

**LE TRAITEMENT ECONOMIQUE DE LA TRESORERIE  
DANS LES CESSIONS D'ENTREPRISE**

## SOMMAIRE

1.	Préambule : .....	3
2.	Trésorerie et dette financière.....	3
2.1	Trésorerie.....	3
2.1	Dette financière .....	4
3.	Fonds de roulement & Besoin en financement du cycle d'exploitation.....	4
3.1	Fonds de roulement.....	4
3.2	Point particulier .....	5
a.	Entreprise en déclin .....	5
b.	Entreprise en développement .....	5
3.3	Du BFR au besoin en financement du cycle d'exploitation :.....	6
a.	Activité à BFR négatif.....	7
3.4	Cas pratique : .....	8
4.	Risques non provisionnés .....	9
5.	L'impact économique des ajustements sur la trésorerie à la date de cession .....	10
5.1	Les engagements hors bilan .....	10
b.	Les charges à retraiter en dette financière.....	10
c.	Les actifs circulants et les dettes d'exploitation .....	11
i.	Les cessions de créances : Effets escomptés non échus & Affacturage .....	11
ii.	Les créances clients .....	11
iii.	Les dettes d'exploitation .....	11
iv.	Autres créances (BZ dans une liasse CERFA) .....	12
d.	La trésorerie.....	12
i.	Les valeurs mobilières de placement .....	12
e.	Les concours bancaires .....	12
6.	Conclusion : .....	13

## 1. Préambule :

Les méthodes d'évaluation ont pour objectif de déterminer la valeur d'entreprise définie comme la valeur de marché des ressources investies (capitaux propres et endettement financier stable long et moyen terme) dans l'actif économique.

La valeur des titres est obtenue en majorant la valeur d'entreprise de la trésorerie nette disponible ou en la diminuant de la dette financière nette.

Mais comment déterminer avec exactitude le montant de la trésorerie disponible ?

Sur le plan comptable, la trésorerie disponible résulte de l'excédent de ressources après financement des emplois stables (actif immobilisé) et du besoin en fond de roulement ;

soit :

$\text{Trésorerie} = \text{Fond de roulement} - \text{Besoin en Fond de roulement}$
---

Dans le cas particulier d'une cession d'entreprise, la détermination du prix des titres requiert une analyse économique approfondie afin de bien identifier les postes de produits et de charges ayant un impact direct immédiat ou à venir sur la variation de la trésorerie nette (ou la dette financière nette) puis de pratiquer les ajustements nécessaires portant notamment sur les postes suivants :

- Les ressources financières stables (capitaux permanents) attachées au financement de l'actif économique constitué de l'actif immobilisé et du besoin en fonds de roulement ;
- les éléments d'actifs et de passifs attachés au cycle d'exploitation et mesurés par la variation du BFR dans le temps ;
- les engagements hors bilan dont le retraitement permet l'ajustement des dettes financières (crédit-bail, location financière, mobilisation de créances, indemnités de retraites à venir, et comptes courants d'associés s'ils sont susceptibles d'être sortis à court terme, car non bloqués).

Nous allons maintenant examiner plus précisément ces éléments :

## 2. Trésorerie et dette financière

### 2.1 Trésorerie

La trésorerie disponible est constituée des composantes suivantes :

- disponibilités (ligne CG de la liasse fiscale)

- valeurs mobilières de placement correspondant au placement à court ou moyen terme de la partie de la trésorerie excédentaire disponible après financement du cycle d'exploitation (ligne CG)
- plus-values latentes nettes d'impôt non comptabilisées évaluées à la valeur de marché, issues des placements de la trésorerie excédentaire

## 2.1 Dette financière

La dette financière intègre les éléments suivants :

- Emprunts de court, moyen et long terme (découvert bancaire inclus) contractés auprès des établissements de crédit (ligne DU)
- comptes courant d'associés (ligne DV emprunt & dettes financières divers)
- provisions pour charges (ligne DQ)
- participation des salariés
- encours restant dû des engagements de crédit-bail
- encours des effets escomptés non échus
- engagements attachés aux indemnités de fin de carrière (IFC) des salariés (l'estimation du montant de cette dette devant fréquemment faire l'objet d'un calcul préalable à des fins de vérification au cours de l'audit d'acquisition)
- risques potentiels identifiés et non provisionnés

## 3. Fonds de roulement & Besoin en financement du cycle d'exploitation

### 3.1 Fonds de roulement

Rappelons que le fonds de roulement se mesure comme l'excédent des ressources stables de long terme investies dans l'actif immobilisé (emplois stables).

