
Influence de la diversification et de l'expansion d'une société sur sa structure financière : le cas des sociétés Groupe Autosécurité SA et Hallinvest SA

Auteur : Mathias, Martin

Promoteur(s) : Gonzalez Rodriguez, Grégory

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en management général (Horaire décalé)

Année académique : 2023-2024

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/22215>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.



Influence de la diversification et de l'expansion d'une société sur sa structure financière : le cas des sociétés Groupe Autosécurité SA et Hallinvest SA

Promoteur :
Gregory GONZALEZ.R
Lecteur(s) :
Frédéric LOVERIUS, Joel THEUNISSEN

Travail de fin d'études présenté par
Martin MATHIAS
en vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de gestion à finalité
Management général

Année académique 2023/2024

Table des matières

1. Introduction	4
1.1 Introduction du sujet	4
1.2 Historique et activités du Groupe Autosécurité	8
1.2.1 Marché des services de contrôle technique.....	12
1.2.2 La différence avec Autosécurité SA	13
1.3 Historique et activités de la société Hallinvest SA	15
1.3.1 La Fondation Leonardo	17
1.4 Expansion et diversification	18
1.4.1 Structure financière :	22
2. Règles légales	24
2.1 Cadastres de l'évolution de la législation depuis la constitution de l'Autosécurité SA	24
2.2 Cadastres de l'évolution de la législation au 01/01/2025 en matière de contrôle technique	24
2.3 Cadastres de l'évolution légale en termes de permis de conduire	26
3. Le Groupe Autosecurité SA et la société Hallinvest SA	28
3.1 Contexte actuel	28
4. State of the art	31
4.1 Modigliani et Miller	32
4.2 Lewellen	34
4.3 Harris et Raviv	35
4.4 Lutbakin et Chatterjee	36
4.5 Lee et Kwok, Burgman, Chen et al. Et Doukas et Pantzalis.....	37
4.6 Maurer	39
4.7 Chkir et Cosset.....	41
4.8 Perdreau et Le Pogamp.....	43
4.9 Résumé des résultats de la littérature	44
5. Ratios financiers	47
5.1 Groupe Autosécurité SA et Autosécurité SA.....	49
5.2 Interprétation des ratios financiers et des évolutions financières du Groupe Autosécurité SA et Autosécurité SA.....	54
5.3 Hallinvest SA	58
5.4 Interprétation des ratios financiers et des évolutions financières de la holding Hallinvest SA	61
6. Conclusions	65
Bibliographie	67

Remerciements

Je tiens à exprimer ma profonde gratitude à toutes les personnes qui m'ont soutenu et accompagné tout au long de ce travail.

Tout d'abord, je remercie chaleureusement Monsieur **Joël Theunissen**, Directeur Financier de l'Autosécurité, pour son encadrement précieux et pour avoir toujours trouvé le temps de se rendre disponible, même lors des périodes les plus chargées en fin de travail. Son expertise, sa bienveillance, sa patience et sa connaissance de ces sociétés ont été des atouts essentiels dans la réussite de ce projet.

Un remerciement tout particulier à Monsieur **Gonzalez Rodriguez**, dont la disponibilité et les réponses à mes questions ont été inestimables. Il m'a également accordé une souplesse appréciable, me permettant de mener mon travail avec la liberté nécessaire pour atteindre mes objectifs.

Je souhaite également remercier tout particulièrement mes parents, ma sœur et ma petite amie pour leur accompagnement sans faille tout au long de mon cursus. Leur soutien quotidien, particulièrement lors des moments les plus difficiles qui peuvent survenir en combinant travail et études en horaire décalé, a été une source de motivation constante et m'a aidé à persévérer jusqu'au bout.

À tous, merci du fond du cœur, vous faites partie de cette réussite au quotidien.

1. Introduction

1.1 Introduction du sujet

La diversification et l'expansion des entreprises est un sujet qui devient de plus en plus à l'ordre du jour. En effet, de la petite PME aux plus grands groupes, l'objectif de croissance et d'expansion est récurrent et synonyme d'ambition pour beaucoup de ces entreprises. Cette croissance, aussi synonyme d'impact plus vaste, nourrit également une spirale positive permettant d'attirer de nouveaux clients, grâce à une image de marque améliorée, une renommée plus importante, une part de marché grandissante...

Cet impact plus vaste nécessite souvent de consentir de nombreux investissements pour maintenir une qualité attendue, une image de marque bien établie et un renouvellement continu. Certaines sociétés trouvent ce renouvellement en s'orientant vers de nouvelles activités ou en tentant d'innover continuellement dans leur secteur de prédilection.

Pour d'autres sociétés, la part de marché suit une asymptote qui semble avoir atteint « sa limite » et requiert de cibler une nouvelle clientèle. La diversification est alors pour eux une opportunité d'atteindre ces nouvelles clientèles et en créant de nouvelles propositions de valeur ou des propositions de valeur liées pour ces nouveaux clients (possibilité de proposer des offres combinées de produits ou de services).

Pour d'autres sociétés encore, la réduction de coûts est devenue une priorité pour réaliser davantage de bénéfices. Dans le cas des entreprises comme le groupe Hallinvest, pour la branche Autosécurité du groupe dont la principale source de revenus est liée aux contrôles techniques, les tarifs sont essentiellement fixés par le SPF économie. Dès lors, la croissance de l'entreprise est un objectif majeur. En termes de marge par véhicule, le seul levier qu'il est possible d'actionner pour augmenter cette marge est de réduire les coûts.

Dans ces cas, la possibilité d'acquérir d'autres sociétés en se diversifiant afin d'être encore plus présent dans la chaîne de production d'un produit ou en vue de soutenir la société mère est une manière de procéder à une réduction de coûts. Ce type de diversification permet alors d'exploiter les synergies entre ces différentes activités.

La diversification peut également être réponse à des changements dans le marché. L'évolution technologique, les nouvelles attentes du consommateur, le vieillissement d'une population cible, des évolutions réglementaires peuvent pousser une entreprise à prendre le pli de se diversifier pour continuer de créer de la valeur à ses clients.

Même si le sujet sera plus amplement abordé dans le reste de ce travail, la diversification est souvent vue comme une manière de réduire le risque en répartissant le risque total sur les différentes activités. Par analogie, plus la diversification d'un portefeuille d'actions est grande, moins le risque est élevé. L'idée est similaire dans le cas des sociétés. En diversifiant ses activités, si un secteur dans lequel l'entreprise s'est diversifiée devient moins rentable ou traverse une crise, les autres secteurs d'activité peuvent compenser les pertes.

Enfin, certaines sociétés se diversifient en vue d'augmenter leur valeur marchande. L'influence sur la valeur marchande sera également corrélée au risque dans ce travail. L'idée principale étant que, comme l'idée générale est qu'une entreprise diversifiée représente un risque moins élevé pour un investisseur, elle a plus de chance qu'une entreprise non diversifiée de mêmes caractéristiques d'être rachetée par une autre entreprise ou même d'être cotée en bourse.

En définitive, les entreprises ont de multiples de raisons de vouloir croître et se diversifier. Au travers de ce qui est expliqué ci-dessus, on comprend que les entreprises se diversifient pour croître. En Belgique, selon Stat bel (SPF, 2024) et au regard des statiques ci-dessous pour les années 2016, 2019 et 2022 respectivement :

Entreprises, Valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille (en %)

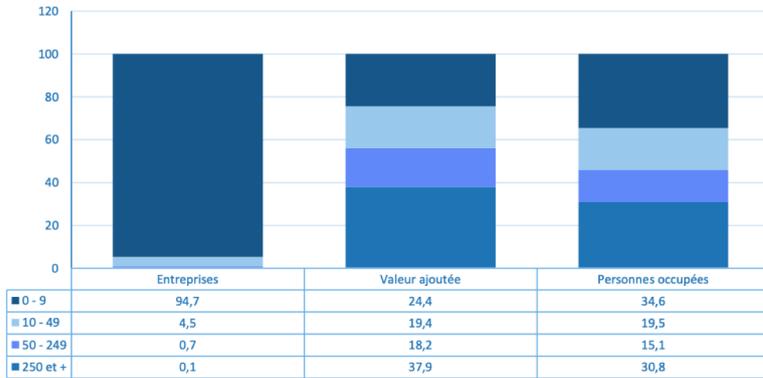


Figure 1: Taille, valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille en Belgique en 2016.

Entreprises, Valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille (en %)

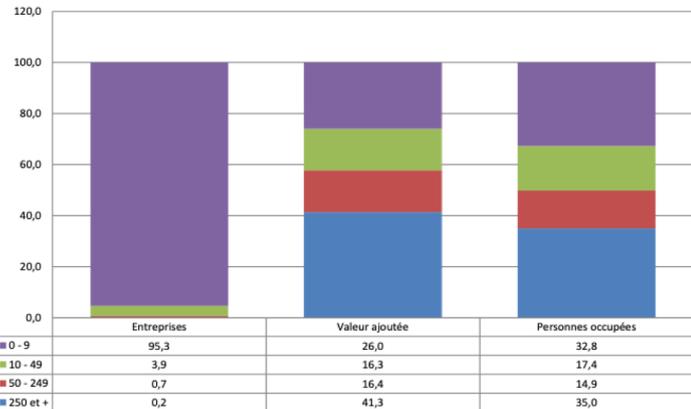


Figure 2: Taille, valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille en Belgique en 2019.

Entreprises, Valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille (en %)

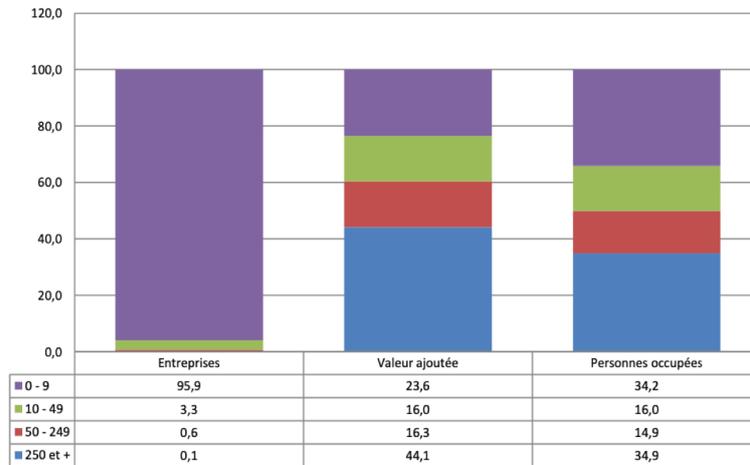


Figure 3: Taille, valeur ajoutée et personnes occupées selon la classe de taille en Belgique en 2022.

	Nombre d'entreprises	%	Personnes occupées	%	Achats	%
Services	383.507	56,9%	1.440.759	48,6%	133.353	15,4%
Commerce	128.309	19,0%	618.127	20,8%	431.652	49,9%
Construction	120.581	17,9%	335.160	11,3%	56.842	6,6%
Industrie	41.232	6,1%	571.061	19,3%	243.618	28,1%
Total	673.629	100,0%	2.965.107	100,0%	865.465	100,0%
	Chiffre d'affaires	%	Valeur ajoutée	%	Dépenses de personnel	%
Services	228.053	20,7%	99.812	40,1%	50.679	40,3%
Commerce	490.294	44,4%	55.978	22,5%	27.165	21,6%
Construction	75.988	6,9%	20.201	8,1%	11.385	9,0%
Industrie	309.841	28,1%	72.780	29,3%	36.614	29,1%
Total	1.104.176	100,0%	248.771	100,0%	125.843	100,0%

Figure 4: Nombre d'entreprises, Chiffre d'affaires et Personnes occupées des entreprises des 4 grands secteurs (Services, Commerce, Construction et Industrie) en Belgique en 2016.

	Nombre d'entreprises	%	Personnes occupées	%	Achats	%
Services	437.150	58,2%	1.534.078	50,1%	170.783	14,7%
Commerce	126.987	16,9%	612.781	20,0%	555.082	47,7%
Construction	142.700	19,0%	347.992	11,4%	72.564	6,2%
Industrie	44.015	5,9%	564.817	18,5%	366.057	31,4%
Total	750.852	100,0%	3.059.668	100,0%	1.164.486	100,0%
	Chiffre d'affaires	%	Valeur ajoutée	%	Dépenses de personnel	%
Services	280.447	19,7%	115.425	40,4%	58.265	41,7%
Commerce	609.525	42,8%	60.854	21,3%	29.034	20,8%
Construction	95.236	6,7%	23.329	8,2%	12.594	9,0%
Industrie	439.308	30,8%	86.215	30,2%	39.945	28,6%
Total	1.424.517	100,0%	285.823	100,0%	139.837	100,0%

Figure 5: Nombre d'entreprises, Chiffre d'affaires et Personnes occupées des entreprises des 4 grands secteurs (Services, Commerce, Construction et Industrie) en Belgique en 2019.

	Nombre d'entreprises	%	Personnes occupées	%	Achats	%
Services	341,164	55.8%	1,327,553	47.4%	44,929	40.0%
Commerce	127,781	20.9%	618,803	22.1%	24,442	21.8%
Construction	106,444	17.4%	318,302	11.4%	10,100	9.0%
Industrie	36,319	5.9%	537,769	19.2%	32,719	29.2%
Total	611,708	100.0%	2,802,427	100.0%	112,190	100.0%
	Chiffre d'affaires	%	Valeur ajoutée	%	Dépenses de personnel	%
Services	217,911	21.1%	87,563	41.3%	134,188	15.9%
Commerce	454,084	44.0%	42,803	20.2%	427,491	50.6%
Construction	70,441	6.8%	16,723	7.9%	54,086	6.4%
Industrie	288,430	28.0%	64,708	30.6%	229,904	27.2%
Total	1,030,867	100.0%	211,797	100.0%	845,668	100.0%

Figure 6: Nombre d'entreprises, Chiffre d'affaires et Personnes occupées des entreprises des 4 grands secteurs (Services, Commerce, Construction et Industrie) en Belgique en 2022.

Sur base des Figure 1 à Figure 3, on constate certes une légère diminution des entreprises de plus grande taille. En revanche, la proportion de personnes occupées dans les grandes entreprises a considérablement augmenté entre 2016 et 2019 avant de rester stable de 2019 à 2022 malgré la réduction de la proportion de ces entreprises. Ceci signifie que même s'il y a un peu moins de sociétés de plus de 250 personnes, elles englobent de plus en plus de travailleurs. Cette augmentation de travailleurs est une marque de croissance.

A l'inverse, pour les PME de moins de 10 personnes, on constate que malgré la légère augmentation de ces entreprises dans l'économie, le nombre de personnes occupées a décliné. Il y a donc en moyenne moins de personnes qui travaillent dans les PME de moins de 10 personnes. Beaucoup d'entreprises et particulièrement les petites PME sont en quête de croissance et représentent une grande majorité des entreprises en Belgique. Parmi les sociétés qui ne sont pas des PME (+ de 250 personnes), le nombre de personnes dans ces entreprises est en hausse, ce qui est un indicateur de croissance.

Au regard des Figure 4 à Figure 6, on constate une augmentation assez importante du nombre d'entreprises dans les 4 grands secteurs entre 2016 et 2019 et une forte réduction entre 2019 et 2022. Entre 2019 et 2022, le nombre de sociétés dans ces 4 grands secteurs a diminué de 18%, pour une diminution du chiffre d'affaire de 27,7%. Au travers de ces figures, on relève donc une forte difficulté de croissance pour la plupart des entreprises en Belgique ces dernières années.

Au travers de ces figures, on déduit donc que les grandes sociétés deviennent encore plus grandes et que les petites sociétés ont de plus en plus de mal à croître. Il y a donc un réel intérêt à comprendre le lien entre cette croissance et l'évolution de la structure financière.

Par ailleurs, il y a lieu de mentionner que la croissance doit être contrôlée. Si la croissance est excessive, elle peut avoir un impact négatif sur l'entreprise, comme des difficultés de gestion, des besoins démesurés de financements externes, un besoin important de ressources humaines, ...

De 1990 au milieu des années 2000, un important recentrage des sociétés et principalement des groupes occidentaux sur leur cœur d'activité a été constaté. Les études empiriques de l'époque (Zingales, 2000) (Kan B., 1995) (Madhavan, 2010) (Ofek, 1999) démontrent une amélioration de la performance financière qui s'inscrit dans la durée pour les entreprises en phase de recentrage. Dès lors, beaucoup d'entreprises optent pour ce choix stratégique, constatant le succès des premiers. Il convient cependant de comprendre que recentrage et diversification ne s'opposent pas. La diversification est vaste, et se recentrer sur son cœur d'activité s'oppose à une diversification « sectorielle », mais pas nécessairement à une diversification « géographique ».

Une première explication avancée pour justifier ce recentrage est l'excès de diversification. Certaines firmes optent alors pour un recentrage autour d'un seul segment pour corriger les méfaits de la diversification et de la croissance excessive (investissements excessifs et problèmes de trésorerie, retards dans les projets, augmentation du besoin en fonds de roulement non maîtrisé, contrôle des dépenses, difficultés de gestion et surendettement).

A ce jour, il existe toujours peu d'indicateurs représentant fidèlement l'évolution du nombre d'entreprises diversifiées. Certains indicateurs, comme l'indicateur d'entropie ou d'Herfindhal (qui correspond à un indice de concentration qui se calcule à partir de la répartition du chiffre d'affaire ou de l'EBIT par activité) peuvent être utilisés pour évaluer le degré de diversification d'une société.

Une autre manière d'observer l'évolution de la diversification des entreprises au cours du temps est de regarder le périmètre d'activités stratégiques. Il est défini notamment par Jean-Etienne Palard (Palard, 1988-2007) à partir de quatre indicateurs : le nombre de codes d'activités SIC (Standard Industrial Classification) à deux chiffres (SIC 2-Digit) et à quatre chiffres (SIC 4-Digit) et le calcul de l'indice d'Herfindahl fondé sur la répartition du chiffre d'affaires (HCA) et du résultat d'exploitation (HEBIT) par activité :

$$\text{FOCUS} = \sum_{k=1}^n \left(\frac{S_k}{\sum_{k=1}^n S_k} \right)^2$$

Dans cette formule, S_k est la valeur du chiffre d'affaire ou de l'EBIT (earnings before interest and taxes) de la branche k par rapport au chiffre d'affaire ou à l'EBIT des n activités de la société. L'indice d'Herfindhal se rapproche de 0 pour une entreprise parfaitement diversifiée. Empiriquement, Bodnar, Tang et Weintrop (Gordon M. Bodnar, 1997) ont mesuré l'impact de la diversification internationale sur la capitalisation boursière d'un échantillon de plus de 6 200 entreprises entre 1984 et 1998. Ils observent que les firmes fortement internationalisées (diversification géographique) disposent d'une rentabilité supplémentaire de 1,4 % par rapport aux firmes du même secteur.

