didier, MOUROT Alain, gouvernance et communication financière, éditions d'Organisation, Paris, 2008.
14. C.BONNIER, P.BELVAILLE, J-Y-EGLEUR, C.HOSSFELD, A.LE MANH, comptabilité financière des groupes, Gualino éditeur, Paris, 2006.
15. CABY Jérôme, HIRIGOYEN Gérard, PROT DIT HAVERT Christian, création de valeur et gouvernance de l'entreprise, 4eme édition, édition Economica, Paris, 2013.
16. CHAPLAIN Gérard, pratique moderne de l'évaluation d'entreprise, éditions EMS, Paris, 2004.

17. CHARREAUX Gérard, le gouvernement des entreprises, édition Economica, Paris, 1997.
18. CHARREAUX Gérard, WRITZ Peter, gouvernance des entreprises, nouvelles perspectives, édition Economica, Paris, 2006.
19. CHOPIN David, DELUZET Marc, GODINO Roger, la grande transformation de l'entreprise, travail, sens, et compétitivité, les éditions de l'atelier, 2012.
20. CHRISTIAN Hoarau, analyse et évaluation financière des entreprises et des groupes, Vuibert, 2008.
21. DE LABRUSLERIE Hubert, analyse financière : information financière, évaluation, diagnostic, 5^{ème} édition, Dunod, Paris, 2014.
22. DE LABRUSLERIE Hubert, l'entreprise et le contrat, jeu et enjeux, édition Economica, Paris, 2010.
23. DEBRY Françoise, IGALEN Jacque et JEAN Marie Peretti, éthique et responsabilité sociale, EMS édition, Paris, 2010.
24. DIDIER Yves Brissy Guigou--ALAIN Mourot, gouvernance et communication financière, éditions d'organisation, Paris, 2008.
25. DUOLAT Claude-Annie, évaluer votre entreprise, édition Vuibert, paris, 2007.
26. FARBER André, LAURENT Marie-Paul, OOSTERLINK Kim, PIROLLE HUGUES, finance, 2^{ème} édition, synthèse de cours et exercices corrigés, Pearson, Paris, 2009.
27. GOMEZ Pierre -Yves, le gouvernement de l'entreprise, modèles économiques et pratiques de gestion, Inter édition, 1996.
28. GOMEZ Pierre-Yves, KORINE Harry, l'entreprise dans la démocratie, une théorie politique du gouvernement des entreprises, De Boeck, 2009.
29. HUTIN Herve, toute la finance d'entreprise en pratique, 2eme édition, Edition d'organisation, 2002.
30. IBN ABDEJALIL Najib, évaluation et financement des investissements de l'entreprise, édition consulting, 2000.
31. JEREMY .Siegel, RLROY Dimson, MASSOUD Mussavian, GABRIEL Hawawini, DONAL B. Keim, LUIGI Zingales, ANTOINE Hyafil, finance d'entreprise et finance de marché, principe et application, financial times limited et éditions village mondial, Paris 1998.
32. JUGUET Vincent, GIRAUDON Philippe et ONNEE Stéphane, évaluation d'entreprises, Pearson, 2009.

33. KADDOURI A. et MIMECHE A, cours de comptabilité financière selon les normes IAS /IFRS et le SCF, ENAG, édition, Alger , 2010.
34. KINSEY MC et TOM Company Copeland, KOLLER Tim, HURRIN Jack, la stratégie de la valeur (évaluation d'entreprise en pratique), édition d'organisation, 2002.
35. LAKHLEF Brahim, la bonne gouvernance, croissance et développement, édition Dar Elkhaldounia, Alger, 2013.
36. LEGROS George, évaluation des entreprises, 2ème édition, Dunos, paris, 2015.
37. LEJOLY Karine et MOINGEON Bertrand, gouvernement d'entreprise débats théoriques et pratiques, édition Ellipes, 2001.
38. MAATI Jerome, Le gouvernement d'entreprise, de Boeck et Larcier, paris, 1999.
39. OBERT Robert, MAUSSE Marie-Pierre, DSG4 comptabilité et audit cas pratiques,
40. PEREZ Roland, la gouvernance de l'entreprise, édition La Découverte, Paris, 2003.
41. PEREZ Roland, la gouvernance de l'entreprise, édition La Découverte, paris, 2003.
42. PICHET Eric, le gouvernement d'entreprise dans les grandes sociétés cotées, de la convergence des pratiques à l'émergence de principe de bonne gouvernance, les éditions du siècle, 2009.
43. PIERRE Conso- FAROUK Hemici, l'entreprise en 20 leçons, stratégie, gestion, fonctionnement, Dunod, Paris, 2001.
44. PIERRE Florence avec collaboration BESANCON D'austache, valorisation d'entreprise et théorie financière, éditions d'organisation, Paris, 2004.
45. POLARD Jean- Etienne, FRANC Imbert, guide pratique d'évaluation d'entreprise, groupe Eyrolles, Paris,2013.
46. RICE Antony, comptes d'entreprise, introduction à la comptabilité et à l'analyse financière, 4^{ème} édition, Pearson, Paris, 2005.
47. ROBERTS John, organisation de l'entreprise moderne, performance et croissance, édition Economica, Paris.
48. ROUX Michel, finance éthique, structures, acteurs, et perspectives en France, Revue banque, Paris, 2005.
49. SCHOTT Annick et JURQUET Michel, pilotage des ressources humaines en PME, loin des modèles pour ne plus tarir les hommes au travail, l harmattan, Paris, 2013.
50. SIEGEL Jeremy, DIMSON Rlroy, MUSSAVIAN Massoud, HAWAWINI Gabriel, DONAL B. Keim, INGALES Luigiz, HYAFIL Antoine, finance d'entreprise et

finance de marché, principe et application, financial times limited et éditions village mondial, Paris 1998.