Les ressources stables sont constituées des fonds propres (incluant les amortissements économiques cumulés) et des dettes financières dont l'échéance est supérieure un an (à l'exclusion donc des concours bancaires). L'actif immobilisé regroupe quant à lui les actifs hors exploitation, incorporels, corporels (actifs immobilisés d'exploitation) et financiers.

Le fonds de roulement représente donc la part des ressources stables disponibles affectées au financement de l'actif d'exploitation à court terme de la firme, constitué le plus souvent par les stocks et créances client et diminué des dettes d'exploitation (dettes fournisseurs et dettes sociales et fiscales), en incluant les éventuels avances et acomptes versés aux fournisseurs (actif circulant) et les avances et acomptes reçus des clients (dette d'exploitation).

L'objectif de la firme est d'assurer selon le niveau de son fonds de roulement la couverture de son besoin en financement d'exploitation tout en minimisant le recours aux ressources court terme de caractère cyclique (dettes fournisseurs) et surtout bancaires (découvert).

### 3.2 Point particulier

La politique de renouvellement des actifs immobilisés d'exploitation (matériel & outillage industriel), qui est susceptible d'être modifiée par les dirigeants, impacte directement le fonds de roulement.

#### a. Entreprise en déclin

Le dirigeant d'une entreprise en déclin aura généralement tendance à différer des investissements de maintien, pourtant stratégiques, faute de rentabilité économique suffisante ; voire même, comme nous avons pu le constater dans une entreprise de mécanique industrielle, de réduire significativement, au cours de deux années précédant la cession, les coûts d'entretien et de maintenance du parc machines afin d'améliorer artificiellement la rentabilité d'exploitation.

Dans le cas où l'on constate un retard d'investissement, il conviendra d'apprécier le risque de vétusté établi en fonction du degré d'amortissement comptable des équipements industriels (immobilisations d'exploitation) et le biais comptable qui en résulte au final sur le calcul d'un fonds de roulement de ce fait artificiellement renforcé.

Ainsi, le cumul des investissements différés et/ou de charges de fonctionnement devraient être en toute hypothèse ajoutés à la dette financière.

A titre d'exemple, l'analyse de l'historique de la variation des indicateurs suivants permet de caractériser une situation de sous-investissement :

- Investissements /chiffre d'affaires
- Taux d'amortissement des actifs d'exploitation immobilisés (valeur nette comptables des immobilisations / valeur brute d'acquisition)
- Coût de détention des immobilisations (couts de maintenance et d'entretien / Excédent brut d'exploitation)
- Analyse de l'historique de la politique d'amortissement pratiquée

#### b. Entreprise en développement

Inversement, le dirigeant d'une entreprise en forte croissance aura tendance, selon ses capacités d'autofinancement et/ou ses possibilités de recours à des emprunts bancaires ou au crédit-bail, à opter pour une politique d'investissement soutenue caractérisée par des investissements de maintien et/ou de développement réguliers amortis sur des durées courtes afin de générer des gains de productivité supplémentaires et renforcer son avantage concurrentiel tout en bénéficiant d'économie d'impôt plus importantes sur les charges calculées (dotation aux amortissements).