Ils montrent également que le niveau d'internationalisation est négativement corrélé avec le degré de diversification « sectorielle », ce que confirment également Singh, Wallace et Suchard (Manohar Singh, 2003).

Les différents moyens pour une entreprise de se diversifier sont les suivants :

- Acquisitions : l'un des moyens les plus courants utilisés par les entreprises pour tenter d'accroître leur présence sur de nouveaux marchés consiste à acquérir d'autres entreprises. Cela peut se faire par l'achat d'actions dans la société cible ou par l'acquisition d'actifs corporels tels que des terrains ou des usines.
- Coentreprises : Une autre façon courante par laquelle les entreprises tentent d'accroître leur présence sur de nouveaux marchés consiste à former des coentreprises avec d'autres entreprises. Les coentreprises peuvent impliquer le partage de ressources, telles que des installations de fabrication ou des parts de marché, ou le co-développement de nouveaux produits.
- Licences : une troisième manière par laquelle les entreprises tentent d'accroître leur présence sur de nouveaux marchés consiste à octroyer des licences pour leurs produits ou services à d'autres entreprises. Cela peut se faire au moyen d'accords spécifiant le montant que le donneur de licence paiera pour chaque produit ou service vendu, ou au moyen d'accords

spécifiant la durée pendant laquelle le donneur de licence sera autorisé à utiliser le produit ou le service.

- Expansion sur de nouveaux marchés : une entreprise peut également se diversifier en se développant sur de nouveaux marchés. Cela peut se faire en ouvrant de nouvelles succursales ou bureaux, en développant de nouveaux produits ou services ou en acquérant des entreprises opérant sur de nouveaux marchés.

En consentant les investissements liés à ces stratégies de diversification et/ou de croissance, les entreprises peuvent opter pour différents modes de financement. L'objectif du présent travail est d'observer l'impact que ces stratégies de diversification et de croissance ont sur les décisions financières et par voie de conséquence, sur la structure financière.

Plus largement, les décisions financières n'impactent pas que la structure financière au sens qui lui est donné en comptabilité. L'objectif sera donc également de constater et interpréter en quoi les changements des différentes rubriques comptables, des différents ratios financiers et des différentes notions comptables (fonds de roulement, trésorerie nette, besoin en fonds de roulement) peuvent être reliés à la diversification et/ou la croissance de l'entreprise.

Un état de l'art détaillé sera également passé en revue afin d'établir un historique sur les études déjà réalisées et qui établissent un lien entre stratégie de diversification, croissance et structure financière. La difficulté principale de l'étude réside dans l'interprétation de l'effet et dans le fait que les variables ne sont pas indépendantes.

Il est en effet difficile de déterminer si c'est la croissance qui impose la diversification pour croître davantage ou si c'est la diversification qui permet aux entreprises de croître. De la même façon, déterminer si l'influence sur la structure financière est la conséquence de la croissance et/ou la diversification ou si la croissance et la diversification sont les causes de ces remaniements dans la structure financière n'est pas chose aisée.

1.2 Historique et activités du Groupe Autosécurité

Le Groupe Autosécurité est né de la fusion de deux opérateurs historiques, agissant tous deux dans le domaine de la sécurité automobile « le Bureau d'Etude et de Contrôle en vue de la Sécurité Routière » Autosécurité S.C.A. et le "Bureau d'Inspection Automobile" (B.I.A.). A ce jour, la structure d'actionnariat dans laquelle la société évolue est illustrée ci-dessous en Figure 7:

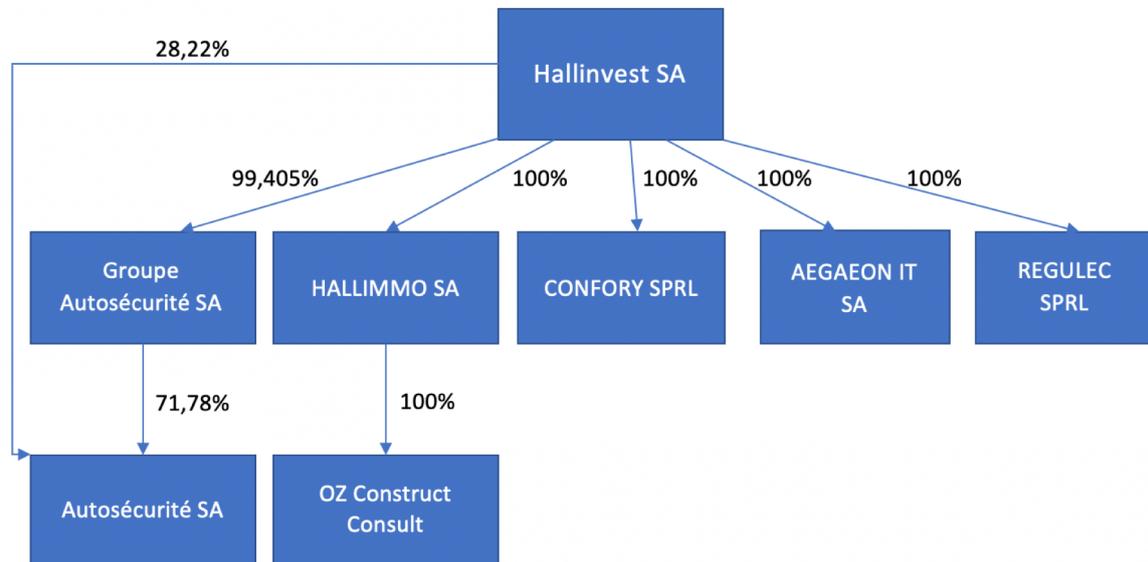


Figure 7: Structure d'actionnariat actuelle du Groupe Autosécurité SA et de la société Hallinvest SA

Pour remonter à l'historique de la société Autosécurité S.C.A., il faut remonter aux années 30.

En 1933, la parution d'un Arrêté Royal visant à introduire l'obligation du contrôle technique pour les autobus et les autocars permet l'émergence de certaines sociétés dans le secteur qui y voient une opportunité. En particulier, le bureau d'étude Halleux-Lemaire se présente alors comme un des premiers organismes agréés pour réaliser les contrôles techniques de ces véhicules.

5 ans plus tard, la société Autosécurité S.C.A. est officiellement créée.

Dans les années 60, le parc de véhicules concerné par l'obligation de se présenter au contrôle technique s'accroît fortement suite à l'introduction du contrôle périodique obligatoire pour les voitures particulières à partir de 4 ans, l'obligation pour les autobus et les autocars restant de mise. Une nouvelle branche du contrôle automobile voit également le jour : l'organisation des examens de réintégration au droit de conduire. Le comité international de l'inspection automobile (CITA, 2024) est alors créé.

Dans les 20 ans qui ont suivi, la société tente de s'investir internationalement afin de promouvoir des actions destinées à rapprocher les politiques liées au contrôle technique et les politiques liées à l'environnement pour la mobilité. Dans le même temps (1977), les examens théoriques et pratiques en vue d'obtenir son permis de conduire deviennent obligatoires en Belgique, générant une source de revenus certaine supplémentaire.

En 1999, la société est certifiée ISO 9002 (norme pour les entreprises qui ne sont pas responsables de la conception ou du développement à l'inverse de la norme ISO 9001) pour l'inspection automobile.

En 2000, suite à la mort de son directeur général, un comité de direction est formé afin de prendre les décisions qui sont du ressort d'un directeur général.

En 2004, un partenariat de grande ampleur est lancé avec le Liban. Le savoir-faire de l'entreprise est transmis afin de mettre en œuvre un programme complet de contrôle technique. Quatre installations d'inspection technique sont construites au Liban, dont l'une deviendra peu de temps après la plus grande installation de contrôle technique au monde.

En 2005, le parc automobile grandissant et la demande devenant de plus en plus difficile à gérer, l'Autosécurité met en place un call center, de manière à pouvoir assurer la prise de rendez-vous par téléphone, mais aussi via internet.

Dans le courant de l'année suivante (2006), la société Groupe Autosécurité voit le jour. La structure d'actionnariat change alors complètement. Le rapport de gestion de l'année comptable 2006 mentionne l'acquisition de 100% des parts de la société concurrente CTA (Contrôle Technique Automobile) en date du 28 juillet. Autosécurité S.C.A., venant tout juste de racheter C.T.A et jusqu'alors détenue à 82,30% par la holding Hallinvest passe aux mains de la société Groupe Autosécurité ainsi créée, de la société C.T.A et de la holding Hallinvest. Elle (Autosécurité S.C.A) devient également, lors de l'exercice comptable 2007, la société anonyme Autosécurité S.A.

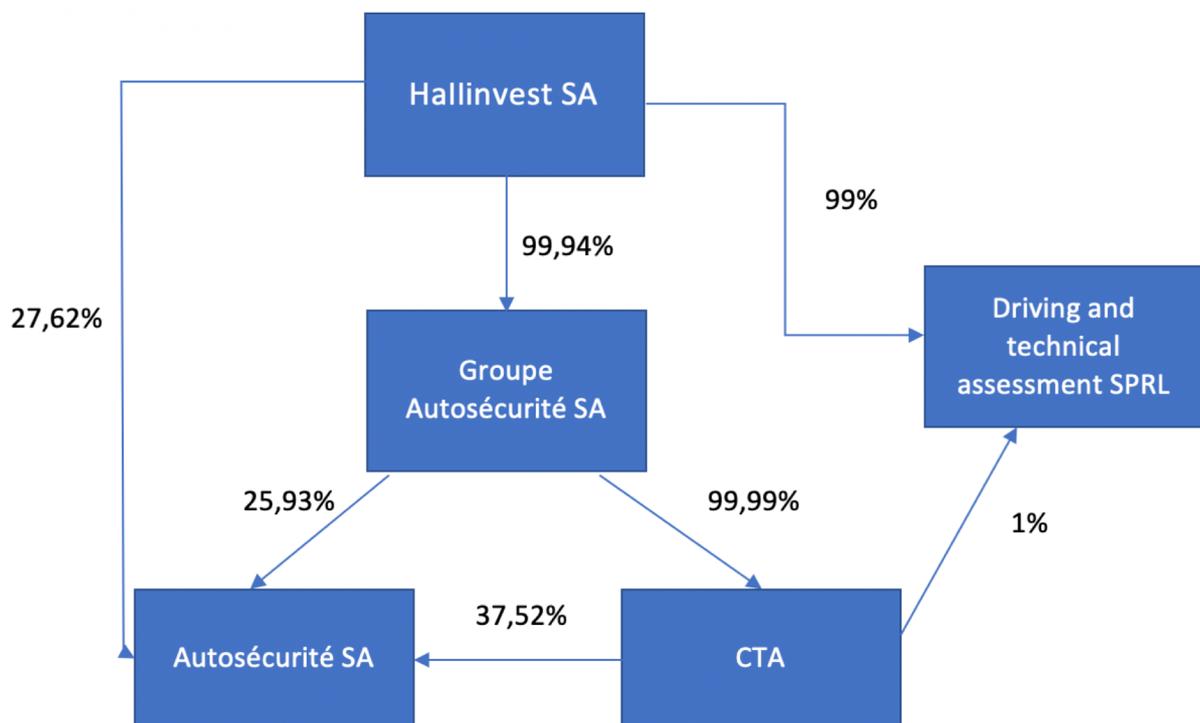


Figure 8: Structure d'actionnariat Groupe Autosécurité SA et de la société Hallinvest SA à la fin de l'exercice comptable 2007.

Cette dernière comptabilise dès lors 30 sites d'exploitation. La structure d'actionnariat à la fin de l'exercice 2007 est illustrée en Figure 8.

Parmi ces 30 sites, on retrouve le siège central, 20 sites dédiés à l'inspection technique et 11 centres d'examens. En termes de couverture géographique, la plupart des centres se trouvent en Wallonie mais la structure ainsi formée possède également plusieurs centres en Flandre.

Six ans plus tard, en 2012, un nouvel évènement notable se produit. La société Autosécurité, qui a alors acquis C.T.A quelques années plus tôt, acquiert 50% des parts de B.I.A, pour dominer le marché de l'inspection technique en Wallonie.

En 2014, une fusion par absorption avec B.I.A s'opère. La même année, une scission partielle de C.T.A se produit, alors détenue à 100%. La scission partielle signifie que la société continue d'exister mais qu'une partie de l'actif et du passif est transféré dans la nouvelle société (ou dans une société existante). Structurellement et à compter du 01/01/2014, le rapport de gestion mentionne qu'il n'y a plus de personnel de C.T.A et B.I.A mis à disposition d'Autosécurité et inversement.

La structure ainsi formée, tel que nous le connaissons aujourd'hui, possède alors 80% des parts de marché en Wallonie, contre seulement 7% en Flandre.

Quelques années plus tard, suite à la régionalisation du contrôle technique prenant effectivité au 01/01/2017, les trois sites néerlandophones récupérés lors de l'acquisition de C.T.A sont vendus par décision stratégique du groupe, la gestion de ces trois sites devenant particulièrement contraignante en raison des divergences naissantes entre la région Wallonne et Flamande en termes de contrôle technique.

Les années qui ont suivi, le groupe s'est attelé à proposer des services de plus en plus qualitatifs en surfant sur la vague de l'industrie 4.0. Cela s'est notamment remarqué au travers d'une toute nouvelle plateforme informatique pour la prise de rendez-vous, par la création de sa propre application informatique "EVI" ainsi que l'application "TED" développée pour l'activité des examens de permis de conduire. Ces changements se sont avérés essentiels au vu de la demande grandissante.

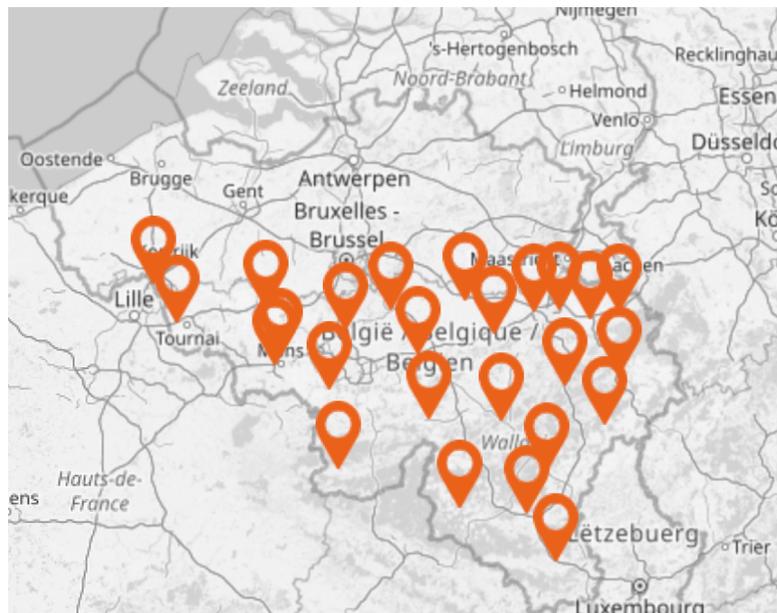


Figure 9: Centres de contrôles techniques du groupe Autosécurité en Belgique.



Figure 10 : Centres de permis de conduire du groupe Autosécurité en Belgique

En Figure 9 et Figure 10 sont représentés les implantations des sites de contrôles techniques du Groupe ainsi que les centres de permis de conduire.

A ce jour et comme en témoigne la section 2. Règles légales) plusieurs règles imposent qu'un véhicule soit présenté au contrôle technique ou qu'une personne présente son permis de conduire.

En termes de revenus, le contrôle technique représente la majeure partie du chiffre d'affaire du groupe. Lorsque les facteurs externes qui ont pu avoir une influence sur la structure financière de l'entreprise tout au long de son expansion seront étudiés, il conviendra de déterminer sur quelle activité du groupe le facteur influe le plus et de pondérer cette influence afin de ne pas surestimer son impact. En 2023, le ratio des revenus liés au contrôle technique et au permis de conduire était d'environ 95% - 5%, ratio confirmé par le directeur financier du Groupe Autosécurité. A titre d'exemple, si un facteur est aggravant pour l'activité permis de conduire, il n'a qu'un faible impact sur les revenus de l'Autosécurité et sur l'ensemble de sa structure financière. Une entreprise ne souhaite en effet pas engager des investissements colossaux pour conserver 5% de son chiffre d'affaire, à moins que cette clientèle ne soit primordiale pour le fonctionnement de son activité « vache à lait ».

A titre d'exemple, le COVID 19 a eu un impact sur le nombre de véhicules en circulation. Par voie de conséquence, le nombre d'accidents de la route s'est vu impacté par cette réduction de circulation. Au vu de la proportion de véhicules présentés à l'Autosécurité suite l'évolution légale de 1999 portant obligation aux véhicules ayant été accidentés d'être soumis à une inspection spécifique post-accident, il est évident que cet impact sera faible en comparaison de tout le parc présenté au contrôle technique suite à l'obligation annuelle, voire peut être invisible dans la structure financière de l'Autosécurité.

1.2.1 Marché des services de contrôle technique automobile

Le marché des services lié au contrôle technique automobile est aujourd'hui dominé par le groupe Autosécurité en Wallonie. Le marché est assez stable et grandissant, le nombre de véhicules en circulation étant en perpétuelle augmentation, comme le montre la Figure 11 ci-dessous :

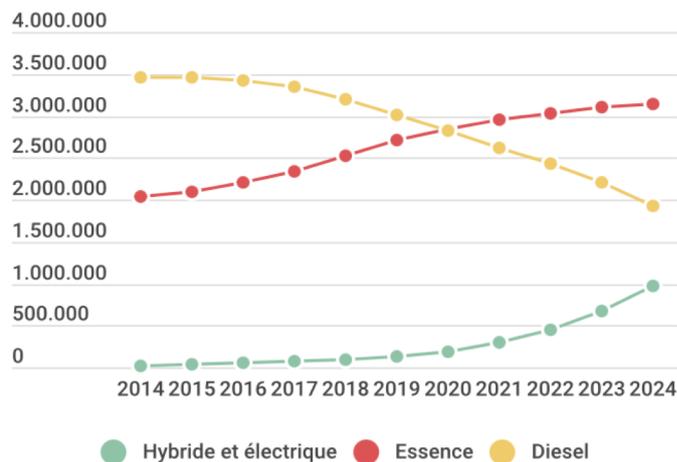


Figure 11 : Evolution du nombre de véhicules en circulation en Belgique entre 2014 et 2024.

