

**PAROLES D'EXPERT****Sociétés en retournement : comment mener une Due Diligence financière?**par **Philippe Campos**, Retournement, Associé(e) de **AFIVAL**

jeudi 02 août 2012



Nous assistons ces derniers temps à une augmentation sensible des opportunités de croissance externe ou de capital développement sur des sociétés en retournement ou en voie de l'être. La réalisation de due diligence financière de sociétés en retournement implique d'être particulièrement vigilant sur certains aspects. Les points d'attention évoqués ci-dessous ne présentent pas un caractère exhaustif, mais constituent des problématiques assez régulièrement rencontrées.

**APPRÉCIER LA FIABILITÉ DU CONTRÔLE DE GESTION, S'IL EXISTE...**

Les **pertes d'exploitation** et/ou les **difficultés de trésorerie** peuvent avoir plusieurs origines (perte d'un client prépondérant, contrats déficitaires,...). Les comprendre est primordial afin de pouvoir agir de manière efficiente sur celles-ci. Malheureusement, de nombreuses PME ne disposent pas de réel contrôle de gestion leur permettant de connaître leur coût et leur marge, ce qui est d'autant plus problématique lorsqu'il existe plusieurs activités ou natures de produits.

Il convient également d'être vigilant au **contrôle de gestion** qui serait totalement indépendant du système comptable et basé sur des coûts normatifs dont l'origine est ancienne et non traçables (quid du coût des carburants, du prix du coton... stables depuis plusieurs années !). Ceci peut être particulièrement dramatique lorsque celui-ci est utilisé pour fixer un prix ou évaluer des stocks notamment.

Dans certains cas, il est particulièrement aléatoire de définir un seuil de rentabilité d'une société, dès lors où elle n'est pas en mesure de justifier de ses marges par produits. Combien de dirigeants sont aujourd'hui tenté de gonfler leur carnet de commande à prix « cassé » pour se convaincre que l'on peut éviter de « tailler » dans les coûts de structure (effectif...), conduisant, de facto, à accentuer les pertes avec de nouvelles affaires déficitaires. L'analyse de l'évolution du mix produit et des marges sous-jacentes est donc impérative, notamment pour identifier les foyers de pertes, qui peuvent s'accroître avec une évolution d'un mix produits défavorable. Un investisseur qui ne peut connaître les marges par activités/produits s'expose à de mauvaises surprises post-investissement. Il convient donc d'être prudent face à un management d'une société multi-activité/produits qui, incapable de justifier des marges, annonce que la croissance du chiffre d'affaires conduira nécessairement à améliorer la rentabilité par une meilleure absorption des coûts fixes.

*" Un investisseur qui ne peut connaître les marges par activités/produits s'expose à de mauvaises surprises post-investissement "*

**UNE GRANDE VIGILANCE SUR LES STOCKS S'IMPOSE**

L'analyse des stocks est probablement l'un des éléments les plus complexes à examiner à la fois en raison d'un contrôle de gestion limité dans certaines entités ayant un niveau élevé d'encours et/ou de produits finis et de la non-participation aux travaux d'inventaires de l'auditeur d'acquisition.

Néanmoins, certaines diligences peuvent être réalisées afin d'assurer un niveau de confort satisfaisant, notamment : s'assurer de la cohérence des délais de rotation avec les données du secteur ; obtenir et comprendre l'évaluation des encours et produits finis ; obtenir des explications cohérentes sur les fortes variations de stocks non corroborées par les volumes...

Parfois, ce poste est considéré par certains, comme un outil de pilotage du résultat. Mais l'évolution de la trésorerie restera un indicateur qui mettra en exergue, tôt ou tard, ce type de pratique dangereuse !

**ATTENTION AUX INVESTISSEMENTS DIFFÉRÉS**

Certaines sociétés en situation de trésorerie délicate peuvent éprouver des difficultés à obtenir le financement de leur investissement. Certains investissements peuvent ainsi avoir été différés. L'analyse du niveau des investissements des dernières années et une comparaison avec les données du secteur est donc des plus intéressantes. Une analyse des indicateurs industriels est également un indice pour apprécier les conséquences de l'insuffisance des investissements passés.