Ainsi, le risque de sous ou sur évaluation peut être associé à différentes situations :

- la performance de l'entreprise mesurée par le taux de rentabilité brut de l'actif économique (résultat d'exploitation / valeur nette comptable de l'actif immobilisé nécessaire à l'exploitation + BFR)

- des arbitrages établis en fonction de règles fiscales (calcul d'amortissement)
- de la politique de financement et de l'autonomie financière de la firme (part des fonds propres (autofinancement) et capacité à recourir à l'endettement financier).
- De la politique d'investissement sous-jacente

L'approche économique visant à corriger ce biais nécessite une expertise métier afin de vérifier s'il n'existe pas une trop grande distorsion entre les durée d'amortissement comptable et économique de l'actif d'exploitation, et s'effectue à partir de l'évaluation des valeurs de remplacement des matériels, de leur coût de détention, de la durée du cycle d'investissement, de l'anticipation de la valeur résiduelle, du coût moyen des ressources financières investies (coût du capital).

### 3.3 Du BFR au besoin en financement du cycle d'exploitation :

$$\text{BFE} = \text{actifs circulants d'exploitation} - \text{dettes d'exploitation}$$

Le solde des actifs courts termes d'exploitation de l'entreprise sur les dettes court terme d'exploitation constitue le besoin en financement d'exploitation.

Le BFE se définit comme l'avance de trésorerie permanente que doit engager l'entreprise pour financer son cycle d'exploitation dont la durée de la période initiale s'achève à l'encaissement des premières ventes.

Le BFE varie selon la nature et le volume d'activité généré (une augmentation du chiffre d'affaires aura pour conséquence une augmentation des stocks de matières premières et/ou de produits finis, des créances clients et des dettes fournisseurs et inversement), la durée du cycle d'exploitation (différente selon le modèle économique de la firme : activité de négoce ou de services vs activités manufacturières à plus forte intensité capitalistique), la politique de crédit inter-entreprises (délais de règlement clients et fournisseurs) et la typologie d'une activité saisonnière (caractérisée une forte amplitude du BFE au cours des périodes : augmentation des stocks et créances clients, des charges de personnels intérimaires ou saisonniers se matérialisant par une expansion du BFE et une contraction de la trésorerie (pouvant même devenir négative) au cours de la période de forte activité et par un effet inverse en basse saison).

Nous convenons alors que le BFR établi à partir des éléments comptables du bilan de fin d'exercice peut parfois présenter un biais car il s'agit d'une donnée statique établie à un instant T prenant en compte de manière incomplète la réalité économique de la dynamique du cycle d'exploitation qui fluctue invariablement au cours de l'exercice.

Pour déterminer le montant de la trésorerie normative disponible, il conviendra de porter une attention particulière à l'analyse de la formation du cycle d'exploitation et s'attacher ensuite à

modéliser un BFE normatif ou économique établi par exemple sur des périodes de plus courte durée (mensuelles ou trimestrielles) afin d'en apprécier l'évolution et la variation maximale au cours d'un ou plusieurs exercices.

Cette période d'observation dépendra du modèle économique de l'entreprise, de la durée du cycle d'exploitation et/ou la cyclicité de l'activité (la variation pourra être d'autant plus forte que la firme exerce une activité saisonnière).

Toutefois, ce type d'analyse peut se heurter au niveau et à la qualité de l'information comptable disponible dans la société.

La variation du BFE se matérialise par l'augmentation ou la diminution du BFE entre deux périodes consécutives et correspond aux décalages temporels liés aux délais d'encaissement des créances clients et de paiement des dettes fournisseurs et des autres tiers attachés au rythme de l'activité de l'exploitation.

Elle permet de mesurer à partir de l'excédent brut d'exploitation la variation de la trésorerie d'exploitation.

$$\text{Variation de la trésorerie d'exploitation} = \text{EBE} - \Delta \text{BFE}$$

L'approche économique nous conduit à considérer la Trésorerie normative disponible égale à la part excédentaire de fonds de roulement après financement du BFE maximum, soit :

$$\text{Trésorerie normative} = \text{FR} - \text{BFE maximum}$$

L'absence d'outils de comptabilité analytique est fréquente dans les PME. Il devient alors compliqué de réunir les données nécessaires pour établir avec précision un BFR périodique pour déterminer la position de de la trésorerie.