De par l'obligation de présenter son véhicule au contrôle technique annuellement pour les véhicules privés de plus de 4 ans, ainsi que des autres obligations légales qui imposent de présenter son véhicule au contrôle technique (2. Règles légales) il s'agit d'une activité relativement certaine en termes de revenus. Le chiffre d'affaire est estimé assez précisément chaque année. Par ailleurs, la part de marché n'est pas certaine et demande de consentir certains investissements afin de perpétuer celle-ci et de rester leader dans le secteur. De plus, les installations sont soumises à une forte utilisation quotidienne (chaque pont élève en moyenne une centaine de véhicules par jour) dans un environnement exigeant, ce qui entraîne une hausse constante des frais de maintenance et oblige l'Autosécurité à renouveler régulièrement ses équipements.

De plus, les tarifs sont fixés par le SPF (Service Public fédéral) et l'évolution du tarif est dictée par la performance du plus mauvais élève. En d'autres termes, lorsqu'une des sociétés active dans le contrôle technique présente un résultat négatif, les tarifs du contrôle technique sont revus à la hausse afin de permettre à cet opérateur d'augmenter ses revenus (les coûts restants quant à eux plus ou moins constants pour une demande identique).

Par exemple, un des seuls concurrents du Groupe Autosécurité en Wallonie est l'entreprise AIBV SA qui possède 6 stations en Wallonie. Si la société AIBV est en négatif, le tarif est augmenté pour tous les opérateurs, ce qui a pour effet d'augmenter la rentabilité de tous les opérateurs (au vu des coûts relativement constants). En conclusion, si un opérateur se porte moins bien, les autres opérateurs s'enrichissent quant à eux de plus en plus. En 2021, les tarifs du contrôle technique ont été revus à la hausse. Par ailleurs, il s'agit là d'une évolution des tarifs liée à l'indexation des prix de contrôle technique.

Cette manière de procéder justifie également l'absence de subsides dans le milieu.

1.2.2 La différence avec Autosécurité SA

La différence majeure entre la société Groupe Autosécurité et la société Autosécurité SA est que cette dernière concerne les parties opérationnelle et technique liées aux contrôles techniques, ainsi que les examens théoriques du permis de conduire.

La société Groupe Autosécurité comprend quant à elle l'ensemble des bureaux destinés à la gestion administrative de ces activités, notamment la comptabilité, l'aspect financier, les ressources humaines, ...

Pour preuve, les extraits des comptes annuels publiés en 2024 ci-dessous explicitent très clairement les objets de chaque société :

3. EVOLUTION DE L'ACTIVITE ET PERSPECTIVES FUTURES

Constituée fin 2006, notre société a pour mission de gérer la société opérationnelle AUTOSECURITE S.A. dans laquelle nous avons une participation financière. Cette entreprise est active dans le secteur du contrôle technique et du permis de conduire en Belgique.

3. EVOLUTION DE L'ACTIVITE ET PERSPECTIVES FUTURES

La conclusion d'un contrat de management avec la société Groupe Autosécurité nous permet de pouvoir repenser notre organisation, rationaliser nos postes de coûts et donc de nous préparer aux éventuelles évolutions réglementaires régissant notre secteur d'activité.

Que l'on peut également retrouver sur le site du moniteur belge dans les statuts.

La société "Groupe Autosécurité" a vu le jour le 01/12/2006, ce rachat apparaît d'ailleurs dans l'exercice de 2007 :

DÉNOMINATION, adresse complète du SIÈGE et pour les entreprises de droit belge, mention du NUMÉRO D'ENTREPRISE	Droits sociaux détenus			Données extraites des derniers comptes annuels disponibles			
	directement		par les filiales	Comptes annuels arrêtés au	Code devise	Capitaux propres	Résultat net
	Nombre	%	%			(+ ou -) (en unités)	
C.T.A. BE 0400.426.094 Société anonyme avenue des Glycines 42 1030 Schaerbeek BELGIQUE parts	52.872	99,99		31-12-2007	EUR	6.637.524	86.987
AUTOSECURITE BE 0444.402.332 Société anonyme rue de Louvain 2 4800 Verviers BELGIQUE parts	20.842	25,93		31-12-2007	EUR	11.305.781	505.200

Au travers de l'extrait des comptes annuels de l'exercice 2007 diffusé ci-dessus, on comprend directement qu'en ne considérant que la société Autosécurité SA, de l'information est perdue puisque le groupe Autosécurité comprenait bien plus que la société Autosécurité SA. En mettant cet extrait en perspective de la Figure 8, l'Autosécurité SA était bien détenue indirectement par le Groupe Autosécurité en majorité au travers de sa détention de 100% des parts de C.T.A. Par ailleurs, environ un tiers des parts était toujours détenu par la holding Hallinvest.

A l'inverse, en ne considérant que la société Groupe Autosécurité, la partie opérationnelle et principale est omise. Dès lors, les deux sociétés seront étudiées en parallèle. Par conséquent, les sociétés Autosécurité SA et groupe Autosécurité sont des sociétés bien distinctes avec des objectifs bien distincts.

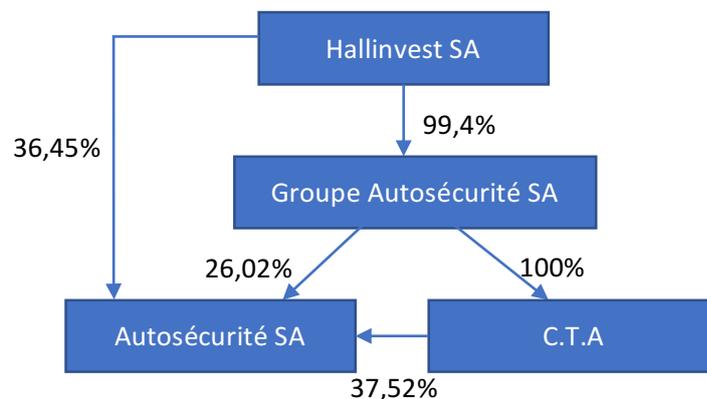
La société Groupe Autosécurité ne gérant pas la partie opérationnelle de l'activité, son chiffre d'affaires provient essentiellement des factures de gestion à l'encontre de l'Autosécurité SA.

En raison de la diversification de la société Hallinvest dans d'autres secteurs d'activités que le contrôle technique, son évolution financière sera également étudiée, afin d'observer l'impact de cette diversification.

1.3 Historique et activités de la société Hallinvest SA

La société Hallinvest SA est à ce jour une holding détenant des parts directement dans 6 autres sociétés : *Groupe Autosécurité SA* à hauteur de 99,4%, *Regulec SPRL* à hauteur de 100%, *Conforty SPRL* à hauteur de 100%, *Aegaeon IT SA* à hauteur de 100%, *Hallimmo SA* à hauteur de 100% et *Autosécurité SA* à hauteur de 22,8% comme illustré à la Figure 7. La société a été fondée le 10/06/1991.

La société établit et publie des comptes consolidés et un rapport consolidé de gestion depuis l'exercice comptable 2010. A l'époque, la structure d'actionariat est la suivante :



Parmi les critères qui imposent la publication de comptes consolidés, à savoir :

- Art 3:23 du Code des sociétés et des associations : Toute société mère est tenue d'établir des comptes consolidés et un rapport de gestion sur les comptes consolidés si, seule ou conjointement, elle contrôle une ou plusieurs entreprises filiales.
- L'effectif de personnel dépasse 250 personnes
Ou
- Le chiffre d'affaire dépasse 34.000.000 d'euros
Ou
- Le total du bilan dépasse 17.000.000 d'euros

Dans le cas présent et sur une base consolidée lors de l'exercice comptable de 2010, le chiffre d'affaire s'élevait à 40.198.000 euros, l'effectif moyen du personnel se portait à 423 personnes et le total du bilan à 44.395.000 euros. Les 3 critères étant dépassés, la société Hallinvest publia pour la première fois des comptes consolidés, principalement à la demande des banques afin d'avoir une vision plus

globale de l'ensemble de la structure d'actionariat. L'entreprise Hallinvest était bien dans le cas d'un groupe de taille réduite dépassant les critères d'exemption de consolidation avant 2010. Par ailleurs, le fait de dépasser ou de ne plus dépasser plus d'un des trois critères mentionnés dans l'article 1:24 ou 1:25 du CSA n'a d'incidence que si cette circonstance se produit pendant deux exercices consécutifs (principe de 'consistance').

De plus, la non publication est également peu sanctionnée en pratique. C'est la raison pour laquelle le pôle financier de Hallinvest a essayé de gagner un peu de temps avant de devoir procéder à la consolidation des comptes. Elle peut tout de même selon l'Article 3:78 du CSA, tenir les administrateurs responsables en cas de manquement de publication de ces comptes et donner lieu à des amendes en fonction de la gravité du manquement.

La consolidation a donc été instaurée à partir de l'exercice comptable 2010. Étant donné que cette consolidation est complexe et spécialisée dans sa mise en œuvre, cette tâche est entièrement externalisée pour la société Hallinvest SA.

En 2012, le rachat de B.I.A détenu alors à 50% par C.T.A et 50% par Autosécurité SA n'entre pas encore dans les comptes consolidés de Hallinvest SA. Il ne sera introduit dans la consolidation que lors de l'exercice de 2013. La fraction de détention du capital de B.I.A par Hallinvest SA est alors de 99,51%. La société B.I.A disparaît un an plus tard des comptes suite à la fusion par absorption lors de l'exercice de 2014.

En 2017, la société Hallinvest acquiert la société AFIPA Bureau d'assurance SPRL et détient alors 100% de son capital. La société AFIPA devient en 2020 la société HALLIMO, une société immobilière principalement active dans les crédits et baux.

En 2018, Hallinvest acquiert encore une nouvelle société. La société Conforty SPRL détenue directement à hauteur de 100%. Conforty SPRL est une société active dans le domaine du chauffage, de la climatisation (installation d'installations de chauffage, ventilation et sanitaires) et des énergies renouvelables. La société a notamment pour but de supporter le groupe Autosécurité pour son installation de chauffage et de climatisation.

En 2019, Hallinvest forme cette fois un consortium avec la société AEGON IT SA. Cela signifie que la société AEGAEON IT est une société placée sous une direction commune à la société mère. AEGON IT SA est une spin-off créée à partir d'anciens collaborateurs de la société groupe Autosécurité qualifiés dans l'IT et dont le siège se situe au Luxembourg pour des raisons purement fiscales. C'est à la demande du réviseur d'entreprise de la société qu'AEGAEON a été englobé dans la consolidation, son objet ayant été jugé lié aux autres activités du groupe. La société AEGAEON rentre donc dans le périmètre de consolidation dès 2019.

En 2021, la société à responsabilité limitée OZ Construct & Consult devient filiale de la société Hallinvest avec une fraction du capital ou de l'apport détenue de 100% suite au rachat de OZ Construct & Consult par Hallimo SA. Il s'agit d'une société active dans le domaine de la construction et qui œuvre également dans le but de soutenir les autres sociétés détenues par Hallinvest pour les besoins de construction.

En 2022, AEGAEON IT devient filiale de Hallinvest SA. Les deux sociétés ne forment donc plus un consortium. La société AEGAEON IT est une société luxembourgeoise. Ses comptes annuels sont disponibles sur le site du Registre du Commerce et des sociétés (RCS).

En 2023, Hallinvest acquiert REGULEC, une société active dans le domaine de l'électricité et spécialiste des travaux d'installation électrotechnique. Cette acquisition, à hauteur de 100%, permet de renforcer le support pour les autres sociétés en ce qui concerne les besoins électrotechniques.

La société holding Hallinvest s'inscrit alors dans la structure d'actionariat telle que présentée en Figure 7.

Pour les raisons évoquées en annexe « conso 5.2 » des comptes annuels de Hallinvest SA, les sociétés CONFORTY, OZ CONSTRUCT & CONSULT et REGULEC n'entrent pas dans le périmètre de consolidation pour le motif suivant : il s'agit de filiales d'importance négligeable. En termes de diversification, l'influence sur les comptes d'Hallinvest sera donc surtout observée lors de l'exercice comptable 2012, date à laquelle le groupe Autosécurité acquiert 50% de B.I.A, puis en 2014, lors de la fusion par absorption avec B.I.A et de la scission partielle de C.T.A. Le rachat de C.T.A en 2007 constituait également une étape importante mais qui ne sera malheureusement pas visible dans les comptes, la société Hallinvest ne consolidant pas encore à cette date.

La société Hallinvest possède également le rôle de procéder aux versements des bonis des comptes d'exploitation de ses filiales au Fonds d'Intervention Automobile (F.I.A). Depuis la régionalisation du contrôle technique évoquée dans la section 2. Règles légales, les bonis repris dans les comptes d'exploitation sont reversés au SPW. Par conséquent, le compte 640/8 caractérisant les autres charges d'exploitation montre l'évolution des sommes à reverser au F.I.A. Les charges enregistrées dans ce compte sont donc des charges vis-à-vis du Fonds (et depuis la Sixième Réforme de l'état au SPW). Son évolution est tracée ci-dessous en Figure 12:

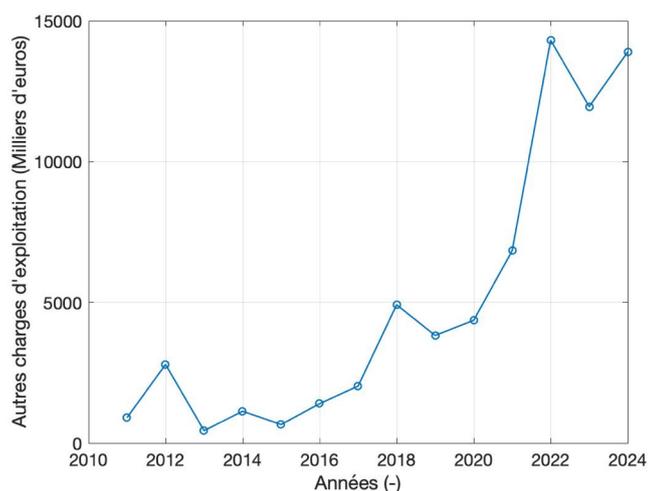


Figure 12 : Evolution de la somme à reverser au F.I.A par Hallinvest SA

L'augmentation régulière du compte 640/8 au fil des années démontre un boni dans les comptes d'exploitation des filiales depuis 2011.

L'augmentation des charges d'exploitation n'est donc pas un mauvais indicateur dans le cas de la société Hallinvest.

1.3.1 La Fondation Leonardo

Au regard des comptes des différentes sociétés détenues par la holding Hallinvest SA, il est difficile de passer à côté de la société Leonardo sans en toucher un mot. Les statuts de la fondation sont consultables sur le site du Moniteur Belge.

La Fondation Leonardo est une fondation privée qui apparait comme administratrice de plusieurs sociétés détenues par Hallinvest et qui facturent les prestations liées à ses mandats d'administrateurs. Son objet social est d'assurer l'accompagnement et le bien-être, tant matériel que financier, de l'héritier de la famille de l'Autosécurité et d'assurer la pérennité et la croissance de la société Groupe

Autosécurité et de ses filiales et de manière générale, la promotion de la sécurité routière et de la protection de l'environnement et des consommateurs, tant en Belgique qu'à l'étranger.

L'intérêt de cette Fondation est de pouvoir également assurer cet accompagnement de l'héritier et ses descendants directes en versant la somme nécessaire à l'accomplissement de cet objet sous forme de moyens de subsistance.

Si ces sommes étaient remontées dans un schéma plus classique de dividendes, elles seraient soumises au paiement de l'impôt des sociétés et du précompte.

1.4 Expansion et diversification

Par **expansion**, il y a lieu de considérer dans le présent travail une société en pleine croissance, en termes de chiffre d'affaire, du nombre de collaborateurs, du résultat, d'expansion territoriale, de parts de marché, d'investissements, des prestations de services proposés, d'image de marque, ... Cette expansion peut également se caractériser par la fusion ou le rachat de sociétés actives dans le même domaine.

Les sociétés Groupe Autosécurité et Autosécurité illustrent parfaitement cette expansion, comme le montrent les Figure 13 à Figure 19 : Ecart entre le bénéfice/la perte de l'exercice n et la différence entre les fonds propres de l'année n et de l'année n-1 de l'Autosécurité.. On observe un chiffre d'affaire en augmentation constante depuis 2007.

Les fonds propres augmentent quant à eux en moyenne d'un million d'euros tous les deux ans pour le groupe Autosécurité, excepté entre 2016 et 2018 où on observe dans un premier temps une réduction assez importante avant un saut de 4 millions d'euros entre 2017 et 2018.

Pour la société Autosécurité, on observe également

En termes d'effectif moyen du personnel calculé en équivalents temps pleins, on constate également une croissance continue pour les deux sociétés au fil des années, en particulier pour la société Autosécurité qui a vu son effectif tripler en 20 ans. La nette augmentation de personnel en 2013 est également liée aux opérations de fusion par absorption avec B.I.A et à la scission partielle de C.T.A. En effet, le rapport de gestion mentionne qu'il n'y a plus de personnel de C.T.A et B.I.A mis à disposition d'Autosécurité et inversement, ce qui est susceptible d'expliquer la nette augmentation de personnel. On constatera de manière intéressante la corrélation assez flagrante entre chiffre d'affaire et effectif moyen. Cette augmentation d'effectif constante depuis les années 2000 est également un facteur de croissance.

L'historique présenté en section 2. Règles légales) détaille également les évolutions légales qui ont poussé la société Groupe Autosécurité à investir davantage dans de nouvelles infrastructures, de nouveaux sites d'exploitation, de nouvelles ressources humaines afin de faire face à l'obligation de présenter son véhicule au contrôle technique à partir de 4 ans, mais également par la suite pour faire face à l'augmentation du nombre de véhicules en Belgique, du nombre d'exams théoriques et pratiques de permis de conduire.