51. SIMON Pariente, analyse financière et évaluation d'entreprise, 2eme édition, Pearson, Paris ,2013.
52. TARIANT Jean-Marc avec collaboration de THOMAS Jerome, évaluer et céder son entreprise, Eyrolles, 2013.
53. TEULIE Jacque, TOPSOCALLIAN Payrick, finance, 4^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2005.
54. THAUVRAN Arnaud, évaluation d'entreprise, 3ème édition, édition economica, Paris, 2010.
55. TOURNIER Jean-Claude, TOURNIER Jean-Batiste, évaluation d'entreprise, que vaut une entrepris, 3eme édition, édition d'organisation, Pari, 2002.
56. VERNMMEN Pierre, finance d'entreprise, 6ème édition, édition Dalloz, Paris, 2005.
57. VIZZAVONA Patrice, évaluation des entreprises (cour- étude de cas corrigés), édition Berti, 2005.
58. WIRTZ Peter, les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise, édition La Découverte, Paris, 2008.
59. WIRTZ Peter, politique de financement et gouvernement d'entreprise, édition Economica, Paris ,2002 .

ARTICLES :

1. AUBERGER Marc, les difficultés de la valorisation des entreprises par les marchés financiers, revue d'économie financière, N104, 2011.
2. AZIEZ Lamia, KOUDRI Ahmed, le conseil d'administration : un mécanisme inefficent de la gouvernance des entreprises publiques économiques Cahier de cread, N°113 /114, 2015.
3. BARBOT Marie-Christine, évaluation des PME défailantes, revue française de gestion, N140, 2002.
4. BENSANEL Wassila, ALIOUAT Boualem, la création de valeur à travers l'approche d'option réelle, revue recherche économiques et managériales, biskra, N01, 2007.
5. BEOSMANE Mahfoud, formes et limites d'application des méthodes d'évaluation des entreprises, la revue du CENEAP, N13, 1999.

6. BONNET-BERNARD Sonia, l'évaluation, un art qui nécessite une combinaison de compétence, revue française de comptabilité, N458, 2012.
7. BOUTALEB Kouider, la problématique de la gouvernance d'entreprise en Algérie, université de Tlemcen, 2011.
8. CHARREAUX Gérard, a la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprises, revue finance contrôle stratégie, decembre2001.
9. CHARREAUX Gérard, l'actionnaire apporteur de ressources cognitives, revue française de gestion, V141, N5, 2000.
10. DUMONTIER Pascal, information comptable et création de valeur : le cours de bourse ne suffit pas, revue française de gestion, N°122,2000.
11. GLIZ Abdelkader, le problème l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, les cahiers du cread, N54, 2000.
12. GUERY Anne Stévenot, conflits entre investisseurs et dirigeants, une analyse en termes de gouvernance cognitive, revue française de gestion, N52, mai 2006.
13. NAVATTE Patrick, SCHIER Guillaume, la vague des fusions-acquisitions des années 1990 aux états unis, revue française de gestion, N204, 2010.
14. RENAUD Angèle, BERNARD Nicolas, mesure de la performance globale des entreprises, comptabilité-environnement, mai, France, 2007.
15. RUBINSTEIN Marianne, aspects théorique et empirique de la gouvernance d'entreprise en France, problèmes économiques, N2784, 2002.
16. SENTIS Patrick, pourquoi les décisions de désinvestissement créent de la valeur, revue française de gestion, N122, 1999.
17. TURQUETY Daniel, VANDELANOITE Severine, nouveaux acteurs, nouveaux enjeux, gouvernance et réforme financière après l'affaire ENRON, le financement de l'économie, cahiers français, N331, 2006.

Textes législatifs :

Code de commerce modifié et complété.

Loi N 95-25 du 25 sept 1995, relative à la gestion des capitaux marchands de l'État.

Ordonnance N 95/22 du 26 aout 1998, relative à la privatisation des entreprises publiques.

Loi du 25 novembre 2007 portant système comptable financier.

Ordonnance N08-01 du 28 février 2008 relative à l'organisation, la gestion et la privatisation des entreprises publiques économiques.

Loi 10-01 du 29 juin 2010 relative aux professions d'Expert comptable, de Commissaire aux comptes et Comptable agréé.

Documents :

OCDE (2004) : principe de gouvernement d'entreprise.

Code Algérien de gouvernance d'entreprise.

Rapport de gestion de Saidal

Sites internet

www.cfoa.eu/gouvernance-d-entreprise-et-creation-de-valeur-analyse.html.

<http://www.journaldunet.com/economie/sante/1162469-les-laboratoires-pharmaceutiques-qui-dependent-le-plus-en-r-d-et-marketing/>

GREGORY. D, Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt «social»?», La Revue des Sciences de Gestion, 2007/2 (n°224-225), p. 103-112. DOI: 10.3917/rsg.224.0103. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103.htm>.

Fédération Française des experts en évaluation, Mission d'évaluation, guide pratique, CSO, édition juin 2012, www.clcg.org/prive/guides/9.Mission_Evaluation.pdf

KHAN CHELIMEN, Changement stratégique et gouvernance, La Revue des Sciences de Gestion, 2005/3 (n°213), p. 27-42. DOI : 10.3917/rsg.213.0027. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2005-3-page-27.htm>.