L'analyse des investissements doit permettre d'apprécier l'effort financier nécessaire pour ramener la situation de la société à un niveau normal. Cet effort supplémentaire est à considérer dans la détermination de la valeur de la société, puisqu'il entraînera une sortie probable de trésorerie à court terme.

### **UNE BONNE COMPRÉHENSION DE LA TRÉSORERIE EXISTANTE ET UNE PRÉVISION ADÉQUATE DE LA TRÉSORERIE FUTURE**

L'analyse du « volet » trésorerie d'une société en retournement est un point majeur. L'analyse doit être statique (inventaire des moyens de financement court terme disponibles notamment) et dynamique (suivi de la trésorerie mensuelle, des délais de règlement, identification des retards fournisseurs, avances exceptionnelles de clients...).

De nombreux dirigeants font abstraction des créances mobilisées pour apprécier leur niveau trésorerie réelle, voir y intègrent des éléments qui n'ont rien à y faire (fonds de garantie factor...). L'analyse de la trésorerie retraitée des mobilisations de créances est déterminante afin de comprendre les facteurs expliquant les variations de trésorerie. Ne pas neutraliser les mobilisations de créances, « pollue » la lecture de la trésorerie. Ainsi, par exemple, une amélioration de la trésorerie comptable pourrait résulter d'une augmentation de la part des créances mobilisées (ex : une société qui mobilise l'intégralité de ses créances alors qu'auparavant seuls 50% des créances étaient mobilisées peut conduire, ponctuellement, à présenter une trésorerie comptable améliorée alors que la trésorerie réelle diminue).

*" L'analyse de la trésorerie  
retraitée des mobilisations de  
créances est déterminante "*

Par ailleurs, les prévisions de trésorerie sont des outils indispensables pour anticiper les impasses de trésorerie. Le paradoxe, c'est que c'est souvent les sociétés en retournement qui font abstraction de cet outil, notamment pour de mauvaises raisons (budgétaires !). Parfois, certaines sociétés mettent en place un prévisionnel de trésorerie, mais « oublient » de le suivre. Ainsi, il convient d'être vigilant sur le prévisionnel de trésorerie communiqué préalablement à un investissement qui présenterait une trésorerie de départ en total décalage avec la trésorerie actuelle, cas de figure étonnamment assez courant !

### **DÉTERMINER UN EBITDA NORMATIF NE DOIT PAS CONDUIRE À OBTENIR UN EBITDA « OPTIMISÉ »**

Il est d'usage d'apprécier le niveau normatif de l'Ebitda dans le cadre d'une mission de due diligence financière. Il s'agit notamment d'éliminer les coûts non récurrents, d'affecter des augmentations tarifaires aux bonnes périodes, de considérer sur une année pleine les effets d'un plan social... Ces investigations doivent permettre à l'investisseur d'avoir un niveau de confort satisfaisant sur la capacité de génération de cash en rythme de croisière (abstraction faite des éléments de BFR et des besoins de CAPEX).

Toutefois, certaines sociétés en retournement présentent des Ebitda très dégradés, voir négatifs, ce qui peut en conduire certains à considérer dans l'Ebitda normatif des éléments aléatoires, tels que les effets positifs qui seraient obtenus à la suite d'un plan d'amélioration des performances en cours ou envisagé (ex : mis en place par un cabinet spécialisé de plans de progrès, d'une réorganisation industrielle, d'investissements de productivité...). Ces sujets sont évidemment à aborder afin d'apprécier le potentiel de retour à la performance, mais ils ne concernent pas l'audit financier à proprement parlé. Ce postulat est d'autant plus important que l'évaluation financière d'ajustements de cette nature repose, généralement, sur des informations non réconciliables avec des données comptables et/ou de gestion et, assez souvent, sur des données arbitraires. Le niveau de confort de l'auditeur sur ces éléments sera alors probablement limité.