Le rachat de C.T.A en 2007 et la fusion par absorption de B.I.A qui a eu lieu en 2014 sont également des marqueurs d'expansion et de croissance, au sens qui leur est donné dans ce travail. Le Groupe Autosécurité et la société Autosécurité sont donc choisis pour observer l'impact de cette expansion sur la structure financière, avant et après la fusion par absorption.

Enfin, le nombre de sites a également évolué, même si la société Autosécurité a pris la décision de revendre 3 suites en région flamande à la suite de la régionalisation de certaines compétences comme le contrôle technique en 2018. Cette décision permet de ne pas devoir adopter de politique différente spécifiquement pour ces 3 sites.

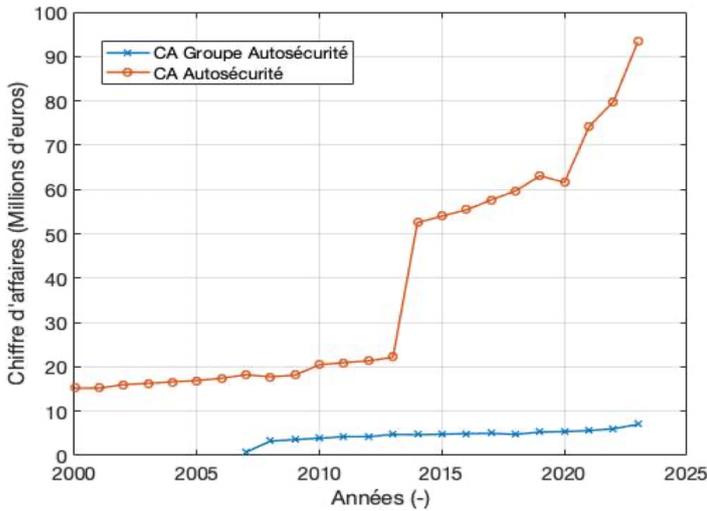


Figure 13 : Evolution du chiffre d'affaire au cours du temps du Groupe Autosécurité et de l'Autosécurité (en Millions d'euros).

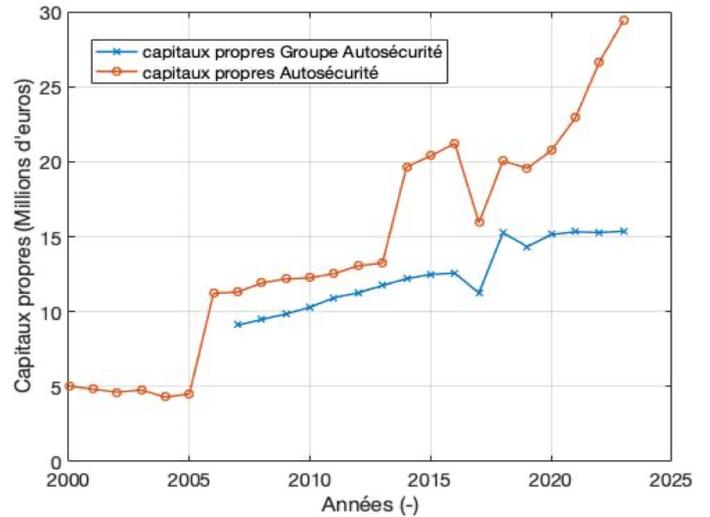


Figure 14 : Evolution des fonds propres au cours du temps du Groupe Autosécurité et de l'Autosécurité (en Millions d'euros).

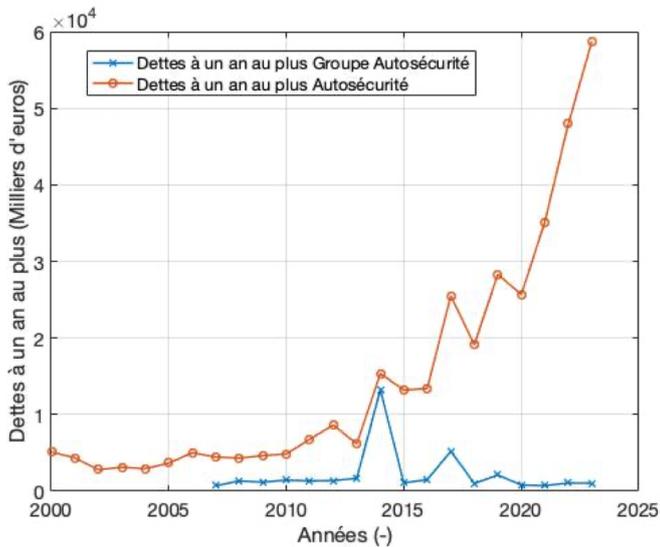


Figure 15 : Evolution des dettes court terme au cours du temps du Groupe Autosécurité et de l'Autosécurité.

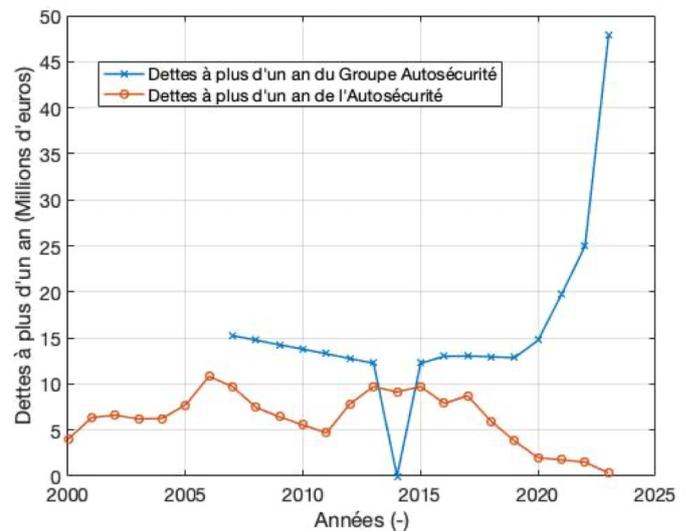


Figure 16 : Dettes à long terme au cours du temps du groupe Autosécurité et de l'Autosécurité.

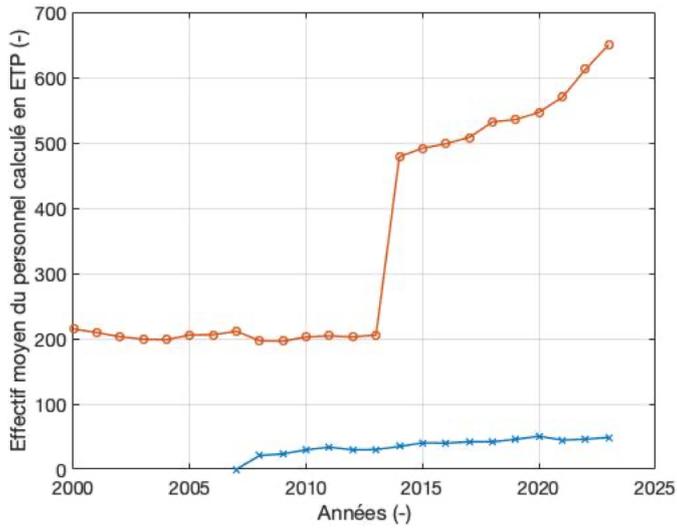


Figure 18 : Evolution du nombre d'ETP (Equivalent temps pleins) au cours du temps du Groupe Autosécurité et de l'Autosécurité SA.

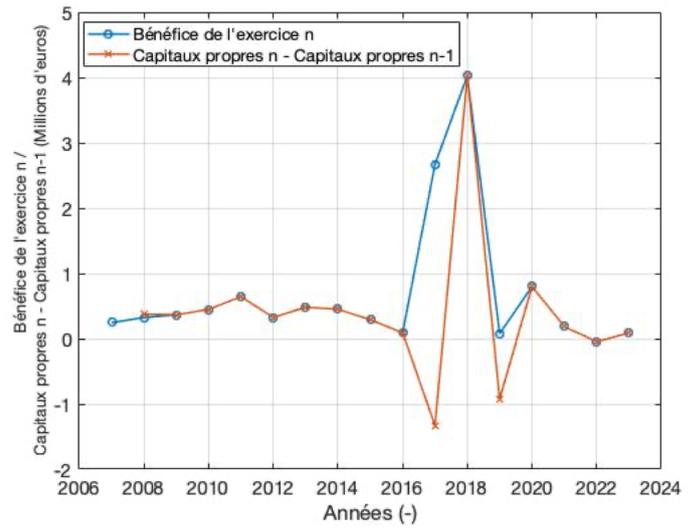


Figure 17 : Ecart entre le bénéfice/la perte de l'exercice n et la différence entre les fonds propres de l'années n et de l'année n-1 du Groupe Autosécurité.

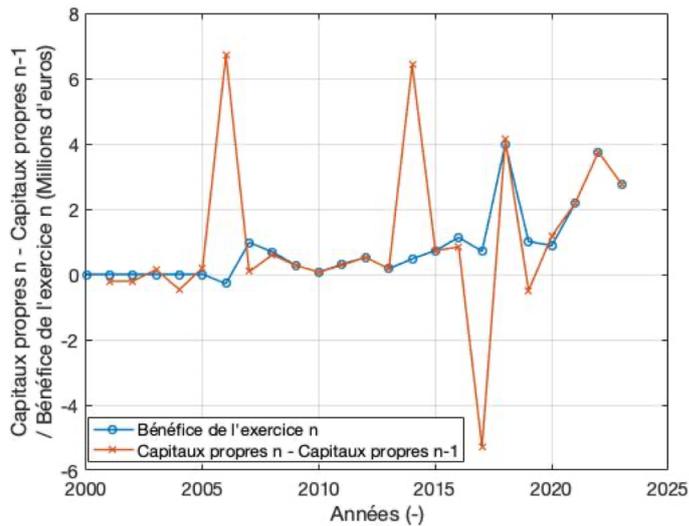


Figure 19 : Ecart entre le bénéfice/la perte de l'exercice n et la différence entre les fonds propres de l'années n et de l'année n-1 de l'Autosécurité.

La **diversification** est assez vaste. Même si le présent travail aura à cœur de s'orienter davantage vers une diversification sectorielle, elle peut prendre différentes formes :

- La *diversification verticale* : Elle consiste à développer une nouvelle activité en s'étendant dans sa propre filière, en amont ou en aval de son activité d'origine. Dans le cadre du contrôle technique, un exemple de diversification verticale pourrait être la réparation de véhicules.
- La *diversification horizontale* : elle consiste en la création d'une nouvelle activité liée à l'activité d'origine, c'est-à-dire dans le même secteur, mais qui ne s'inscrit pas nécessairement en

amont ou en aval de l'activité d'origine. Dans le cadre du contrôle technique, un exemple de diversification horizontale pourrait être la vente de véhicules.

- La *diversification conglomerée* : elle représente le développement d'une nouvelle activité qui s'ouvre à une autre branche sectorielle. Elle n'est donc pas directement liée à l'activité d'origine. Dans le cadre du contrôle technique, un exemple de diversification conglomerée serait le rachat d'une entreprise immobilière.
- La *diversification géographique* : elle consiste en l'implantation dans de nouvelles zones géographiques
- La *diversification connexe* : elle implique une diversification de la firme vers des secteurs différents mais possédant des synergies avec l'activité principale de la firme. Les synergies peuvent être des pôles de compétence, des technologies, des canaux de distribution, ...

La diversification peut prendre place en investissant au travers d'achat de parts d'autres sociétés.

Dans le cas de l'Autosécurité, le passage des véhicules au contrôle technique et le passage d'exams théoriques et pratiques de permis de conduire peuvent être vus comme deux activités distinctes et comme un exemple de diversification.

Cependant, au vu de la diversification importante proposée par la holding du Groupe Autosécurité, à savoir la société anonyme Hallinvest, cette dernière est sélectionnée afin d'observer et d'interpréter l'évolution de la structure financière lorsque la société se diversifie dans d'autres secteurs d'activité.

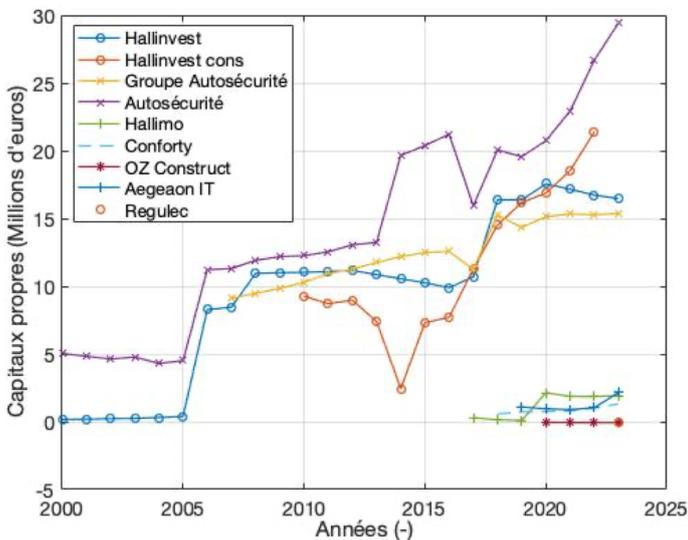


Figure 21 : Evolution des capitaux propres au cours du temps de la société Hallinvest SA (en Millions d'euros) et des sociétés dans lesquelles elle détient des parts.

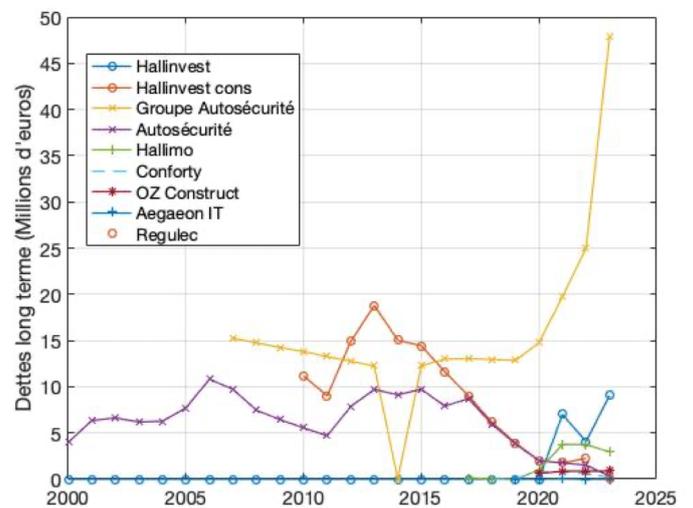


Figure 20 : Evolution des dettes long terme au cours du temps de la société Hallinvest SA (en Millions d'euros) et des sociétés dans lesquelles elle détient des parts.

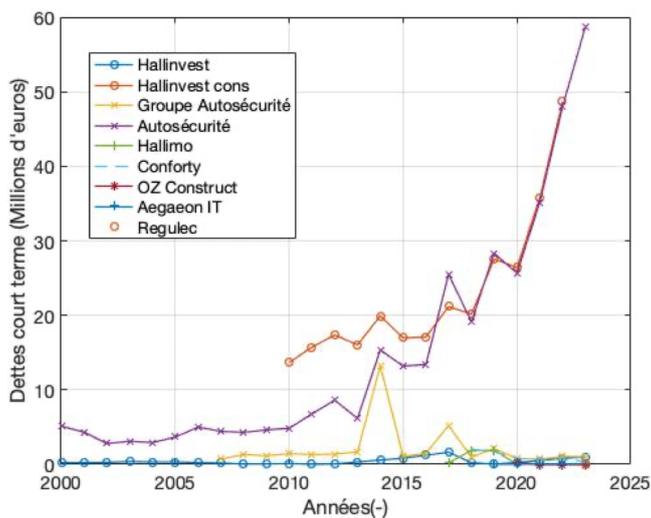


Figure 22 : Evolution des dettes à court terme au cours du temps de la société Hallinvest SA (en Millions d'euros) et des sociétés dans lesquelles elle détient des parts.

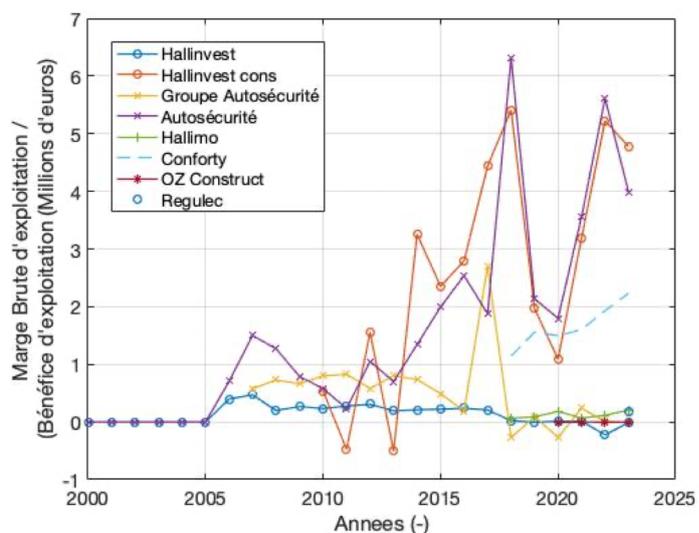


Figure 23 : Evolution de la marge brute d'exploitation / bénéfice d'exploitation au cours du temps de la société Hallinvest SA (en Millions d'euros) et des sociétés dans lesquelles elle détient des parts.

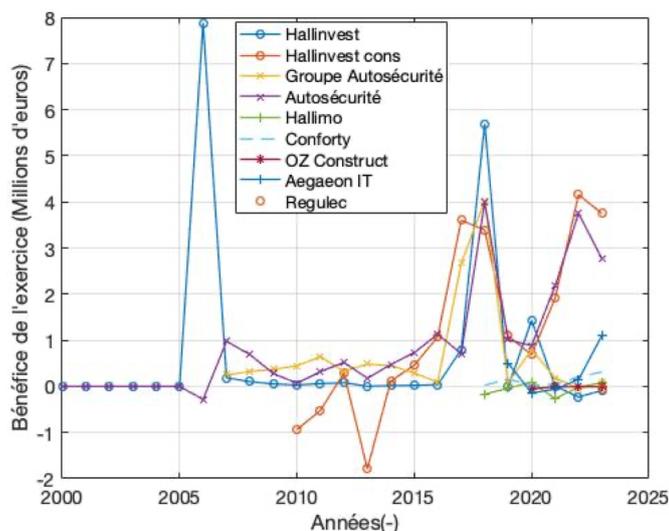


Figure 24 : Bénéfice de l'exercice au cours du temps de la société Hallinvest SA (en Millions d'euros) et des sociétés dans lesquelles elle détient des parts.