DENGLOS Grégory, Création de valeur et gouvernance de l'entreprise. Les exigences de l'actionnaire s'opposent-elles à l'intérêt social ?, La Revue des Sciences de Gestion, 2007/2 (n°224-225), p. 103-112. DOI : 10.3917/rsg.224.0103. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2007-2-page-103.htm>.

DENGLOS Grégory, Le modèle de création de valeur EVA-MVA. Présentation, ajustements et reformulations, La Revue des Sciences de Gestion, 2005/3 (n°213), p. 43-60. DOI : 10.3917/rsg.213.0043. URL : <https://www.cairn.info/revue-des-sciences-de-gestion-2005-3-page-43.htm>.

THION Bernard, Valeur, prix, et méthodes d'évaluation en immobilier, <https://www.immonot.com/PDF/TMI-EVALUATION-en-IMMO.pdf>

ASSELU Jean, VEGINA Celue, pour une meilleure gouvernance des sociétés d'état , les devoirs et les responsabilités d'un conseil d'administration.

http://servicesauxorganisations.enap.ca/DSO/docs/devoirs-et-resp-CA_ENAP.pdf.

ALBOUY Michel, Théorie, applications et limites de la mesure de la création de valeur, Revue française de gestion, 2006/1 (no 160), p. 139-157. DOI : 10.3166/rfg.160.139-158.

URL : <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2006-1-page-139.htm>

CAPPELLETTI Laurent, KHOUATRA Djamel, Concepts et mesure de la création de valeur organisationnelle, Comptabilité - Contrôle - Audit, 2004/1 (Tome 10), p. 127-146. DOI : 10.3917/cca.101.0127. URL : <https://www.cairn.info/revue-comptabilite-contrrole-audit-2004-1-page-127.htm>

BANCEL Franck et MITTOO Ushar, théorie et pratique de l'évaluation d'entreprise, analyse financière N°48, page 80-83, septembre, 2013.

LEFEBVRE Francis, Evaluation financière expliquée : principes et démarche, CNCC,2011.

<http://fr.calameo.com/read/0026983986fe95e273777>.

Guide d'évaluation des entreprises et des titres de sociétés,

https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3.../guide_eval_entreprises.pdf

Annexes

Annexe -1-

Annexe -2-

Bilan Consolidé des Filiales du groupe
& Participations minoritaires

3.1: Actif du Bilan :

U.D.A

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Coût d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,81	151 954 925,98	31 977 115,83	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Immeubles	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,82
Véhicules	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 208 128 771,69	11 622 294 076,10	2 585 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences				
Primes assuées				
Autres participations et créances				
Acquises	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 664,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 006,07
Autres et autres actifs financiers non				
en cours	35 036 204,18		35 036 204,18	26 073 796,63
Autres actifs financiers	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 190 284 806,15	535 640 260,79	6 654 644 545,36	7 693 381 067,85
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 895 832,73	4 412 310 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 780 008,44	14 745 561,20	290 034 447,24	217 164 420,22
Autres	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actifs courants	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Banques et autres actifs financiers				
courants	18 558 989,19		18 558 989,19	18 558 989,19
Autres	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,34
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 484 013 307,63	2 455 648 976,06	15 028 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 156 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,18
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 067 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Tresorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,82
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

* - Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
Achats consommés	-4 972 752 409,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 076 975 061,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 546 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 682,47
Autres produits opérationnels	566 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 740,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

GRUPE INDUSTRIEL SAIDA SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	LEGNOMES	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Fact d'acquisition non gérés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 872 834,27	165 324 654,96	28 548 179,29	21 977 119,84
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Logements	4 574 051 900,00	0,00	4 574 051 900,00	7 208 716 148,54
	Matériel	7 054 832 984,10	4 847 277 788,44	2 207 555 195,66	2 673 469 378,28
	Autres immobilisations corporelles	10 673 176 276,00	11 978 818 641,85	3 304 756 633,87	2 588 484 827,73
	Immobilisations en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations financières	429 650 609,89	0,00	429 650 609,89	113 661 825,73
	Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres lignes consolidées	204 212 125,00	38 777 726,78	165 434 398,22	76 176 418,26
	Parts et autres actifs financiers non courants	0,00	0,00	0,00	104 583,31
	Impôts différés actif	22 578 708,91	0,00	22 578 708,91	35 636 204,18
	Impôts différés passif	188 252 038,51	0,00	188 252 038,51	181 727 180,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,81	18 970 186 813,14	11 161 030 690,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et avances	8 899 258 090,37	646 997 748,48	8 252 260 341,89	6 989 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres actifs	5 954 570 051,04	1 486 442 284,33	4 468 127 766,71	4 412 510 499,51
	Autres actifs	83 640 971,31	28 720 954,54	54 920 016,77	290 044 345,23
	Autres actifs courants	461 641 047,23	348 291 517,11	113 349 530,12	234 772 688,81
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	179 718 068,37
	Placements et autres actifs financiers courants	0,00	0,00	0,00	0,00
	Troisième	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 509 969 118
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 438,31	2 041 166 245,35	16 116 840 187,04	18 038 364 338,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 932,12	19 811 353 058,49	27 277 870 877,73	38 251 187 970,72

GRUPPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital ordinaire	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non abondé	0,00	0,00
	Primes et réserves (résultat consolidé)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Ecart d'assurance	0,00	0,00
	Résultat fiscal	2 060 480 315,80	1 102 191 023,00
	Autres capitaux propres (report à nouveau)	116 850 810,38	-183 180 682,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 796 482 842,81	11 706 628 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts différés et provisions	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 856 219,19	3 005 203 307,17
	Tresorerie passif	1 154 085 089,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 361,05	7 845 167 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 870 867,73	28 251 187 962,48

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Directeur des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° IX مورد	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,96	12 510 199 865,71
	Ventes de stocks produits, fins et en cours	-814 751 205,27	-838 730 875,85
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subventions d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 609 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-805 122 481,07	-814 339 848,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 414 780 773,76	-5 787 092 318,17
	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	-2 094 738 689,98	-2 215 623 328,12
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, Taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,87
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 878 998,13	1 935 996 788,10
	Autres produits opérationnels	250 884 778,47	588 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 846 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et autres de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 648 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 526 202 081,58	1 518 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 953,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,28	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 018 474,41	-12 588 453 028,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	- 0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	0,00
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minorities	37 270 535,99	6 529 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 182 923,00

GROUPE INDUSTRIEL SAJDAI SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° EX Libellés	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Autres d'actives	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variations stocks produits finis et en cours	-814 751 285,27	-838 730 875,80
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Travaux de capitalisation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 415,74	11 671 468 990,50
	Actifs consommés	-4 609 658 292,59	-4 972 752 469,23
	Services relatifs et autres consommés	-905 122 461,07	-914 339 848,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 514 780 753,76	-5 887 092 318,17
	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	-2 825 261 338,02	-4 215 623 327,67
	Charges de personnel	-3 342 926 562,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,87
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 835 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 884 778,47	568 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 846 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 648 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,30
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,47
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 518 611 968,70
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 953,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 166 700,66
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 879 016 474,41	-12 598 453 026,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 674,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	- 0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	0,00
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 674,32
	Résultat minoritaires	37 270 525,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 325,80	1 102 191 926,00

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 748 508 012,32	13 795 482 642,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,05	261 218 512,12
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	6 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 238 186,51	7 740 687 351,06
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 896 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 796 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,05	261 218 512,12
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	6 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 236 186,61	7 740 687 361,08
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,64	27 277 970 867,73

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 000 656 202,60
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,04	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 763,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,88
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,86	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 776,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,82	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 986,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,76
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,16	2 626 202 081,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 966 160 951,44	2 060 480 316,80

TABLE DE MATIERES

Introduction Général	08
Partie Théorique	
Chapitre I	Cadre Théorique de L'évaluation de L'entreprise
Introduction	23
Section I : Concepts fondamentaux	24
I/ Définition :	24
II/ La différence entre évaluation et prix	24
a/ L'évaluation à l'égard de l'acheteur et du vendeur	25
b/ Prix à l'égard du cédant et du repreneur	26
III/ Les éléments créateurs de valeur au niveau de l'entreprise	26
IV/ les acteurs intervenant dans l'évaluation	28
A) Les acteurs principaux	28
a) Le vendeur	28
b) L'acheteur	28
c) Le vendeur face à l'acheteur	29
d) Les autres types d'acteurs	29
B) Les acteurs auxiliaires	30
V/ A qui est destinée l'évaluation	31
VI/ Le système d'information et l'évaluation	33
VII/ Le rôle de la comptabilité dans l'évaluation	37
VIII/ Les raisons de l'évaluation	38
A- Réaliser un investissement ou acquisition	39
a) à caractère industriel	39
b) à caractère financier	39
B- Désinvestissement ou bien cession	39
C- Evaluer l'entreprise dans le cas d'une succession	40
D- Déterminer un cours pour l'introduction d'une société en bourse	40
E- Calculer les parités d'échange en cas de fusion de deux sociétés	40

F- Mesurer en interne la qualité de la gestion	41
G- Restructuration	41
H- Evaluation annuelle dans le cadre de l'impôt de solidarité sur la fortune	42
I- Bilan patrimonial	42
IX/ Les avantages de l'évaluation	42
A) L'évaluation, une information essentielle pour le dirigeant	43
B) Connaitre la valeur de l'entreprise sur le marché	43
1/ Etre prêt à répondre à toute proposition éventuelle	43
2/ Céder l'entreprise et chercher un repreneur	43
C/ Faciliter le développement de l'affaire et obtenir les financements	43
1- Obtenir des prêts bancaires	44
2- Faire entrer des partenaires financiers dans le capital de l'entreprise	44
3- Fixer la valeur des titres en cas d'augmentation du capital en numéraire	44
4- Développer l'entreprise par croissance externe	44
D-Mieux piloter l'entreprise	44
E- Introduction de l'entreprise en bourse	45
F- Se conformer à la législation fiscale	45
Section II : Evaluation au sein de L'entreprise	46
I/ Le choix de la méthode d'évaluation	46
a/ Le choix d'une méthode d'évaluation, présume	47
b/ Les critères d'estimation	47
c/ L'adéquation du modèle choisi aux caractéristiques de l'entreprise	47
II/ Les informations à collecter pour réaliser une évaluation	48
a/ Les informations collectées à l'extérieur de l'entreprise	49
b/ Les informations collectées au sein de l'entreprise	49
b-1/ Les informations sur une société, selon leur diffusion	52
b-2/ Fiabilisation des données	53
III/ Les étapes de l'évaluation	53
a- Motif d'évaluation	54
b- Préparation de l'évaluation (prise de connaissance de l'entreprise et l'audit des comptes)	55
c- Analyse financière	55
d- Diagnostique stratégique	56
e- Prévisions financières : élaborer un Business plan	56