L'alternative consiste alors à relever le montant des soldes mensuels des comptes bancaires des deux ou trois dernières années pour établir la position de trésorerie minimale disponible (ou du découvert bancaire). La trésorerie minimale observée sera alors supposée être obtenue après financement du besoin en fonds de roulement maximum. Cette analyse doit être réalisée en considération des événements particuliers qui peuvent avoir une incidence sur la trésorerie (souscription d'un emprunt, apport en compte-courant, investissements, etc.). Il convient également de s'assurer de la comparabilité des périodes en termes de marges, car le BFR n'est pas la seule composante de l'évolution de la trésorerie.

#### a. **Activité à BFR négatif**

Une activité à BFR négatif est liée au décalage important entre le rythme des encaissements (très rapide) et des décaissements (très longs) ; le crédit fournisseur étant supérieur au délai de rotation des stocks (ex : grande distribution) et/ou au délai de paiement des clients (ex :

société prestataires de services avec des contrats de maintenance payés terme d'avance, hôtellerie, ...)

Ce type d'activité permet de dégager des revenus complémentaires car il procure une ressource de financement.

Une activité à BFR négatif a pour effet de dégager une partie de trésorerie qui n'appartient pas à l'entreprise, devrait de ce fait être soustrait du montant de la trésorerie "stable".

### 3.4 Cas pratique :

La société OPTIMA est un prestataire de services (location de matériel) pour le bâtiment et la manutention également actif dans le négoce d'équipements pour ces mêmes marchés.

L'activité présente les caractéristiques suivantes :

- Répartition du chiffre d'affaires : 65% location – 25% négoce – 10% divers (vente de pièces détachées, SAV)
- location B to B générant des revenus récurrents
- activité négoce nécessitant la disponibilité permanente des matériels et équipements en stock
- matériels du parc locatif présentant une obsolescente technologique relativement faible
- Absence de caractère saisonnier marqué

Au cours de l'exercice 2016, le BFR mensuel évoluait ainsi :

Evolution BFR	dec	jan	fev	mar	avr	mai	jun	jul	aou	sep	oct	nov	dec
Stock <sup>(1)</sup>	342	342	336	317	311	291	336	315	302	276	302	251	290
créances clients & autres créances <sup>(2)</sup>	395	412	425	399	368	401	449	538	482	477	458	570	568
dettes fournisseurs + dettes fiscales & sociales <sup>(3)</sup>	157	160	150	169	41	51	180	133	104	133	179	225	175
<b>BFR <sup>(1)+(2)-(3)</sup></b>	<b>580</b>	<b>594</b>	<b>611</b>	<b>547</b>	<b>638</b>	<b>641</b>	<b>605</b>	<b>720</b>	<b>680</b>	<b>620</b>	<b>581</b>	<b>596</b>	<b>683</b>
Variation du BFR mensuel		14	17	-64	91	3	-36	115	-40	-60	-39	15	87

Un rapide examen des données permet de constater que ce BFR variant chaque mois fluctue dans une fourchette de 547 K€ (BFR mini en mars) et atteint son maximum en juillet (720 K€) alors que le BFR constaté à l'arrêté des comptes fin décembre s'élève à 683 K€.

L'écart entre le BFR maximum et le BFR de décembre est donc de 37 K€ (720 – 683)

Le tableau des flux de trésorerie de l'exercice 2016 est le suivant :



Flux de Trésorerie d'exploitation (K€)	dec	jan	fev	mar	avr	mai	jun	jul	aou	sep	oct	nov	dec
Trésorerie CT Début de Période		370	231	177	258	118	68	169	131	186	214	275	272
<b>RESSOURCES</b>													
EBE		18	-16	24	-8	37	87	52	37	16	25	62	101
Emprunts bancaires								155					
<b>EMPLOIS</b>													
Investissements & achats		-143	-21	-7	-41	-43	-22	-127	-19	-31		-47	
impôts						-41				-14			-7
remboursement emprunt								-3	-3	-3	-3	-3	-3
Variation BFR (détail ci-dessus) <sup>(1)</sup>		14	17	-64	91	3	-36	115	-40	-60	-39	15	87
<b>solde trésorerie fin de Période</b>		<b>370</b>	<b>231</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	<b>118</b>	<b>68</b>	<b>169</b>	<b>131</b>	<b>186</b>	<b>214</b>	<b>275</b>	<b>276</b>
emprunt restant dûs		0	0	0	0	0	0	152	149	146	143	140	137
<b>Trésorerie Nette</b>		<b>231</b>	<b>177</b>	<b>258</b>	<b>118</b>	<b>68</b>	<b>169</b>	<b>-21</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>132</b>	<b>132</b>	<b>139</b>