1.4.1 Structure financière :

La structure financière représente la combinaison de dettes (bancaires et financières) et de capitaux propres utilisés pour financer le développement de l'entreprise. Il s'agit de la manière dont une entreprise arbitre entre endettement net et capitaux propres pour financer son actif, celui-ci correspondant à l'ensemble des encours nécessaires à son fonctionnement. La question centrale autour de laquelle gravite la réflexion sur la décision de financement à long terme de l'entreprise consiste donc dans le choix d'une structure financière adaptée.

À cet égard, il est légitime de se poser la question de l'existence d'une structure financière optimale, c'est-à-dire d'une combinaison d'endettement net et de capitaux propres permettant de maximiser la valeur de l'actif économique de l'entreprise.

Dans le cadre de ce travail, l'impact du type de financement et de son évolution (et donc de l'évolution de la structure financière) sera également étudié au niveau des différentes rubriques comptables. L'objectif étant également de présenter plusieurs ratios financiers et leurs évolutions au fil du temps, afin d'établir d'éventuelles corrélations entre ces ratios financiers et la structure financière de l'entreprise et par voie de conséquence établir d'autres corrélations directement entre les ratios financiers et le caractère d'expansion d'une entreprise. De plus, le fonds de roulement, le besoin en fonds de roulement et la trésorerie nette, défini respectivement comme :

- $FR = \text{capitaux permanents} - \text{actifs immobilisés élargis} = \text{Actifs circulants restreints} - \text{dettes à court termes}$
- $BFR = \text{Actifs circulants restreints (à l'exclusion des placements de trésorerie) et valeurs disponibles} - \text{dettes court terme à l'exclusion des dettes financières}$
- $\text{Trésorerie nette} = FR - BFR$

Ces trois notions ont un lien avec la structure de financement. Le fonds de roulement est l'excédent ou le déficit (en fonction de son signe) de capitaux à long terme par rapport aux actifs à long termes. Dans un monde idéal, les actifs à long termes seraient financés exactement par des capitaux à long termes ou des dettes à long termes et les actifs à court termes seraient financés exactement par des dettes à court terme. Le fonds de roulement permet de déterminer le delta par rapport à cette exacte compensation. Il mesure donc l'équilibre financier. Il a également un lien avec la liquidité. En effet, s'il est positif, la liquidité est plus grande que 1. A l'inverse s'il est négatif, l'entreprise n'est pas en mesure de faire face à ses obligations à court terme.

Le besoin en fonds de roulement permet quant à lui de mesurer le besoin nécessaire pour financer le cycle d'exploitation. En d'autres termes, il définit si une entreprise a besoin de financement au vu de ses encaissements et décaissements journaliers.

La trésorerie nette est la différence entre les deux.

Toutefois, une des complications liées à ce travail sera d'identifier causes et conséquences. En effet, il est assez difficile de savoir si c'est l'amélioration de l'arbitrage entre capitaux propres et dettes qui permet à l'entreprise de croître ou si c'est cette croissance qui influence la structure financière de l'entreprise.

2. Règles légales

Les décisions stratégiques prises par les sociétés peuvent avoir un impact sur leurs structures financières. Ces décisions stratégiques sont parfois les conséquences d'un contexte extérieur qui évolue constamment, tantôt favorablement, tantôt défavorablement aux entreprises. En particulier, la législation représente une part importante de ces facteurs externes. Ces facteurs externes n'ont toutefois une influence sur la structure financière qu'à concurrence de ce qu'ils représentent lorsque l'on prend l'ensemble de la société dans sa globalité.

Les décisions politiques représentent indéniablement l'une des plus grandes menaces pour l'Autosécurité. En effet, une grande partie du chiffre d'affaires étant liée aux contrôles annuels, si le gouvernement décide de modifier la législation en exigeant de présenter son véhicule au contrôle technique tous les deux ans, une majeure partie du chiffre d'affaires annuel se verrait être divisée par deux.

A l'inverse, les décisions gouvernementales peuvent également ouvrir la porte à de nombreuses opportunités.

2.1 Cadastres de l'évolution de la législation depuis la constitution de l'Autosécurité SA

Depuis la constitution du groupe, plusieurs règles légales et plusieurs grandes dates sont à retenir. En effet, l'évolution de la législation a également façonné certaines prises de décisions stratégiques. Il est donc indispensable d'établir un cadastre de ces évolutions légales afin de potentiellement expliquer les évolutions qui seront observées dans la structure financière de l'entreprise.

Bien évidemment, la structure financière du groupe ne sera étudiée que sur un laps de temps assez court et sur une période assez récente. Les arrêtés royaux bien plus anciens et régissant les bases des obligations en termes de contrôle technique sont mentionnés ci-après mais leurs impacts sur l'évolution de la structure financière ne sauront être étudiés, faute de données à cette époque.

2.2 Cadastres de l'évolution de la législation au 01/01/2025 en matière de contrôle technique

Pour garantir la sécurité de chacun sur les routes belges, tous les véhicules doivent être en règle. La liste ci-dessous reprend les évolutions légales majeures en termes de contrôle technique. Celles-ci sont susceptibles d'avoir influencé certaines rubriques comptables de la société de manière notable.

- 1933 : Arrêté Royal introduisant en Belgique le contrôle technique obligatoire des autobus et autocars
- 1940 : Inspection automobile imposée à tout véhicule utilisé pour le transport rémunéré de personnes et de marchandises. Cela inclut donc les voitures destinées au transport de personnes contre rémunération
- 1941 : Un tarif officiel uniforme est appliqué sur l'ensemble du territoire, par tous les organismes de contrôle technique
- 1951 : Apparition du certificat de visite, après la standardisation du système d'inspection

- 1960 : Ce n'est qu'en 1960 que le contrôle technique est devenu obligatoire et systématique pour les voitures privées de plus de 5 ans, ainsi que pour tous les véhicules d'occasion
- 1968 (15/03/1968) : Publication de l'Arrêté Royal portant règlement général sur les conditions techniques auxquelles doivent répondre les véhicules automobiles et leurs remorques, leurs éléments ainsi que les accessoires de sécurité. Dans le même temps, le contrôle technique devient obligatoire pour tous les véhicules d'occasion ainsi que les voitures privées de plus de 4 ans, augmentant dès lors le parc de véhicules dans chaque organisme agréé
- 1986 : Les clients deviennent libres de présenter leur véhicule dans le centre d'inspection automobile de leur choix (sauf revisite)
- 1994 : 23 décembre 1994 - Arrêté royal portant détermination des conditions d'agrément et des règles du contrôle administratif des organismes chargés du contrôle des véhicules en circulation.

Cette Arrêté royal est particulièrement important puisqu'il fixe des règles que les organismes agréés et ceux qui souhaitent le devenir doivent suivre. Par exemple, l'Article 20 de l'Arrêté met en évidence une condition sur le ratio de solvabilité des organismes agréés devant toujours être supérieur à 25%.

- 1999 : Les véhicules impliqués dans un accident sont soumis à une inspection spécifique post-accident, générant également une augmentation du nombre de véhicules présentés dans les centres de contrôle
- 2014 : Deuxième volet de la sixième réforme de l'Etat. Cette date est essentielle car les textes publiés suite à cette réforme règlent le transfert de compétences aux Communautés et Régions et introduit une réforme importante de la loi spéciale de financement. En particulier, le contrôle technique des véhicules faisait partie de la liste des compétences transférées aux Régions.
- 2017 : Arrêté du Gouvernement Wallon du 30/03/2017. Cet Arrêté est lié à l'Arrêté royal de 1994 portant détermination des conditions d'agrément et des règles du contrôle administratif des organismes chargés du contrôle des véhicules en circulation. Depuis le transfert de ce dernier suite à la Sixième Réforme de l'Etat, celui-ci a notamment été transféré dans le présent Arrêté du gouvernement Wallon.
- 2018 : Harmonisation du contrôle technique dans les pays de l'Union Européenne en vertu de la directive 2014/45/UE.
- 2020 : Arrêté du Gouvernement Wallon du 16/12/2020. Il s'agit du second Arrêté du Gouvernement Wallon dans lequel l'Arrêté royal de 1994 a été transféré. En plus de ce rôle de transfert, cet Arrêté du Gouvernement Wallon modifie l'Arrêté royal du 15 mars 1968 portant règlement général sur les conditions techniques auxquelles doivent répondre les véhicules automobiles et leurs remorques.
- 2021 : Simplification de la tarification du contrôle technique. En 2021, face à l'incertitude des utilisateurs concernant les tarifs avant de présenter leurs véhicules au contrôle technique, le SPW a mis en place une simplification pour rendre ces tarifs connus à l'avance. Cette simplification sera abordée plus en détail plus loin dans ce travail (5.2 Interprétation des

ratios financiers et des évolutions financières du Groupe Autosécurité SA et Autosécurité SA) afin de clarifier pleinement son objectif.

- 2025 : Allongement des délais pour le passage au contrôle technique des véhicules bien entretenus. Actuellement, ces derniers peuvent bénéficier d'une périodicité de deux ans s'ils ont moins de six ans et moins de 100.000 km au compteur. Désormais, les véhicules bien entretenus de moins de 8 ans et affichant moins de 110.000 km pourront bénéficier de la même périodicité, sous réserve que seuls des défauts administratifs mineurs soient relevés lors du contrôle.

La régionalisation du contrôle technique découlant de la sixième réforme de l'état est sans doute l'évènement le plus marquant parmi ces évolutions légales. Cet évènement a généré une indépendance des régions dans leurs gestions de certaines compétences, entre autres le contrôle technique de véhicules.

Certaines divergences ont donc vu le jour entre les différentes régions. Par exemple, la dernière en date est la décision de La Flandre d'instaurer un contrôle technique bisannuel pour les voitures ayant moins de 160.000 km au compteur, la ministre Wallonne en charge de la sécurité routière Valérie De Bue a cependant affirmé que la région Wallonne n'adopterait pas cette mise à jour.

2.3 Cadastres de l'évolution légale en termes de permis de conduire

Bien que moindres que les évolutions légales qui concernent le contrôle technique, les évolutions légales qui concernent le passage du permis de conduire ont le mérite d'exister. Ci-après sont listées plusieurs évolutions légales qui ont eu une influence sur le nombre de passage de permis de conduire ou une influence directe sur les rentrées de la société. A nouveau, cette influence est en proportion de ce que représente l'activité "permis de conduire" dans l'ensemble des activités de l'Autosécurité (permis de conduire + contrôle technique). En l'occurrence, l'activité permis de conduire ne représente que 5% du chiffre d'affaire total. Par conséquent, l'impact de ces évolutions sera bien moindre que dans le cadre des évolutions liées au contrôle technique.

- 1968 : Selon l'article 38 de la loi du 16 mars 1968 relative à la police de la circulation routière, un juge, s'il l'estime nécessaire, peut décider qu'un ou plusieurs examens doivent être repassés en cas de déchéance du droit de conduire suite à une infraction routière.
- 1969 : Tout nouveau conducteur doit réussir un examen théorique sur le code de la route afin d'obtenir son permis de conduire. Aucun permis de conduire pratique n'existe à cette date.
- 1977 : Bien qu'instauré en 1967, le permis de conduire pratique ne devient obligatoire en Belgique qu'à partir de 1977 peu de temps après la grande réforme du code de la route transcrite dans l'Arrêté royal du 01/12/1975.
- 2018 : Bien que déjà introduit en Flandre en 2017 (suite à la régionalisation de cette compétence, certaines divergences ont vu le jour entre les régions), le test de perception des risques est introduit en Wallonie et dans la région Bruxelles Capitale. Ce test doit être passé avant l'examen pratique de permis de conduire.
- 2018 : La réforme de 2018 ramène la notion de faute grave dans le cadre du permis théorique.

- 02/2019 : les conducteurs dont le permis provisoire a expiré peuvent obtenir le permis provisoire de 12 mois. En plus, ils ne doivent plus attendre 3 ans, comme c'était le cas avant, pour redemander un tel document.

3. Le Groupe Autosecurité SA et la société Hallinvest SA

3.1 Contexte actuel

Le contexte dans lequel évolue la société Autosécurité reste particulier. Comme en témoigne la section 2. Règles légales) qui reprend une liste non exhaustive des évolutions légales en la matière (seules les évolutions légales majeures sont citées), plusieurs facteurs sont propices à modifier la manière dont les décisions financières de la société ont été prises. Parmi ces facteurs, on notera la pandémie du COVID 19, les évolutions législatives en elles-mêmes, l'émergence des voitures électriques, la guerre Russo-Ukrainienne qui a un impact non négligeable sur le prix des énergies (notamment du diesel, de l'essence), les préférences des utilisateurs, l'influence de l'augmentation des prix suite à la crise économique, le vieillissement du parc de véhicules en Wallonie et bien d'autres.

Comme expliqué plus tôt, la prestation de service proposée par le groupe Autosécurité permet d'avoir une idée assez précise des rentrées pour l'entreprise. En effet, l'évolution du parc automobile Wallon étant connu, et la part de marché de la société étant connue (80% en Wallonie), il est possible de prédire avec une certaine précision le nombre de véhicules qui sont susceptibles d'être présentés auprès de la société Groupe Autosécurité au cours de l'année N+1. Le prix d'un contrôle étant simplifié depuis 2021, le chiffre d'affaire peut se déduire assez aisément. Pour les voitures privées, les proportions de voitures présentées au contrôle technique respectivement pour un contrôle annuel ou en vue d'une revente est d'environ 75%-25% (donnée communiquée par le directeur financier du Groupe Autosécurité). Sur la Figure 25, on constate une augmentation continue mais non exponentielle du nombre de véhicules

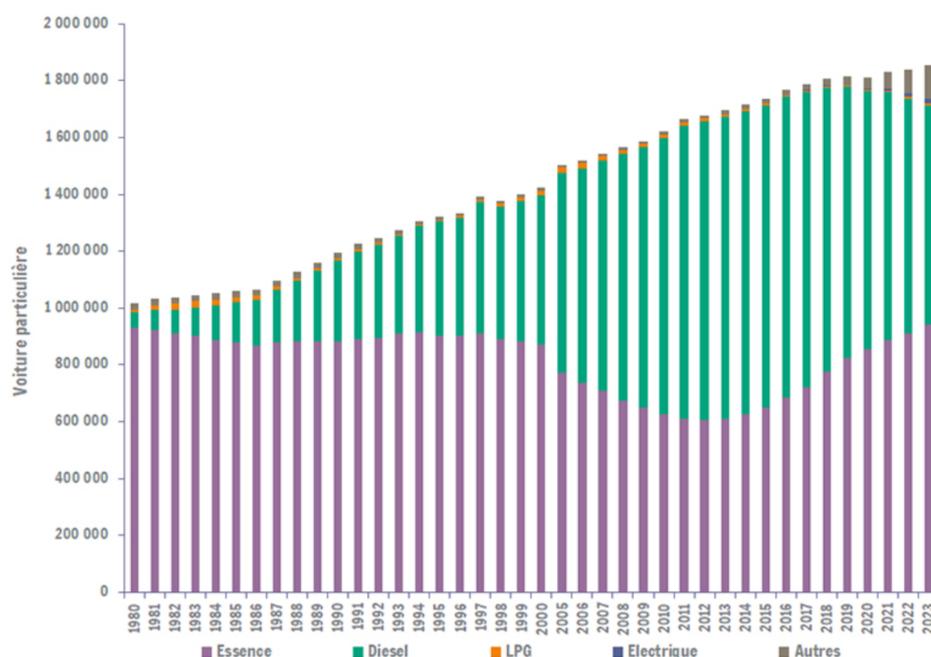


Figure 25 : Evolution du nombre de voitures particulières selon le carburant entre 1980 et 2023 (Service Public Fédéral Belge, 2024).

entre 2000 et aujourd'hui (intervalle de temps sur lequel les comptes seront analysés). En effet, même si le nombre de voitures particulières semble avoir augmenté de manière bien plus importante à partir de 1995, l'évolution semble assez linéaire depuis 2005 et paraît même se tasser ces dernières années. On notera cependant une légère baisse liée à la crise du COVID-19 (2019). Le diagramme ne reprend

d'une part que les voitures particulières et omet les utilitaires. D'autre part, la tarification dépend également légèrement du type de motorisation (thermique ou électrique). Toutes ces données sont enregistrées par l'entreprise et permettent d'estimer assez précisément le chiffre d'affaires à l'avance.

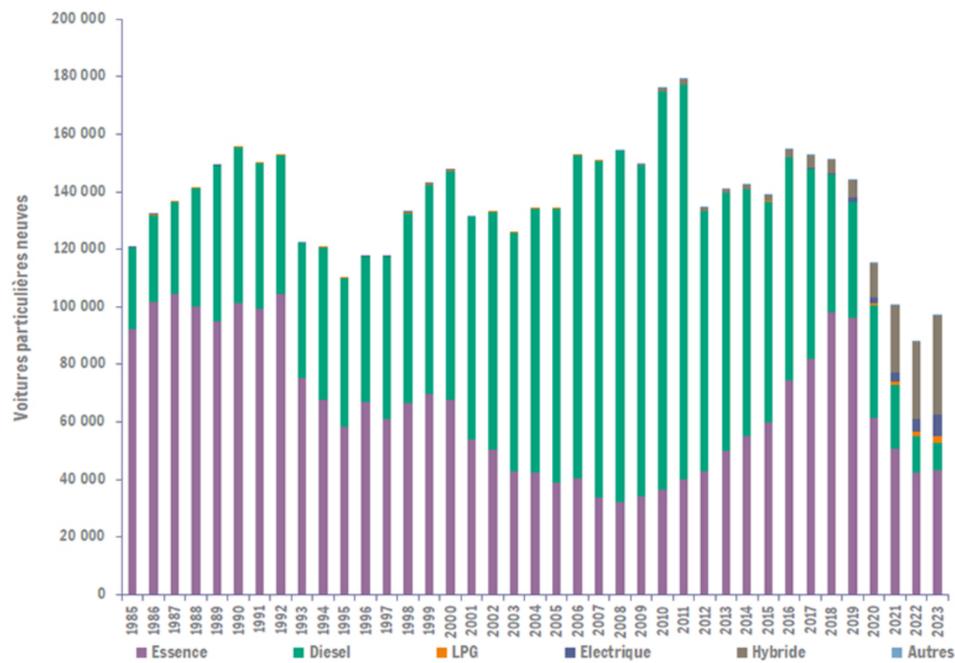


Figure 26: Evolution du nombre d'immatriculations de voitures particulières neuves en Wallonie entre 1985 et 2023.