f- Evaluation de l'entreprise:	56
g- Négociation de l'opération prévue	56
IV/ Analyse stratégique de l'entreprise – préalable indispensable à l'évaluation	57
1/ Point de vue de l'acquéreur et du vendeur	57
A. Acquéreur	57
B. Vendeur	57
2/ Analyse stratégique de l'entreprise	57
A. Description et structure de l'entreprise	58
B. Métier et évaluation du portefeuille d'activités	59
a. Analyse stratégique qualitative	59
b. Analyse stratégique directement utilisable pour l'évaluation	60
c. Marché	61
1/ Sensibilité à la conjoncture	61
2/Clients	62
3/Concurrents	62
4/ Fournisseurs	62
5/ Données sociales	63
6/Autres données	63
V/ Rôle de l'évaluation de l'entreprise dans l'amélioration de ses performances Réduire les délais de règlements accordés aux clients	63
a- Essayer de prolonger les délais de règlement des fournisseurs	65
b- Mieux gérer les stocks	65
c- Réduire les besoins de trésorerie	65
Conclusion	66
Chapitre II	Méthodes d'évaluation , patrimoniale et des flux
Introduction	67
Section I : Méthode patrimoniale	68
I/ Champ d'application	68
II/ L'actif net comptable	69
III/ L'actif net comptable réévalué ou corrigé	70
a/ La détermination de la valeur patrimoniale	71
b/ Les non valeurs ou actifs fictifs : regroupent	72
c/ Estimation de l'actif net corrigé	73

c-1/ Valeur de liquidation ou valeur de continuité	73
c-2/ Valeur d'usage ou d'utilité	73
d/ L'actif net comptable corrigé poste par post	74
A/ Immobilisations incorporelles	74
B/ Les immobilisations corporelles	74
a/ La valeur vénale	74
b/ Valeur d'utilité	74
c/ Valeur de remplacement	75
d/ Valeur nette comptable	75
1/ Terrains et construction	75
2/ Evaluation des autres immobilisations corporelles:	76
3/ Bâtiments industriels	77
4/ Agencements et installations	77
5/ Matériel, ouillage, et matériel de transport :	77
6/ Matériel d'usage courant :	78
7/ Le portefeuille des titres	78
8/ Disponibilité ou liquidité	78
9/ Les stocks	78
10/ Ecarts de conversion à l'actif et au passif	79
11/ Les frais d'établissement et frais de recherche et développement	79
12/ La fiscalité différée	79
C/Analyse du passif	80
1/ Capitaux propres	80
2/ Prêts et créances, dépôts et cautionnement, dettes financières et d'exploitation	80
Le cas du crédit bail	
3/ Engagement relatif aux avantages à long terme accordé aux salarié	80
4/ Les provisions	81
IV/ La valeur substantielle brute	81
V/ Avantages de la valeur patrimoniale	81
VI/ Limites de la valeur patrimoniale	82
VII/ Les notions de Good will et d'actifs immatériels	83
A/ Définition d'un Good Will	85
B/ Calcul du Good Will	85

C/ Evaluation des actifs immatériels	85
1- La valeur de portefeuille:	86
1.1 La valeur du fonds de com	86
1.2 La valeur de la marque	86
1.3 La valeur du capital client:	87
2. La valeur du capital innovation:	87
2.1 Les brevets et la R &D:	87
2.1.1 Les brevets	87
1) Par les coûts de recherche	87
2) Grace aux bénéfices cumulés	87
3) D'après l'administration fiscale	87
2.2.2 Les processus	87
2.2.3 La valeur du capital humain	88
2.2.4 La valeur du management et de l'organisation	88
2.2.5 La valeur stratégique	88
1) La survaleur par les parts de marché	88
2) La valeur du potentiel stratégique	88
Section II/ Les méthodes de flux : (rentabilité, capitalisation, actualisation des flux disponibles)	91
I/ La méthode des flux futurs de trésorerie actualisés	91
A/ La période explicite de prévision	92
B/ Valeur terminale	93
C/ L'estimation de la valeur des capitaux propres	94
D/ La valeur de dette nette	95
E/ L'estimation des flux de trésorerie disponible	96
F/ La construction du plan d'affaires	96
G/ Taux d'actualisation	97
H/ Les erreurs à éviter dans l'application de la méthode DCF	98
I/ Avantages de cette méthode	98
J /Inconvénients	100
II/ Méthode de capitalisation d'un flux normatif	101
III/ Méthode basée sur l'actualisation des bénéfices	102
a/ Critère de bénéfice net	102
b/ Délai de recouvrement	103

IV- Méthodes basées sur l'actualisation des dividendes	104
a/ Dividendes	104
b/ Valeur de rendement	104
c/ Modèle de Gordon Shapiro	105
d/ Modèle de Bates	105
Conclusion	107
Chapitre III	Méthodes d'évaluation
Introduction	109
Section I : La méthode des options	110
I/ Définition d'une option	110
II/ Les facteurs influençant la valeur d'une option	110
a/ La valeur de l'actif sous-jacent	110
b/ Le prix de l'exercice	111
c/ La durée	111
d/ La volatilité	111
e/ Le taux d'intérêt	111
f/ Le dividende	111
g/ Le type d'option	111
III/ Les options réelles d'une entreprise	111
a/ Définition	111
b/ Les différentes catégories d'options réelles	112
b-1) Les options de croître	112
b-2) L'option d'ajournement	112
b-3) L'option d'abandon ou de vente	113
IV/ L'évaluation des options sur actions	113
a) Modèle Black et Scholes	113
b) Modèle Binominale	114
V/ Les options réelles	115
VI/ l'option de différer	115
VI.1/ Les paramètres de l'option de différer	115
VI.2/ Tableau 5: Les paramètres d'une option d'expansion	116
VI.3 Tableau 6: Les paramètres d'une option d'abandon	116
VII/ Avantages de la méthode des options réelles	116
VIII/ Inconvénient de cette méthode (Limites)	117
Section II : Autres méthodes	118