(1) besoin de trésorerie (+) / dégagement de trésorerie (-)

La position de trésorerie nette à fin décembre présente un solde de 139 K€ qu'il convient maintenant de corriger de l'écart constaté (37 K€) entre le BFR maximum et le BFR de décembre soit :

$$\begin{aligned} \text{Trésorerie nette corrigée} &= \text{trésorerie nette au 31/12/16} - (\text{BFR au 31/12/16} - \text{BFR maximum 2016}) \\ &= 139 - (683 - 720) = 102 \text{ K€} \end{aligned}$$

**La trésorerie nette corrigée ou trésorerie nette minimum disponible représente donc la part de la trésorerie réellement disponible une fois le financement du BFR maximum couvert, c'est-à-dire le surplus de trésorerie disponible non nécessaire à l'exploitation de l'entreprise dans des conditions d'activité normales.**

#### 4. Risques non provisionnés

L'audit d'acquisition a pour premier objectif de s'assurer que le montant des provisions constituées couvre bien celui des risques identifiés mais il doit également s'attacher à vérifier l'existence de risques éventuels non provisionnés et non assurés.

Ces risques particuliers sont multiples : résiliation de contrats par des clients et/ou des fournisseurs, litiges portant sur l'exécution de prestations et ou d'appel en garantie sur des produits.

## 5. L'impact économique des ajustements sur la trésorerie à la date de cession

### 5.1 Les engagements hors bilan

Les engagements hors bilan, renseignés en annexe des états financiers, doivent être analysés avec méthode et attention car ces données constituent un complément d'information indispensable à la compréhension des éléments financiers.

Les engagements hors bilan concernent en particulier :

- Les engagements de crédit-bail
- Les cessions de créances
- Les garanties et/ou cautions données par la firme au profit de tiers (ex : créanciers, prêteurs, bailleurs)

#### b. Les charges à retraiter en dette financière

- Le crédit-bail

La part en capital des loyers restant dûs sur les engagements de crédit-bail majorée de l'option d'achat (valeur résiduelle) doit être ajoutée aux dettes financières.

L'étude des tableaux d'amortissement des contrats en cours permettra d'obtenir ces données avec exactitude.

En cas de difficulté à obtenir ces informations, l'évaluateur établira une approche par approximation consistant à retenir un coefficient moyen représentatif de la part en capital des loyers restant dus établi en fonction des caractéristiques des contrats de crédit-bail en cours (valeur d'acquisition des biens, durée initiale des contrats, durée restante, taux), soit un taux moyen de l'ordre de 90%.

- Les provisions IDR (indemnités de départ en retraite)

Comme nous l'avons observé précédemment, les IDR constituent un passif social destiné à couvrir le risque des primes à verser aux salariés en fin de carrière.

Le montant réévalué périodiquement est inscrit le plus souvent en engagement hors bilan dans les annexes des comptes ou comptabilisé en provision pour charge dans les comptes sociaux (situation peu fréquente dans les PME).

Les IDR font l'objet d'une provision pour charges à reclasser dans les dettes financières.

### c. Les actifs circulants et les dettes d'exploitation

#### i. Les cessions de créances : Effets escomptés non échus & Affacturage

Le retraitement des effets non échus portés à l'escompte, constitués des cessions des traites clients en contrepartie d'une avance bancaire, consiste à les réintégrer à l'actif dans les créances d'exploitation et au passif en concours bancaires court terme.

Il en est de même pour les cessions de créances clients en affacturage.