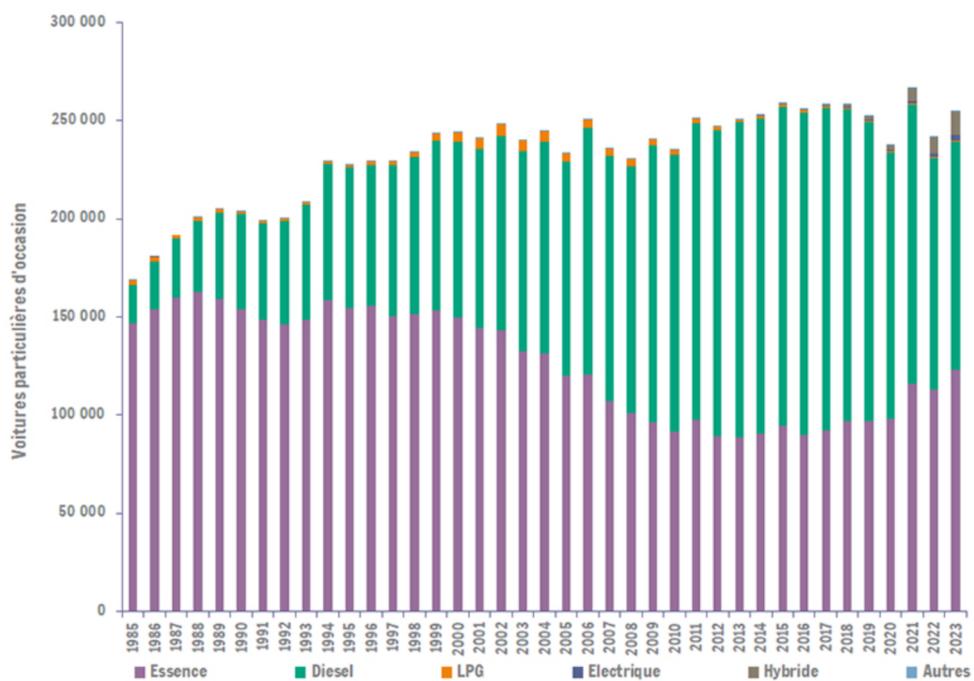


Figure 27 : Evolution du nombre d'immatriculations de voitures particulières d'occasion en Wallonie entre 1985 et 2023.

En revanche, il est évident que les évolutions légales sont sources de volatilité dans les prédictions et ces dernières doivent être revues à la hausse ou à la baisse en fonction de l'évolution de la législation. A titre d'exemple, l'obligation entrée en vigueur en 1968 pour les voitures privées de plus de 4 ans et les véhicules d'occasion d'être présentés annuellement au contrôle technique ont fortement augmenté les nombres de véhicules présentés annuellement dans la société.

De la même façon, l'émergence des voitures électriques pouvait laisser penser que la population se tournerait davantage vers ces nouveaux véhicules, ce qui réduirait le nombre de passages au contrôle technique, les véhicules neufs étant exemptés durant les quatre premières années. D'après le directeur financier du groupe Autosécurité : " Les gens ont tendance à conserver davantage leurs véhicules plus anciens, voire à acheter des véhicules thermiques d'occasion plutôt que d'opter pour des véhicules électriques, ce qui a pour effet de ne pas réduire le nombre de véhicules présentés, contrairement à ce que l'on aurait pu croire". Cette tendance est probablement due aussi à l'augmentation du prix de l'électricité, à l'autonomie des voitures électriques restant à ce jour bien inférieure en moyenne à l'autonomie d'un véhicule thermique (entre 550 et 1000 km pour une voiture thermique contre un intervalle de 290-400 km pour un véhicule électrique).

Ces dires sont par ailleurs confirmés par les Figure 25, Figure 26 et Figure 27. En effet, au regard de la Figure 25, on constate que la proportion de voitures électriques sur le nombre total de voitures particulières reste infime, bien qu'en légère augmentation, comme en témoigne notamment la Figure 26. De la même façon, très peu de voitures particulières d'occasion sont électriques. Par ailleurs, les véhicules hybrides représentent une part assez importante des voitures particulières neuves.

En conclusion, statistiquement, dans un contexte extérieur stable, les prédictions sont relativement simples. Cependant, en raison des évolutions légales et des changements constants du contexte extérieur, les prévisions budgétaires peuvent devenir complexes.

Le contexte dans lequel ont évolué les entreprises lors de la pandémie est assez particulier. La réduction du nombre de voitures en circulation durant le confinement a considérablement réduit le nombre d'accidents de la route. Ceci combiné à l'évolution légale de 1999 portant obligation aux véhicules ayant été accidentés d'être soumis à une inspection spécifique post-accident a réduit le nombre de passages au contrôle technique. Par ailleurs, la pandémie a imposé une fermeture de toutes les stations durant 6 semaines. Une grosse partie du chiffre d'affaires a pu être rattrapée sur l'exercice comptable en cours et seule une faible baisse de 2% du chiffre d'affaires a été constatée.

Un autre phénomène observé ces dernières années a été remonté par le directeur financier du Groupe Autosécurité. Celui-ci fait part d'une importante augmentation de la venue des personnes en provenance de Flandre et de la région Bruxelloise (encore plus récemment). A la suite de la crise sanitaire du COVID, la différence de processus entre la Flandre et la Wallonie a poussé de nombreux flamands et bruxellois à se rendre en région wallonne.

La principale raison est liée à l'obligation de rendez-vous en Wallonie, contrairement à la Flandre, ce qui a généré à la reprise du COVID un nombre colossal de véhicules dans les centres de contrôles techniques flamands. Ce choix de la Région ainsi que du centre de contrôle est tout à fait libre et légal en Belgique.

Une seconde raison est évoquée dans l'article (controle-technique.be, 2022) qui soulève un problème d'uniformité entre les normes régionales à la suite de la régionalisation du contrôle technique. La Flandre étant plus stricte que la Wallonie en matière d'émissions de particules fines, les flamands se rendent de plus en plus en Wallonie afin d'éviter d'être recalé au contrôle technique. Le contrôle

technique devenant bisannuel en Flandre, le nombre de flamands est susceptible de décroître dans les années à venir.

4. State of the art

Plusieurs travaux de recherche ont déjà été consacrés à observer l'évolution de la structure financière lorsque les entreprises se développent (expansion) ou se diversifient (diversification).

Lorsqu'une entreprise souhaite financer un nouveau projet, celle-ci peut se financer en s'endettant et en empruntant de l'argent (ou en émettant des obligations) ou par le biais de fonds propres. En pratique, le choix du mode de financement du projet est souvent dicté par le coût des fonds propres.

Le coût des fonds propres ou cost of equity en anglais est une notion représentant un indicateur financier qui exprime le taux de rentabilité annuel attendu par les investisseurs en fonds propres d'une entreprise en contrepartie du risque qu'ils engagent en investissant leurs capitaux. C'est donc le rendement supplémentaire attendu par les actionnaires sur leur investissement en comparaison à une situation où ils auraient investi dans un actif sans risque.

Si le coût des fonds propres est faible, cela signifie que l'entreprise est attractive pour les investisseurs et peut lever des fonds propres à moindre coût. A l'inverse, si le coût des fonds propres est élevé, cela signifie que les investisseurs émettent des réserves, exigeant un rendement plus élevé.

Il existe plusieurs façons de calculer le coût des fonds propres. La première façon est liée à la définition même de la valeur d'un actif financier, liée au ratio investissement/rendement que cet actif engage. La première méthode est la méthode MEDAF. Cette méthode a pour but de calculer un rendement lié à un investissement risqué comme le rendement lié à un actif sans risque auquel on ajoute un terme représentant une prime de risque du marché. Cette méthode est décrite ci-dessous.

La formule liée à la méthode MEDAF est la suivante :

$$\text{Coût des capitaux propres} = \text{taux de rendement sans risque} + \beta \times (\text{taux de rendement Marché} - \text{taux de rendement sans risque})$$

Dans le modèle MEDAF, le taux de rendement du marché est estimé sur base empirique. De plus, le β n'est disponible que pour les sociétés cotées en bourse. Une autre problématique liée à la méthode MEDAF est que la valeur de β ne tient compte que du risque systématique, c'est-à-dire le risque lié au risque du marché. C'est un risque qui provient de la combinaison de plusieurs facteurs et qui touche l'ensemble du marché. La diversification ne permet pas d'effacer ce genre de risque. A l'inverse, le risque systémique est le risque propre à l'organisation du système financier, il se propage au sein d'un secteur de l'économie. Le risque systémique est donc partiellement réduit par la diversification des activités. L'utilisation de ce modèle MEDAF est donc compromettant pour obtenir des résultats sur l'effet de la diversification sur le risque. En effet, le β ne prenant en compte que le risque qui ne peut être effacé par la diversification, l'influence de celle-ci sera peut-être moins marquée.

Le coût des capitaux propres est légèrement différent du coût moyen pondéré du capital (CPMC), une notion également importante lorsque l'on évoque la structure financière. En réalité, il en est seulement partie intégrante. Le coût moyen pondéré du capital représente le coût total anticipé de tous les capitaux et est utile pour orienter la structure financière d'une société. Il permet de déterminer la combinaison la plus optimale de financement par emprunt et par capitaux propres.

Il se calcule comme suit :

$$\begin{aligned} \text{CMPC} &= (\text{Coût des capitaux propres} \times \text{pourcentage du capital de l'entreprise en capitaux propres}) \\ &+ \text{coût de la dette} \times \text{Pourcentage du capital de l'entreprise en coût de la dette} \times (1 \\ &- \text{taux d'imposition}) \end{aligned}$$

Le coût des capitaux propres peut également être altéré par la politique de dividendes. En effet, le rendement que les investisseurs exigent pour investir dans les actions de l'entreprise dépend nécessairement de la fréquence à laquelle des dividendes sont distribués (tous les 5 ans ? tous les ans ?), du pourcentage des bénéfices allouer à la distribution de dividendes, Cette politique de distribution des dividendes affecte le coût des capitaux propres de deux manières : tout d'abord en influençant le taux de croissance des bénéfices de l'entreprise mais aussi en affectant la perception du risque des investisseurs. Un modèle (le modèle de Gordon) existe et permet de faire le lien entre coût des capitaux propres, le taux de croissance des dividendes et la valeur de l'action. Ces notions de coûts des fonds propres et de coût moyen pondéré du capital restent toutefois très importantes car si la stratégie d'expansion ou de diversification d'une société touche à l'une de ces notions, elle touche nécessairement à la structure financière de cette société.

Dans les sous-sections suivantes sont présentés les résultats de recherche sur l'influence de la diversification et de l'expansion des entreprises sur leurs structures financières. Il est important de souligner que l'expansion et la diversification peuvent être reliées à des valeurs comptables (par exemple l'évolution du CA pour l'expansion). Dans certains cas, ce ne sont donc pas l'influence de la diversification ou de l'expansion qui est étudiée directement mais les évolutions des valeurs comptables clés qui peuvent ensuite être reliées à la diversification ou la croissance de la société.

4.1 Modigliani et Miller

Les travaux de Modigliani et Miller (1958) (Miller, 1958) et le théorème qui en découle représente la première étude de recherche sur les paramètres influents de la structure financière d'une entreprise. Le théorème de Modigliani et Miller indique que la valeur d'une entreprise est indépendante de la manière dont elle se finance.

Plus en détails, le théorème explique que, pour autant que l'entreprise présente des flux de trésorerie et des risques identiques, le fait que l'entreprise utilise ses capitaux propres ou ses dettes pour financer ses opérations n'a pas d'impact sur la valeur de l'entreprise. Ce théorème se base cependant sur l'hypothèse d'un monde sans taxe (exonéré de coûts de transaction et sans impôts et sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés). Dans cette logique, on peut écrire :

$$VE = VNE$$

Où VE est la valeur de l'entreprise endettée et VNE la valeur de l'entreprise non endettée. Au travers de cette formule, on constate que peu importe la proportion de fonds propres ou de dettes dans la structure de capital, autrement dit peu importe la manière dont l'entreprise se finance, la valeur de cette entreprise ne change pas. C'est la théorie de neutralité du financement sur la valeur de l'entreprise.

Le théorème de Modigliani et Miller est lié à l'effet de levier. L'effet de levier est un mécanisme qui désigne l'utilisation de l'endettement pour augmenter la capacité d'investissement et l'impact de cette utilisation sur la rentabilité des capitaux propres investis.

Selon le théorème, la valeur d'un actif économique est liée aux flux de trésorerie qu'il peut générer, et que la somme des valeurs de tous les actifs financiers utilisés pour le financer – qu'il s'agisse d'actions, de dettes ou d'autres formes de financement – doit rester équivalente à cette valeur économique. En conséquence, lorsque la dette d'une entreprise est augmentée sans changement dans ses perspectives, la valeur de ses actions doit nécessairement diminuer pour respecter l'équilibre.

On pourrait croire que la valeur unitaire des actions d'une entreprise augmente avec l'accroissement de la dette, en raison de l'effet de levier. Il semblerait logique de penser que, tout comme la rentabilité des fonds propres peut s'améliorer grâce à l'effet de levier, la valeur des actions augmenterait également avec l'augmentation de la dette. Le théorème permet donc de rappeler que ceci est faux.

La théorie permet donc ici de conclure que grâce à l'utilisation de l'endettement et de l'effet de levier, il existe une structure financière optimale qui maximise la valeur de l'entreprise et qui minimise le coût moyen pondéré du capital.

Ils émettent également une seconde proposition qui permet de relier la structure de capital (donc la dette et les fonds propres) au coût des capitaux propres. Cette seconde proposition permet de mettre en évidence l'impact de l'endettement sur le taux de rentabilité demandé par les actionnaires. Plus une entreprise augmente son niveau d'endettement et plus le coût des capitaux propres augmente et plus le taux de rentabilité exigé des actionnaires est élevé. La seconde proposition s'écrit :

$$k_e = k_{NE} + (k_{NE} - k_D) \cdot \frac{D}{FP_E}$$

Où :

- k_e = le taux de rendement exigé par les actionnaires ou le coût des fonds propres de l'entreprise endettée.
- k_{NE} = le taux de rendement exigé par les actionnaires ou le coût des fonds propres de l'entreprise non endettée (et donc financée uniquement par fonds propres).
- k_D = le coût de la dette avant impôts, c'est-à-dire le taux d'intérêt sur la dette.
- $(k_{NE} - k_D) \cdot \frac{D}{FP_E}$ est le terme symbolisant la prime de risque.
- D = la valeur de la dette.
- FP_E est la valeur des capitaux propres.

La seconde proposition de Modigliani et Miller montre que, même si l'utilisation de la dette peut améliorer le rendement des capitaux propres (via l'effet de levier), elle augmente aussi le coût des capitaux propres en raison du risque accru. En résumé, plus une entreprise est endettée, plus elle devra offrir un rendement élevé à ses actionnaires pour compenser ce risque.

Modigliani et Miller sont les premiers à avoir un regard critique sur leurs conclusions. Ils décident donc d'intégrer les taxes sur les firmes dans leur modèle et montrent que dans un monde où un impôt des sociétés existe et en l'absence d'un impôt personnel, il est mieux pour la firme de s'endetter pour profiter des économies d'impôts grâce à la déductibilité des charges de dettes. Lorsqu'une entreprise contracte une dette, elle doit payer des intérêts sur cette dette. Ces intérêts sont déductibles du revenu imposable. Cela signifie que l'entreprise peut soustraire les intérêts de la dette

de ses bénéfices avant de calculer ses impôts. Cela réduit donc le montant sur lequel elle doit payer des impôts, ce qui se traduit par une économie fiscale.

Lorsque l'impôt rentre dans le modèle, l'endettement a cette fois une influence sur la valeur de l'entreprise et le coût moyen pondéré du capital. Cette seconde version du théorème de Modigliani et Miller permet de s'accommoder beaucoup mieux au monde réel. Leur première proposition devient :

$$VE = VNE + T \cdot D$$

Où T est le taux d'imposition, VE la valeur de l'entreprise endettée, VNE la valeur de l'entreprise non endettée et D le montant de la dette. Cette première proposition affirme dès lors que les boucliers fiscaux qui résultent des paiements d'intérêts déductibles d'impôt rendent la valeur de l'entreprise endettée supérieure à la valeur de l'entreprise non endettée. Par ailleurs, les coûts de faillite ne sont pas pris en compte dans le modèle de Modigliani et Miller bien qu'ils réduisent voire annulent l'avantage fiscal de la déductibilité des charges de dettes.

Comme les intérêts de la dette sont déductibles, la dette devient plus attractive, la seconde proposition de Modigliani et Miller est donc également modifiée après prise en compte de la fiscalité :

$$k_e = k_{NE} + (k_{NE} - k_D) \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{FP_E}$$

Où

- t est le taux d'imposition de l'entreprise.

Lorsque la dette augmente, la probabilité de mettre à mal l'entreprise augmente et de ce fait, la prime de risque augmente et le taux de rendement exigé par les actionnaires augmente également. Dans le cas présent, la prise en compte de la fiscalité permet de réduire le second terme de l'expression du coût des capitaux propres et donc de réduire le coût de ces capitaux propres.

Dans le présent travail, cette notion de coût des fonds propres a toute son importance. En effet, elle est d'une part intimement liée aux décisions concernant la structure financière de l'entreprise, mais elle est également liée au ratio financier de rentabilité nette, défini en section 5. Ratios financiers).

4.2 Lewellen

En 1971, Lewellen publie une rubrique dans le journal des finances (Lewellen, 1971) qui introduit la notion d'effet de co-assurance. L'idée de la co-assurance repose sur le fait que lorsque des entreprises fusionnent et que leurs flux de revenus (flux de trésorerie) ne sont pas parfaitement corrélés (car elles exercent des activités différentes), la variabilité globale des flux de trésorerie du conglomerat diminue. En d'autres termes, le conglomerat s'arme contre une potentielle baisse de revenus dans un des secteurs en diversifiant le risque et en comptant qu'un autre secteur permettra de compenser ces pertes.