I/ Méthodes pragmatiques	118
II / Méthode d'évaluation de l'administration fiscale	118
1/ La valeur mathématique	119
2/ La valeur de rentabilité	119
3/ Méthode des transactions comparables	120
4/ Combinaison des méthodes	120
A) Entreprise individuelle	120
B) Entreprise sociétaire	120
5/ Primes et décotes	121
a/ Prime de contrôle	121
b/ Décote de holding	121
1- Décote de minorité	122
2- Décote d'illiquidité	122
III/ Les méthodes d'évaluation mixte ou les méthodes combinées	122
A/ Les formules mixtes traditionnelles (flux + patrimoine)	123
1/ Méthode classique	123
2/ Méthode de praticien méthode indirecte ou allemande	123
3/ Formule de Retail	124
4- La méthode Anglo-saxonne ou méthode de la rente du good Will ou méthode directe:	124
5- Méthode des praticiens ou méthode indirecte ou allemande	124
6/ La méthode de la rente du goodwill (méthode dite des anglo-saxons)	125
7/ Formule de l'union européenne des experts comptables (UEC)	125
8/ Formule de Pont-à-Mousson	126
B/ Formules mixtes contemporaines (flux + patrimoine) :	126
C/ Formules mixtes nouvelles (flux + stratégie)	126
1- Modèle de Miller et Modigliani (1966)	126
2- EVA (Economic Value Added) de stern ET Stewart	127
3- Modèle Pentagon de MecKinsey	128
VI/ Méthode analogique ou méthode des comparables ou encore dénommée méthode de multiple	128
1/ Les principales étapes de la méthode	128
2/ Le choix des indicateurs de valeurs (Agrégats)	130
3/ Les principales formules utilisées	133
a/ Méthode directe	133
b/ Méthodes indirectes	134
b-1 Multiple VE/CA	134

b-2 Multiple VE/EBE ou EBTDA	134
b-3 Multiple d'exploitation VE/EBIT	134
4/ Les modèles des méthodes des comparables	135
a/ Méthodes des « comparable boursier »	135
b/ Méthode des « transactions comparables ou bien de multiples transactionnels»	135
5/ Difficultés de la méthode analogique :	136
6/ Avantages de cette méthode sont	137
7/ Des précautions à prendre en compte	137
V/ Comparaison des valorisations	138
A/ analyse de l'écart entre valeur patrimoniale et valeur de rentabilité	138
B/ Valeur des multiples et valeur DCF	138
C/ Méthode de valorisation entre cédant et acquéreur	139
D/ Les valeurs et le cycle de vie de l'entreprise	139
Conclusion	141
Chapitre IV	Gouvernance d'entreprise
Introduction	143
Section I : Historique et concepts fondamentaux	144
I/ Historique de la gouvernance	144
a/Au moyen âge	145
b/ Commerce lointain et gouvernance d'entreprise marchande	145
c/ L'existence des mécanismes de gouvernance au cours du temps	145
d/ Propriétaire fonciers et gouvernance d'entreprise agricole	146
e/ Révolution industrielle et G E	146
f/ La gouvernance d'entreprise en USA	147
g/ Les caractéristiques essentielles de la G E selon les pays de l'Europe et dans le monde	147
II/ Définition de la gouvernance de l'entreprise	148
III/ La gouvernance financière : une approche externe	149
IV/ Une bonne gouvernance d'entreprise	151
V/ Gouvernance ou gouvernement	153
VI/ Les mécanismes de la gouvernance d'entreprise	153
1) Transparence et communication financière	154
2) Indépendance du conseil	154
3) Le fonctionnement du conseil et la création de comités d'administrateurs	156
4) L'exercice du pouvoir par les actionnaires en assemblée	156
5) La rémunération des dirigeants	157

6) De nouveaux critères de système de gestion	157
VII/ Les sujets de la gouvernance, les dirigeants	158
VIII/ L'objet de la gouvernance ou le management du management	158
IX/ Les constituants des systèmes de gouvernance	158
1/ Les structures (S)	158
2/ Les procédures (P)	159
A/ Le dispositif propre à l'entreprise	159
a/ L'assemblée générale des actionnaires	159
b/ Le rôle du conseil d'administration	159
c/ La fonction du président et/ou directeur général	160
B/ Le dispositif d'appui	160
a/ Le contrôle des comptes	160
b/ l'évaluation financière : analystes financiers et agences	161
c/ Intermédiaires financiers, prestataires de service d'investissement, société de conseil et d'ingénierie financières	161
c-1/ prestataires de services d'investissement	161
c-2/ Conseil et ingénierie financière	161
C/ le dispositif de régulation	162
a) Les organisations professionnelles	162
b) Les tutelles	162
c) Les autorités de régulation	162
d/ Les instances juridictionnelles	163
D/ Les instruments opérationnels de la gouvernance d'entreprise (orientée actionnaire)	163
a/ Un indicateur de financement	163
b/ Un indicateur de performance, la création de valeur boursières, ou «valeur pour l'actionnaire» (Shareholder value)	164
c/ Un principe de mesure comptable : la valeur de marché, « la juste valeur » « fair value »	164
d/ Un mécanisme indicatif : l'attribution d'options d'achat d'actions (stock-options)	164
e/ Un mécanisme disciplinant : Les OPA-OPE	164
3/ Les comportements (C)	165
A/ Le comportement des dirigeants des entreprises	165
B/ Les comportements des acteurs financiers	165
X/ Le dispositif de régulation de la gouvernance	166
1/ Le management de la gouvernance	166
2/ Harmonisation des dispositifs de régulation : gouvernance de la gouvernance	166