Ce retraitement consiste ainsi à présenter la trésorerie réelle indépendamment du financement de son cycle d'exploitation. Il est à noter que pour certains ce retraitement n'a pas lieu d'être dès lors que la société à évaluer ne supporte plus le risque client en cas de défaut de paiement de ce dernier (cas de l'affacturage sans recours).

#### ii. Les créances clients

Les créances sont celles figurant au poste clients et comptes rattachés et comprennent l'ensemble des créances non échues qui ont été mobilisées et le financement par recours à l'affacturage. De ce total ont été déduites les dépréciations pour créances douteuses.

L'analyse de l'antériorité des créances clients permet d'identifier un risque d'insuffisance de provisions sur créances douteuses, celles-ci pouvant être appréciées comme étant toutes créances d'ancienneté supérieure à trois mois.

Les ressources de financement à court terme englobent principalement les crédits accordés par les fournisseurs, l'Etat et le personnel.

Les balances âgées présentent la situation des comptes clients et fournisseurs. Leur examen permet de connaître de manière précise l'antériorité des créances et des dettes d'exploitation pour rechercher, en particulier pour les factures clients, la cause des retards de paiement (insolvabilité, litige) afin de constituer si nécessaire des dotations aux provisions pour dépréciation complémentaires sur les créances devenues douteuses ou irrécouvrables

Ces provisions pour dépréciation sont symétriquement déduites de l'actif circulant et des ressources stables.

#### iii. Les dettes d'exploitation

De même, une attention particulière doit être portée sur l'existence de retard de règlement des dettes d'exploitation (fournisseurs et dettes fiscales et sociales payées avec un retard chronique notamment).

Les dettes d'exploitation échues apparaissent encore au bilan car elles n'ont toujours pas été réglées.

Avant la réalisation de la transaction, le traitement de ces risques supplémentaires, une fois leur impact financier déterminé, consiste en ajouter leur montant à la dette financière.

*iv. Autres créances (BZ dans une liasse CERFA)*

Ce poste est particulièrement flou. Il contient le plus souvent des créances fiscales (TVA, CIR, CICE, ...) ayant un horizon de recouvrement variable selon leur catégorie).

Il peut également s'agir dans certains cas de créances détenues sur la société-mère ou sur une autre société du groupe (y compris une SCI), dans une logique de portage.

Après analyse de leur origine et de leur délai d'exigibilité, le retraitement pourra consister à les réintégrer dans les immobilisations financières, notamment en Créances rattachées à des participations.

Ce retraitement impactant directement la trésorerie à terme, la créance n'étant plus liquide à court terme.

**d. La trésorerie**

*i. Les valeurs mobilières de placement*

Comme indiqué précédemment, la vérification portera sur l'existence d'une variation du cours des valeurs mobilières de placement entre la date d'arrêté des comptes et la date actuelle de référence, afin de corriger le montant de la trésorerie

**e. Les concours bancaires**

Les concours bancaires sont des dettes financières dont la durée est inférieure à un an. Ils sont utilisés comme des ressources d'appoint destinées au financement de la part considérée comme non récurrente du besoin en financement d'exploitation (besoin ponctuel de trésorerie supplémentaire en cours d'année pour financer un achat de marchandises par exemple).

## 6. Conclusion :

La notion de trésorerie nette, simple en apparence, présente en définitive un certain niveau de complexité.

Afin de corriger les biais attachés à la présentation des données comptables statiques, l'analyse des différentes composantes doit être conduite avec méthode et précision et nécessite la mise en œuvre d'un diagnostic combinant :

- une étude approfondie du modèle économique et du positionnement de l'entreprise pour comprendre son environnement et identifier les risques auxquels la firme est exposée.
- une analyse des coûts prévisionnels
- une approche économique du calcul de la dette financière

**Pierre SIAMER**

*Expert financier près la Cour d'Appel de Paris*

*Expert financier près la Cour Administrative d'Appel de Paris et Versailles*

LOGION FINANCE

3, rue de l'Amiral Hamelin

75116 PARIS

Mob : + 33 (0)6 15 87 46 78

Bur : + 33 (0)9 66 91 49 90



Agrément AMF ORIAS n°13000598