Cela renforce sa stabilité financière et facilite ainsi l'augmentation de son levier d'endettement. En effet, le conglomerat qui naît de la fusion d'entreprise non liées est moins risqué pour les créanciers. Il peut donc emprunter plus et à de meilleurs taux.

Suite à son analyse, il conclut que cette activation du levier d'endettement et cette augmentation de capacité d'emprunt pour l'entreprise résultante combiné au paiement d'intérêt déductibles d'impôts représente un intérêt pour les entreprises de fusionner pour augmenter leur capacité d'emprunt.

Par ailleurs, il reconnaît que cet effet de co-assurance omet la considération d'un élément assez important. En effet, il ne mesure pas l'effet de co-assurance pour des entreprises qui souhaitent fusionner mais qui sont déjà endettées.

Dans le cadre de ce travail, il sera intéressant d'observer si la fusion des sociétés Autosécurité SA et B.I.A s'est suivie de l'activation du levier d'endettement ou si les observations de Lewellen peuvent également s'appliquer au cas d'Hallinvest SA.

L'analyse de Lewellen fut d'ailleurs poursuivie et étendue par Higgins & Schall en 1975 (Schall, 1975) puis par Galais et Masullis en 1976 (R..W.Masulis, 1976) en démontrant que cet effet de co-assurance entraînait une augmentation de la valeur de la dette des entreprises fusionnées et une baisse de la valeur de leurs capitaux propres. Selon eux, le résultat financier net de la fusion de deux entreprises dont les flux de revenus ne sont pas parfaitement corrélés serait donc un transfert des actionnaires aux détenteurs de dettes. De cette déduction, ils conclurent qu'à moins que ce transfert de richesse ne puisse être contenu, les entreprises dont les flux de revenus ne sont pas parfaitement corrélés ne devraient pas fusionner si elles sont déjà endettées.

Lewellen conclut quant à lui par le biais d'une justification purement financière que les fusions conglomerales peuvent avoir un sens, même sans gains opérationnels, en raison de la co-assurance des flux de trésorerie. L'existence de synergies entre les entreprises qui fusionnent n'est selon lui pas un requis.

4.3 Harris et Raviv

En 1991, Harris et Raviv (Harris.M, 1991) permettent d'aller un petit peu plus loin que la structure financière. Leur objectif premier n'est pas tant d'étudier la diversification mais plutôt la structure du capital. Cet article a cependant tout son intérêt dans le cadre de notre cas pratique. En effet, dans leur recherche, ils réalisent un état de l'art détaillé de l'ensemble de la littérature pour mettre en avant les conclusions principales et les propriétés « générales » qui peuvent s'appliquer à la structure financière. L'ensemble des liens de corrélation avec l'endettement permettra de comprendre et interpréter les changements observés dans les différentes rubriques comptables.

En particulier, ils mettent en avant la relation positive entre les actifs corporels et le levier d'endettement et la taille de l'entreprise. Ceci permet notamment de faire le lien avec l'article de Lewellen dont il est question ci-dessus. Par exemple, si deux entreprises fusionnent et que leurs flux de revenus ne sont pas parfaitement corrélés, ceci a pour effet de favoriser le levier d'endettement du conglomerat et par conséquent d'avoir une influence positive sur les actifs corporels.

A l'inverse, Harris et Raviv mettent également en avant la relation négative entre le levier d'endettement et la probabilité de faillite, les actifs incorporels, la rentabilité (ce qui signifie que l'endettement augmente avec la décroissance de la rentabilité) et la spécificité des actifs. De la même manière, ils relatent au travers de résultats empirique présentés dans l'article de Chaplinsky et Nehaus (Niehaus, 1993) que le levier d'endettement augmente avec la décroissance de disponibilité de liquidités.

Un point clé de cette théorie est l'idée que les décisions relatives à la structure du capital ne se limitent pas seulement à des aspects fiscaux, mais sont également influencées par d'autres facteurs. Par exemple, les coûts d'agence (qui sont des coûts générés par des conflits d'intérêt pouvant survenir

entre différents acteurs économiques au sein d'une entreprise) peuvent survenir lorsque les dirigeants agissent dans leur propre intérêt plutôt que dans celui des actionnaires, ce qui peut rendre la dette un outil de discipline utile pour réduire ces comportements opportunistes. Les asymétries d'information font référence au fait que les dirigeants en savent souvent plus que les investisseurs, ce qui peut influencer les choix de financement.

Dans ce modèle basé sur les coûts d'agence, ils abordent également les conflits d'intérêt entre actionnaires et créanciers. En effet, les actionnaires peuvent être amenés à prendre des risques plus ou moins importants afin de maximiser leurs profits, ce qui peut par ailleurs nuire aux créanciers de la société. De la même façon, l'utilisation abusive de l'effet de levier augmente le risque de la société de se retrouver dans une situation délicate, bien qu'elle puisse également en profiter en cas d'utilisation adéquate. Pour les créanciers, tous ces risques nuisent à leurs intérêts.

Harris et Raviv concluent en soulignant que les modèles d'agence ont été parmi les plus concluants. En particulier, ces modèles prédisent que le levier est positivement associé à la valeur de l'entreprise ((Hirshleifer, 1989), (Raviv, 1990), (R.Stulz, 1990)), à la probabilité de défaut (Raviv, 1990), à l'étendue de la réglementation (R.Stulz, 1990) (Michael.C, 1986), au flux de trésorerie libre (Michael.C, 1986) à la valeur de liquidation (Williamson.Olivier, 1988).

Harris et Raviv rapporte également que la plupart des résultats empiriques révèlent que l'endettement augmente avec le manque d'opportunités de croissance (Niehaus, 1993) (Sorensen, 1986). Seul Kester (Kester, 1986) rapporte des résultats empiriques qui s'oppose à cette conclusion.

4.4 Lutbakin et Chatterjee

En 1994, Michael Lutbakin et Sayan Chatterjee (Lubatkin & Chatterjee, 1994) s'intéressent également à la diversification des entreprises dans de nouveaux secteurs d'activités et challenge la théorie moderne du Portfolio. En l'occurrence, ils définissent différentes stratégies de diversification en fonction de leur capacité à diminuer le risque de l'entreprise. Ils affirment que leur étude offre la preuve que la théorie évolutive du management stratégique explique mieux les risques encourus lors d'une diversification industrielle. Leur analyse indique que, peu importe l'ampleur de la diversification (plus ou moins d'activités), selon les interconnexions et synergies permises entre activités, chaque stratégie va permettre à l'entreprise de dresser des barrières à l'entrée et de défendre sa position concurrentielle. Les stratégies permettant une bonne défense de ses avantages concurrentiels vont permettre, via un meilleur contrôle sur les inputs et les outputs, de bénéficier d'une diminution du risque plus importante.

Cette étude les conduit à déduire et à vérifier empiriquement que les stratégies de diversification restreinte permettent une baisse du risque, tandis que les stratégies de diversification large conduisent à une hausse du risque car elles ne permettent pas de bénéficier de ces synergies. Selon cette analyse, qui challenge les idées préconçues qui ont tendance à laisser penser que la diversification des entreprises permet de réduire le risque de défaut ou d'évènements cycliques défavorables liés à l'activité de l'entreprise, la relation entre la diversification des entreprises et le rendement des actions (et donc la valeur des fonds propres des actionnaires) n'est pas linéaire.

En effet, la relation trouvée est curviligne (en forme de U inversé), ce qui suggère qu'il existerait un optimum de diversification pour les entreprises. Cette relation curviligne est obtenue à partir d'une estimation par le MEDAF du risque systématique et non systématique.

Ils aboutissent à la conclusion que le niveau de risque minimum est trouvé pour les entreprises « moyennement diversifiée », pour lesquelles les opportunités de partager (entre les différentes sociétés constituant cette diversification) des actifs tangibles et intangibles sont nombreuses. En

d'autres termes, l'étude de Lutbakin et Chatterjee (Lubatkin & Chatterjee, 1994) permet de définir un optimum pour les entreprises dont la diversification industrielle est restreinte, de manière à pouvoir partager leurs actifs et se protéger des incertitudes macroéconomiques.

A l'inverse, une diversification industrielle abusive ne permet pas de créer de synergies entre ces activités, ce qui augmente le risque.

Ils concluent également que la simple application des principes de la théorie du portefeuille ne suffit pas à garantir que la diversification d'entreprise sera bénéfique. Les relations entre les différentes unités d'affaires peuvent être complexes et peuvent influencer négativement la performance globale.

4.5 Lee et Kwok, Burgman, Chen et al. Et Doukas et Pantzalis

En 1988, Lee et Kwok (Lee, Chul, Kwok, & C.Y., 1988) décident de se consacrer directement aux facteurs externes internationaux qui impactent les déterminants de la structure financière des entreprises (comme les coûts d'agence et de faillite). Les coûts d'agence sont des coûts qui émanent habituellement des divergences d'intérêts entre les différents acteurs et qui poussent certains de ces acteurs à engager des coûts afin de s'assurer de la bonne gestion de l'entreprise. Au vu de la nature même de ces coûts d'agence (coûts de surveillance), il est évident que ces coûts ont un impact sur la volonté d'orienter ou non la structure financière vers davantage d'endettement.

Parmi ces facteurs externes internationaux, ils relèvent principalement le taux de change ainsi que les risques politiques.

Pour ce faire, ils prennent le ratio d'impôt étranger pour catégoriser les entreprises comme multinationales ou comme entreprises « domestiques » (c'est-à-dire des entreprises dont les activités restent implantées dans un pays). Leur étude montre alors que, même après remise à l'échelle de chaque entreprise (afin d'éviter les biais liés à la taille de l'entreprise), les coûts d'agence des sociétés multinationales sont plus élevés que pour une entreprise ne s'étant pas diversifiée internationalement. En ce qui concerne les coûts de faillite (indemnités de licenciement, frais d'avocats, commandes annulées) ainsi que le ratio des dettes :

$$\text{Ratio des dettes} = \frac{\text{Total Dettes}}{\text{Total Dettes} + \text{Valeur des capitaux propres}}$$

Ces deux facteurs influençant les déterminants de la structure financière semblent similaires pour les entreprises multinationales et les entreprises non diversifiées internationalement.

Ils parviennent à la conclusion que les sociétés multinationales utilisent une proportion plus élevée de dettes dans leurs structures financières que les entreprises domestiques. Cela peut être dû à la possibilité d'accéder à des marchés de capitaux diversifiés et à des avantages fiscaux liés à la dette.

En 1996, Burgman (Burgman & A, 1996) pousse davantage les recherches précédemment réalisées par Kwok et Lee (Lee, Chul, Kwok, & C.Y., 1988) en étudiant l'effet des risques politiques et des risques de change sur la structure financière des entreprises multinationales. Il trouve alors des résultats quelques peu différents de ceux de Kwok et Lee puisqu'il conclut que les entreprises multinationales sont caractérisées par des ratios de dettes plus faibles et des coûts d'agence plus élevés que les entreprises non diversifiées internationalement. Pour ce qui est des coûts d'agence, la conclusion est donc la même mais diffère légèrement pour le ratio de dettes.

Doukas et Pantzalis (Doukas.J & Pantzalis.C, 1997) parviennent aux mêmes conclusions et affirment alors que les multinationales prévoient moins de financement à long terme que les entreprises domestiques, ce qui justifie les ratios de dettes plus faibles.

Pour évaluer le risque politique des multinationales, il se base sur le ratio calculé en divisant le nombre de pays à faible risque politique (top 20) sur le nombre total de pays dans laquelle la multinationale est présente. Burgman (Burgman & A, 1996) observe alors que les ratios de dettes de ces multinationales sont corrélés positivement avec le risque politique. En d'autres termes, plus le risque politique est élevé et plus le ratio de dettes est élevé. Selon lui, ceci est la preuve de l'hypothèse selon laquelle les multinationales utilisent la dette pour couvrir le risque politique. Ceci peut être lié au risque politique accru dans certains pays. Les entreprises opérant dans des environnements politiques instables peuvent être confrontées à un risque accru, ce qui peut les amener à ajuster leur utilisation de la dette. Le coût de la dette peut augmenter en raison du risque de défaut, ce qui impacte leur ratio d'endettement.

Par ailleurs, même si la présence d'une multinationale dans les pays risqués à tendance à augmenter le ratio de dettes, la plupart des études empiriques démontrent que le ratio de dettes est moins élevé pour les multinationales que pour les entreprises domestiques.

L'évolution de la structure financière en fonction du risque politique est tout à fait de mise dans le cas de l'Autosécurité. Il sera intéressant d'observer si la structure financière a évolué dans un sens ou un autre à la suite des évolutions légales qui ont eu lieu ces dernières années.

En 1997, Chen et al. poursuivent également des analyses de régression et confirme les conclusions de Burgman un an plus tôt : le ratio de dettes est moins important pour les entreprises multinationales que pour les entreprises non diversifiées à l'international :

TABLE 1
Descriptive Statistics

Variable		N	Mean	Std Dev.	1%	25%	Median	75%	99%
<i>DR</i>	All	18495	0.271	0.229	0.000	0.074	0.229	0.421	0.892
	DC	13008	0.288	0.237	0.000	0.077	0.255	0.448	0.906
	MNC	5487	0.232	0.203	0.000	0.068	0.184	0.341	0.827
<i>SIZE</i>	All	18495	1.604	4.675	0.004	0.065	0.271	1.125	21.131
	DC	13008	1.165	3.737	0.003	0.047	0.182	0.740	17.347
	MNC	5487	2.644	6.247	0.009	0.174	0.713	2.350	29.819
<i>VCF</i>	All	18495	0.046	0.050	0.002	0.017	0.031	0.056	0.247
	DC	13008	0.047	0.054	0.002	0.015	0.031	0.059	0.313
	MNC	5487	0.043	0.039	0.007	0.022	0.032	0.051	0.182
<i>IOS</i>	All	18495	1.478	1.013	0.636	1.019	1.186	1.566	5.586
	DC	13008	1.442	1.067	0.608	1.010	1.143	1.489	5.778
	MNC	5487	1.563	0.867	0.732	1.072	1.301	1.735	5.245
<i>FPI</i>	MNC	5487	0.402	0.355	0.000	0.097	0.277	0.675	1.000
<i>ROA</i>	All	18495	0.037	0.099	-0.267	0.010	0.039	0.070	0.243
	DC	13008	0.032	0.110	-0.318	0.008	0.036	0.064	0.258
	MNC	5487	0.050	0.064	-0.148	0.020	0.049	0.082	0.218

DR = (Long-term Debt) / (Market Value of Equity + Long-term Debt);
SIZE = Market value of common equity in billions of dollars;
VCF = Variance of change of cash flows scaled by the average assets over the sample year (1984-1993);
IOS = (Total Assets - Common Equity + Market Value of Equity) / (Total Assets);
FPI = (Foreign Pre-tax Income) / (Foreign Pre-tax Income + Domestic Pre-tax Income);
ROA = Income before Extraordinary Items / Total Assets.

Figure 28 : Calcul du ratio de dettes par Chen et al. pour les entreprises multinationales et domestiques.

Sur base du tableau descriptif établi par Chen et al, on constate en effet que le ratio de dettes est plus élevé pour les entreprises ne s'étant pas diversifiées à l'international (0,288 en moyenne contre 0,232 pour les multinationales) sur un échantillon de 13008 entreprises domestiques et 5487 entreprises domestiques.

Les études antérieures attribuent l'association entre des ratios de dettes plus faibles et les multinationales principalement à des opportunités de croissance plus élevées pour les MNC, ce qui est cohérent avec la théorie des coûts d'agence en matière de structure de capital. Cependant, les résultats précédents ne montrent pas que l'activité internationale elle-même affecte directement la structure de capital d'une entreprise au-delà des raisons qui sont pertinentes tant pour les

multinationales que pour les entreprises domestiques. En effet, l'activité internationale elle-même influence le ratio de dettes au-delà des déterminants de structure de capital couramment acceptés. Si deux entreprises ont la même taille, les mêmes coûts de faillite, opportunités de croissance et rentabilité, mais que l'une est une multinationale et l'autre une entreprise domestique, les résultats de Chen et al. suggèrent que la multinationale aura un ratio de dettes inférieur à celui de l'entreprise domestique. Ils observent également une augmentation du ratio des dettes avec le niveau d'internationalisation au sein des entreprises multinationales.

Dans le cadre de ce travail, le risque de change évoqué dans certains articles ci-dessus n'a aucun impact. En effet, le Groupe Autosécurité n'étant présent que sur le territoire belge, il n'y a pas lieu de considérer le risque de change dans la littérature. Par ailleurs, au regard de l'activité et de l'historique du groupe (présence sur le territoire flamand et francophone), l'effet de risque politique peut se décliner à notre application. Même si dans le présent travail, il ne s'agit pas de risques liés à des événements majeurs, la politique relative au contrôle technique des véhicules a pris deux chemins différents entre la Wallonie et la Flandre, ce qui souligne l'importance de ce facteur politique.

4.6 Maurer

En 1998, Maurer (Maurer.F, DIVERSIFICATION, RISQUE ET PERFORMANCE FINANCIERE, 2007), Professeur à l'école de management de Bordeaux, met en avant une variable supplémentaire déjà évoquée dans l'article de Lubatkin et Chatterjee (Lubatkin & Chatterjee, 1994) dans l'équation : le contexte extérieur. En effet, après une période plus que propice dans les années 60 et 70, la diversification fût vantée dans un contexte macroéconomique particulièrement favorable. Lorsque ce contexte s'est détérioré, la diversification des entreprises n'a plus abouti aux mêmes résultats, remettant en question son efficacité et son intérêt.

Pour justifier cette condition non permanente liée à l'évolution du contexte macroéconomique, Maurer n'hésite pas à s'appuyer sur ses prédécesseurs et leurs résultats variés. Il explique cette condition non permanente par la mesure du risque. Dans la littérature, ce risque se mesure notamment par le MEDAF comme décrit au début de cette section.