3/ Méta-gouvernance	166
XI/ La gouvernance et « bonne conduite »	166
XII/ Le pouvoir dans l'entreprise	167
a/ Les sources directes du pouvoir	169
b/ Les sources indirectes du pouvoir	169
Section II : Les théories de la gouvernance et les codes de la gouvernance d'entreprise	171
I/ Les théories de la gouvernance d'entreprise	171
1/ La théorie managériale de la firme : séparation propriétés et pouvoir	171
a/ Qui dirige ?	171
b/ Définition de la théorie de l'agence	172
2/ La théorie de l'agence	173
3/ La généralisation de la théorie de l'agence aux parties prenantes	175
4/ Evolution des systèmes de gouvernance d'entreprise et cadre juridique du capitalisme	176
a/ Une économie mondialisée largement dématérialisée	176
b/ Des sociétés en mutation	176
5/ Approche cognitive et comportementale	177
II/ Les lois et codes de gouvernance d'entreprise	178
A/ Définition du code de gouvernance	178
B/ Quelques codes de la gouvernance d'entreprise	178
C/ Les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE	180
D/ Le code algérien de gouvernance d'entreprise CAGE	181
1- Les principes fondamentaux et universels	182
2- Problème de gouvernance d'entreprise en Algérie	183
a/ Relation banque / entreprise	183
b/ Attirer des investisseurs	183
c/ Clarification des relations entre les actionnaires	183
d/ Relation entre actionnaires et managers non actionnaires	183
e/ Les relations de l'entreprise avec les parties prenantes	183
1. Les relations entre les parties internes	183
2. Les relations de l'entreprise avec les parties prenantes externes	183
a- Les pouvoirs publics comme partenaires	184
b- Les banques et autres institutions financières	184
c- Les fournisseurs :	184
d- Les clients	184
e- Les employés	185

f- Les concurrents	185
Conclusion	187
Chapitre V La relation entre l'évaluation et la gouvernance de l'entreprise	
Introduction	189
Section I : Impact de l'évaluation de l'entreprise sur la gouvernance	190
I/ Le rôle de l'évaluation de l'entreprise pour une bonne gouvernance	190
A/ Caractéristiques et finalité de l'évaluation de l'entreprise pour une bonne gouvernance	190
B/ l'évaluation de l'entreprise comme un outil de gestion	190
a) Mieux connaître l'entreprise conduit à améliorer sa performance	190
b) Augmentation de la valeur de l'entreprise	191
c) La gouvernance d'entreprise utilise les techniques d'évaluation de l'entreprise :	192
d) Les cabinets d'audit tel que (stern et stewart) calcul le coût moyen pondéré du capital en se fondant sur les valeurs comptables. Ce qui pose deux types de problèmes	192
e) L'évaluation des PME	192
f) Manœuvres des cours boursiers par les dirigeants d'entreprise	192
g) Le pilotage des organisations par la diffusion et la valorisation des valeurs vertueuses :	193
Section II : Impact de la gouvernance De l'entreprise sur la création de valeur	196
I/ l'effet positif de la gouvernance sur la valeur :	196
II/ L'impact d'une bonne gouvernance d'entreprise dans l'augmentation de la valeur	197
III/ Une mauvaise gouvernance agit négativement sur l'évaluation	198
IV/ Le capital investisseur C I présente un apport en ressources cognitives et une contribution à la création de valeur	199
V/ Les dirigeants et la création de valeur	199
VI/ Comment la gouvernance agit-elle sur le processus de création de valeur ?	200
VII/ Le cas de conflit d'intérêt	200
VIII/ Mécanisme d'alignement du comportement des dirigeants	201
A/ Incitations financières	201
B/ Mécanismes de contrôle	203
a/ La géographie du capital	203
b/ Le conseil d'administration	204
1. Présence de comités	205
2. Diminution des coûts d'agences	205
3. Conflit d'agence dans le cas d'un actionnaire dominant :	206
c/ La politique d'endettement	206
d/ Le marché financier	207

e/ Le marché du travail	207
f/ La concurrence des autres sociétés (le marché des biens et services)	207
g/ La communication financière comme un dispositif de gouvernance	208
IX/ Information comme facteur d'assujettissement dans la gouvernance d'entreprise	211
X/ Les différentes théories de la gouvernance et la création de la valeur	211
a/ Théorie positive de l'agence et création de valeur	211
b/ Théorie partenariale et création de la valeur	212
c/ Approche cognitive de la gouvernance et création de valeur	216
Conclusion	220
Partie Empirique	
Axe I- Evaluation de l'entreprise	222
I/ L'évaluation des entreprises en Algérie	222
A/ Evaluation des entreprises introduites à la bourse d'Alger	223
B/ Les difficultés et les critiques de l'évaluation de Saidal pour son introduction en bourse	225
II/ L'évaluation de l'entreprise Saidal	226
A/ Diagnostic de l'entreprise	227
1- Présentation de l'entreprise	228
2- Historique	229
3- Organigramme	231
4- Les partenariats de Saidal	236
5- Effectifs de Saidal	238
6- Chiffre d'affaires	240
7- La production durant l'exercice 2015	241
8- Les principaux laboratoires concurrents de Saidal	247
9- Système d'information	249
10- Analyse SWOT de la société Saidal	250
B/ Étape de l'évaluation proprement dite	252
a/ La valeur patrimoniale	257
b/ Méthode des flux disponibles FTD	258
c/ Méthode d'évaluation du goodwill (superprofit)	263
c-1/ Méthode directe : méthode des praticiens	263
c-2/ Méthode de la rente du goodwill	264
d/ Méthode boursière	265

Conclusion	266
Axe II- La gouvernance au sein de la société Saidal	267
I/ Le contexte algérien de gouvernance d'entreprise	267
II/ La gouvernance d'entreprise en Algérie	269
III/ La gouvernance dans l'entreprise Saidal	271
A/ Introduction de Saidal en bourse	272
B/ Application des règles de la gouvernance au sein de Saidal	273
a/ Organigramme	273
b/ La structure de gouvernance (les organes d'administration, de contrôle et de gestion)	277
b.1 L'assemblée générale	274
b.2 Le conseil d'administration	276
b.3 La direction de la société	279
b.4 Les organes de contrôle	280
b-4-1 Contrôle interne au sein de la société	280
b-4-2 Contrôle externe de la société	281
c/ Gestion de ressources humaines	282
d/ Le système d'information	283
e/ La transparence et diffusion de l'information	283
f/ La communication	284
g/ Structure de contrôle de gestion	284
h/ Promotion médicale	284
i/ Engagement social et environnemental	288
j/ Le développement du partenariat	290
k/ Les affaires réglementaires	290
l/ Recherche, Innovation, développement au sein de Saidal	291
m/ Hygiène, sécurité et environnement	293
Conclusion	294
Axe III- Relation entre évaluation de l'entreprise et la gouvernance	296
A/ Impact de l'évaluation sur la gouvernance	297
B/ Impact de la gouvernance sur l'évaluation de l'entreprise	308
a/ Implication du personnel dans la création de la valeur	310
b /Les mécanismes de gouvernance	310
c/ Les outils de pilotage de la valeur	311

1- La valeur ajoutée économique	312
2- Valeur ajoutée du marché (Market Value Added)	314
3- Les ratios de rentabilité	315
3-1/ Ratios de rentabilité des capitaux propres (rentabilité financière): Return on Equity	315
3-2/ Taux de rendement des capitaux investis : ROCE correspond au résultat économique	316
4- PER Price earning ratio (PER):	316
Discussion des résultats	330
Conclusion générale	333
Référence bibliographique	340
Annexe	349

Résumé

Les importants changements qui se sont succédés au niveau de l'économie mondiale notamment ; la mondialisation, l'importance des échanges financiers, l'ouverture du marché et la multiplication des transactions, ont fait de l'évaluation de l'entreprise et de la gouvernance, deux dispositifs déterminants au sein d'une organisation.

Dans ce travail, nous avons pour objectifs l'étude, d'une part, de la gouvernance au sein d'une société introduite en bourse, à travers ses différents mécanismes, d'autre part, l'évaluation de l'entreprise, de par les différentes techniques couramment utilisées.

En ce qui concerne les résultats, nous avons tout d'abord, montré qu'il existe une relation de réciprocité entre l'évaluation de l'entreprise et la gouvernance. Ainsi, la gouvernance de l'entreprise peut avoir un effet positif sur la valeur, d'un côté, et, l'évaluation de l'entreprise, peut être utilisé comme un instrument qui aide les dirigeants dans le pilotage de leur entreprise, d'un autre côté.

Abstract

The major changes that have taken place in the world economy in particular; globalization, the importance of financial exchanges, the opening of the market and the multiplication of transactions, have made the evaluation of the company and the governance, two determining devices within an organization.

In this work, our objectives are the study, on the one hand, of the governance within an company, through its various mechanisms, on the other hand, the evaluation of the company, by the different techniques commonly used.

In terms of results, we first showed that there is a reciprocal relationship between business valuation and governance. Thus, corporate governance can have a positive effect on value, on the one hand, and, the valuation of the company, can be used as an instrument that helps managers in steering their business, another side.

ملخص:

التغيرات الهامة التي توالى على الاقتصاد العالمي لاسيما: العولمة، أهمية التبادلات المالية، انفتاح السوق وتضاعف المعاملات جعلوا من تقييم المؤسسات وحوكمتها جهازين ضروريين داخل المؤسسة.

الهدف من هذه الرسالة، دراسة من جهة، الحكومة داخل مؤسسة مدرجة في البورصة من خلال مختلف ميكانيزماتها، ومن جهة أخرى، تقييم المؤسسة بواسطة طرق مختلفة متعارف عليها.

فيما يتعلق بالنتائج، قمنا في أول الأمر بتبيان وجود علاقة متبادلة بين تقييم المؤسسة والحوكمة. هكذا، يمكن أن يكون لحكومة المؤسسة أثر إيجابي على القيمة من جهة، كما يمكن أن يستعمل تقييم المؤسسة كأداة مساعدة للمدراء في تسيير مؤسساتهم من جهة أخرى.