Pour aller un peu plus dans le détail du modèle MEDAF, cela signifie « Modèle d'évaluation des actifs financiers », il permet de calculer la rentabilité attendue ou souhaitée d'un actif et fait intervenir le risque de cet actif. Ce modèle est utilisé pour évaluer le risque d'investissement et les taux de rendement par rapport à l'ensemble du marché. La formule de base est la suivante :

$$r_a = r_f + \beta_a(r_m - r_f)$$

où :

- r_a est la rentabilité espérée de l'actif financier
- r_f le taux sans risque qui est la taux de placement le plus faible moins le moins risqué (type compte épargne)
- r_m la rentabilité espérée du marché, on prend la rentabilité historique du marché de référence sur une certaine période
- β_a le Beta de l'actif financier, il se calcule comme le rapport entre la covariance de la rentabilité de l'actif et de celle du marché et la variance de la rentabilité du marché :

$$\beta_a = \frac{Cov(r_f, r_m)}{Var(r_m)}$$

Lorsque $\beta_a > 1$, plus le coefficient β est important et plus le risque par rapport au marché est fort.

Lorsque $\beta_a = 1$, le risque est sensiblement similaire à celui du marché. En d'autres termes, l'actif a une volatilité similaire à celle du marché.

Lorsque $\beta_a < 1$, plus le coefficient β est faible et moins le risque (volatilité) par rapport au marché est important.

Maurer explique que la mesure du risque par la variance n'est pas très représentative de la réalité. En effet, Ruefli (Ruefli, 1990) explique que l'approche moyenne-variance présente des lacunes puisqu'elle suppose implicitement que la probabilité de réalisation de gains et la probabilité de réalisation de pertes est identique. Par ailleurs, on sait que le contexte extérieur (le contexte macroéconomique) influence la probabilité de gains ou de pertes. Cette approche est donc assez discutable, bien qu'elle puisse être assez utile dans un contexte macroéconomique stable.

En résumé, Maurer identifie trois facteurs qui expliquent les différences entre les résultats empiriques de la littérature :

1. Le rôle incertain des liaisons entre activités. Ce premier point est lié à l'interrelation entre les activités de la diversification. Cette relation diversification-performance est toutefois difficile à prouver. En effet, certains ouvrages comme celui de Christensen et Montgomery (Christensen H.K., 1981) ont montré que les entreprises diversifiées dans lesquelles il existe des synergies entre les activités (diversification liée) évoluent dans des industries plus attractives que les entreprises à diversification conglomérale. En conclusion, il est difficile de différencier cause et conséquence et de savoir si c'est la diversification liée qui permet de garantir la performance ou si ce sont les entreprises à diversification liées qui évoluaient majoritairement dans des industries plus attractives et qui étaient donc plus propices à être performantes.

2. Le poids du contexte institutionnel. Ce second facteur n'a pas été abordé jusqu'ici. Il concerne la cohérence lors de la diversification. Douglass North (North.D, 1990) illustre ce second facteur dans sa thèse institutionnelle. Par ailleurs, ce facteur semble n'avoir théoriquement pas d'influence dans le cadre de ce travail puisqu'il est principalement lié à des facteurs institutionnels propres à chaque pays. Dans le cadre de ce travail, le groupe Autosécurité s'est diversifié exclusivement en Belgique. Par ailleurs, ces facteurs institutionnels définissent trois sous-facteurs qui peuvent expliquer qu'une diversification ne soit pas cohérente : la propriété de la firme, sa hiérarchie, et la politique gouvernementale. Ce dernier sous-facteur peut tout de même avoir son importance dans le cadre de l'Autosécurité. En effet, la Flandre et la Wallonie semble évoluer suivant deux longueurs d'onde différentes et la politique gouvernementale est responsable de ces divergences entre régions. Par conséquent, ce facteur semble avoir eu son importance dans la diversification du Groupe Autosécurité et il sera intéressant de vérifier si le groupe a voulu garder une cohérence dans cette diversification vis-à-vis de ces trois sous-facteurs.

3. Les effets de performance liés aux fluctuations boursières. Ce point peut être relié à l'étude de Lubatkin et Chatterjee (Lubatkin & Chatterjee, 1994) dans laquelle ils expriment l'idée que les stratégies de diversifications restreintes permettent une baisse du risque, tandis que les stratégies de diversifications larges conduisent à une hausse du risque car elles ne permettent pas de bénéficier de synergies.

Maurer va un petit peu plus loin dans son raisonnement puisqu'il précise que ceci dépend des fluctuations boursières. Lorsque le marché est baissier, pour la diversification restreinte et dans laquelle il est possible de créer des synergies entre les activités constituant cette diversification, ces synergies peuvent être exploitées pour réduire les coûts, ce qui est plus compliqué dans les fortes diversifications dans lesquelles il n'existe pas de synergie.

A l'inverse, quand le marché boursier est en hausse, les conclusions divergent quelque peu. Les opportunités d'investissements sont beaucoup plus nombreuses (ce qui influence notamment la structure financière) et la gestion d'activités non liées et non corrélées est plus évidente, au point même que dans un article de 2003 (Maurer.F, Performance boursière rendement risque et mode de diversification, 2003), Maurer lui-même montre qu'une stratégie de diversification non liée (ou conglomérale, pas de synergie) peut être plus créatrice de valeur pour une entreprise qu'une stratégie de diversification liée et que le ratio rendement/risque est parfois plus avantageux que dans le cas d'une diversification liée.

Ces conclusions sont primordiales dans notre cas puisque nous avons pu nous apercevoir que le risque et le degré de diversification et la valeur des fonds propres et des dettes sont liées mais Maurer souligne l'importance de prendre en compte le contexte macroéconomique. Ce contexte devra donc être pris en compte lors de l'observation de l'évolution de la structure financière du Groupe Autosécurité et de Hallinvest.

4.7 Chkir et Cosset

En 2001, un papier de Chkir et Cosset (Chkir & Cosset, 2021) étudie la relation entre la structure du capital des entreprises multinationales et leurs stratégies de diversification. Les deux dimensions de diversification sont étudiées, industrielle et géographique. Globalement, ils aboutissent à la conclusion que le risque pour une société multinationale est réduit lorsqu'une combinaison de diversification industrielle et géographique est mise en œuvre.

Selon eux, même si les rôles des paramètres influençant la structure du capital d'une société multinationale diffèrent en fonction de la stratégie de diversification, il semble que certains paramètres soient constants.

Par exemple, ils arrivent à la conclusion que la rentabilité et le risque encouru par la société sont corrélés négativement avec le ratio de dettes de ces sociétés multinationales.

Ils soulignent également l'importance de deux théories fondamentales, celle des coûts d'agence de la dette, évoqués longuement dans les articles de Lee and Kwok en 1988, de Burgman en 1996, Chen et al. en 1997 puis Doukas and Pantzalis la même année et la théorie du compromis statique. Selon ces deux théories, il existe donc un optimum qui résulte de compromis entre les avantages fiscaux du financement par la dette, des coûts d'agence de la dette et des coûts de faillite attendus.

Dans leur papier, la relation entre la stratégie de diversification et le niveau d'endettement est étudiée en utilisant un modèle de régression par commutation qui permet de faire varier les effets de ces déterminants de la structure financière en fonction de la stratégie de diversification. Ce modèle de régression permet d'étudier le compromis entre la réduction de l'endettement liée aux coûts d'agence suite à une diversification internationale et l'augmentation de la dette liée à la réduction du risque dans le cadre d'une diversification industrielle. Les résultats sont scindés selon 4 régimes de diversification. Au travers de ces 4 régimes, le modèle prend en compte 4 variables, 2 liées à la diversification industrielle : la taille et la rentabilité et 2 variables liées à la diversification géographique : le risque politique et le risque de change. Ces 4 variables sont donc utilisées dans un modèle de régression auxquelles on ajoute les traditionnels coûts d'agence, rentabilité, taille et coûts de faillite, permettant d'écrire la relation ci-après :

$$DR = a_0 + a_1AGEN + a_2Z - SCORE + a_3SIZE + a_4PROF + a_5MUL + a_6EXCRISK + a_7POLRISK + a_8NDTS$$

Les variables du modèle de régression désignent respectivement :

- DR = le ratio de dettes. Ce ratio est calculé de la même manière que dans les articles de Lee et Kwok (Lee, Chul, Kwok, & C.Y., 1988) et que Chen et al. (Chen & al, 1997)
- AGEN : les coûts d'agence de la dette.
- Z-SCORE : le Z-SCORE est une mesure multidimensionnelle du risque de faillite. Cette mesure a été reprise de la proposition de Altman (Altman, 1988).
- SIZE : C'est une mesure de la taille. Dans le cas présent, on considère la taille au travers des actifs que l'entreprise possède. Il s'agit donc du logarithme naturel de la totalité des actifs.
- PROF : il s'agit de la rentabilité. C'est le ratio moyen des gains avant intérêt et taxes sur la valeur totale des actifs sur la période étudiée.
- MUL : C'est la mesure du degré de multi nationalité. La mesure se fait en divisant les taxes étrangères par la valeur totale des taxes.
- EXCRISK : C'est la mesure du risque lié au taux de change.
- POLRISK : C'est la mesure du risque politique. Il est mesuré par la moyenne pondérée des indices de risque politique associés à chaque pays dans lesquels la multinationale est présente. Le poids de chaque pays est calculé par le ratio du nombre de filiales dans ce pays par le nombre total de filiales, tout pays confondu.
- NDTs : les boucliers fiscaux, calculés comme suit :

NDTS

$$= \frac{\text{revenus d'exploitation} - \text{charges d'intérêts. (total des impôts payés/taux de l'impôt sur les sociétés)}}{\text{ventes}}$$

Ils décident ensuite d'utiliser l'indice de diversification de Berry (Berry.C.H., 1975) pour représenter la diversification géographique et d'utiliser la même approche pour la diversification industrielle. Respectivement pour la diversification géographique et industrielle, ils écrivent alors les relations suivantes :

$$INTDIV = 1 - \sum s_j^2$$

$$PRODIV = 1 - \sum s_j^2$$

Où s_j est la proportion de filiales dans chaque pays j dans le cas de la diversification géographique et représente la proportion de filiales de l'entreprise par rapport à la totalité des firmes dans le cas de la diversification industrielle. Une fois intégrées dans la relation initiale du ratio de dettes, ils obtiennent l'équation suivante :

$$DR = a_{0,k} + a_{1,k}AGEN + a_{2,k}Z - SCORE + a_{3,k}SIZE + a_{4,k}PROF + a_{5,k}MUL + a_{6,k}EXCRISK + a_{7,k}POLRISK + a_{8,k}NDTS$$

Avec k , l'indice de diversification global. En fonction de la valeur de k , nous avons donc les 4 stratégies de diversification évoquées plus haut :

- $k=1$, si $INTDIVS \leq INTDIV^*$ et $PRODIVS \leq PRODIV^*$: Dans cette combinaison, les niveaux de diversifications internationale et industrielle sont faibles
- $k=2$, si $INTDIVS \leq INTDIV^*$ et $PRODIVS > PRODIV^*$: Dans cette combinaison, on retrouve les entreprises avec une faible diversification géographique et une forte diversification industrielle.
- $k=3$, si $INTDIVS > INTDIV^*$ et $PRODIVS \leq PRODIV^*$: Cette combinaison reprend les entreprises faiblement diversifiées industriellement mais fortement diversifiées géographiquement.
- $k=4$, si $INTDIVS > INTDIV^*$ et $PRODIVS > PRODIV^*$: cette combinaison comprend les

entreprises les plus diversifiées, autant industriellement que géographiquement.

Où INTDIV* et PRODIV* sont les valeurs critiques des diversifications géographiques et industrielles. La combinaison de ces deux valeurs critiques est la combinaison qui maximise la fonction de vraisemblance.

Les résultats de Chkir et Cosset sur un échantillon d'entreprises plus faible que dans le cas de Chen et al. sont repris ci-dessous :

Variable	Type I (N = 68)		Type II (N = 28)		Type III (N = 54)		Type IV (N = 69)	
	Mean	S.E.	Mean	S.E.	Mean	S.E.	Mean	S.E.
DR	0.1106	0.1633	0.1860	0.1823	0.2200	0.1661	0.2494	0.1847
AGEN	0.0522	0.1167	0.0590	0.0831	0.0700	0.0506	0.0800	0.0487
Z-SCORE	3.9117	5.7798	4.9073	1.4042	5.5129	4.2161	6.5733	2.1779
SIZE	6.9221	1.6986	7.2420	1.5847	7.1869	1.6943	7.1225	1.7547
PROF	5.4939	8.7706	5.4473	3.1867	6.4094	5.5376	7.0319	4.9642
MUL	0.5144	0.1945	0.4731	0.1563	0.5992	0.2163	0.5637	0.2109
EXCRISK	0.4492	0.4323	0.4592	0.3680	0.5157	1.7695	0.5576	0.4972
POLRISK	0.6911	0.5166	0.6273	0.3959	0.7071	0.5019	0.7062	0.4913
NDTS	40.6381	29.6676	52.6975	29.3583	59.7331	25.4831	59.3476	25.0606

Figure 29 : Evolution du ratio de dettes et des variables du modèle de régression utilisé par Chkir et Cosset.

Ces résultats, en comparaison de ceux issus de l'article de Chen et al. ont l'avantage d'être beaucoup plus nuancés. En effet, les résultats sont présentés pour les 4 régimes de stratégie de diversification, permettant ainsi de comparer de comprendre comment la structure financière évolue lorsque les entreprises sont plus ou moins diversifiées industriellement ou géographiquement.

Dans le cadre du groupe Autosécurité, la diversification géographique est très faible et n'a d'impact qu'au niveau politique. Cet impact est lié à la différence de vitesse entre les politiques wallonne et flamande. Cette différence ne rentre pas dans la variable POLRSK mais constitue bien un risque lié à la diversification géographique. Les résultats de Chkir et Cosset pourront être comparés à l'évolution financière du groupe Autosécurité. En revanche, il conviendra de s'assurer de prendre en compte le bon type de régime de diversification pour la comparaison.

4.8 Perdreau et Le Pogamp

En 2009, Perdreau et le Pogamp propose un modèle explicatif de la structure financière où les variables stratégiques de diversification industrielle et géographiques sont les variables de changement de régime. Ils font la synthèse de la littérature sur le sujet en résumant que la relation entre le niveau d'endettement et les stratégies de diversification est complexe et non linéaire. Dans leur article, ils proposent alors un modèle explicatif de la structure financière où les variables caractérisant les diversifications industrielles et géographiques sont les variables de changement de régime. En d'autres termes, le modèle explicatif permet d'observer comment l'influence des variables qui ont un effet sur la structure financière peut varier en fonction de la stratégie de diversification.

Ils aboutissent aux conclusions principales que la méthodologie de modèle à changement de régime

mise en œuvre dans le cadre français permet de nuancer et d'approfondir l'explication des structures financières en intégrant l'effet des différentes stratégies de diversification.

L'analyse par groupes stratégiques révèle plusieurs enseignements clés. Premièrement, certains effets visibles dans un modèle classique, qui ne prend pas en compte la dimension stratégique, sont en réalité conditionnés par la stratégie adoptée. Par exemple, l'impact de la taille de l'entreprise sur sa structure financière devient moins évident lorsque celle-ci opte pour une diversification globale. Il en va de même pour les opportunités d'investissement : le risque de sous-investissement et les contraintes financières associées sont particulièrement prononcés dans le cadre d'une diversification industrielle ou globale, alors que ces risques sont beaucoup moins présents dans les entreprises peu diversifiées ou celles qui se concentrent sur un petit nombre d'activités à l'international.

Deuxièmement, la prise en compte de la dimension stratégique permet de mettre en lumière des variables qui n'apparaissent pas au niveau de l'échantillon total, comme la variable de cashflow libre, représentative de coût d'agence dans le cadre d'une diversification industrielle.

4.9 Résumé des résultats de la littérature

Cette revue de littérature permet de mettre en évidence de nombreux résultats qui seront utiles dans la suite de ce travail afin de lier les résultats de la littérature à ceux de notre cas pratique.

Le théorème de Modigliani et Miller constitue la base des ouvrages qui s'intéressent à l'étude des paramètres influents sur la structure financière d'une entreprise. Ce théorème, qui avance que sous l'hypothèse d'efficience des marchés et dans un monde sans taxe, la structure financière d'une entreprise est indépendante de sa structure financière, permet également d'introduire la notion de levier d'endettement, ou effet de levier.

Cette notion est particulièrement importante puisqu'elle permet de comprendre pourquoi certaines entreprises tentent de contracter des dettes pour augmenter la valeur de la firme, ce qui a un effet sur la structure financière. L'idée étant que la rentabilité obtenue soit supérieure au coût de la dette. Modigliani et Miller font également preuve d'esprit critique pour remettre en cause leurs propres ouvrages et introduire par la suite la variable fiscale, montrant également qu'il peut être intéressant pour les entreprises de s'endetter dans une certaine mesure afin de profiter de la déductibilité fiscale des charges de dettes. Il sera fait constat de cela dans le cadre de l'Autosécurité si cet effet de levier est utile.

Lewellen introduit ensuite la notion de co-assurance. Cette notion exprime principalement l'idée qu'en ne mettant pas tous ses œufs dans le même panier, le risque est réparti entre les différentes activités et le conglomerat formé par la fusion de deux entreprises de secteurs différents permet alors de compenser un défaut dans une activité par une prouesse dans une autre. Dans le cas de Hallinvest SA, la diversification conglomerale est bien de mise puisque la holding a acquis des sociétés dont les objets sont très différents de celui d'Hallinvest. Il sera donc intéressant de voir si l'augmentation de la capacité d'endettement constatée par Lewellen est exploitée dans le cas d'Hallinvest.

Le travail de Harris et Raviv (Raviv, 1990) approfondit l'étude de la structure du capital en explorant les relations entre la dette et divers facteurs financiers. Ils mettent en avant plusieurs points clés :

1. Relation positive avec les actifs corporels et la taille de l'entreprise : Ils soulignent que les actifs corporels et la taille de l'entreprise sont positivement corrélés au levier d'endettement. Une

fusion entre entreprises aux revenus non parfaitement corrélés peut ainsi favoriser l'endettement et augmenter les actifs corporels.

2. Relation négative avec d'autres variables : Le levier d'endettement diminue avec la probabilité de faillite, la rentabilité, les actifs incorporels et la spécificité des actifs. Par exemple, une baisse des liquidités entraîne souvent une augmentation de l'endettement.

Ces relations peuvent être reliées directement à des rubriques comptables, et indirectement aux ratios financiers, il sera donc intéressant de faire le lien avec ces conclusions.

Les modèles d'agence sont évoqués pour la première fois ainsi que les coûts d'agence pouvant survenir en cas de conflits d'intérêt. Ils expliquent que les décisions relatives à la structure du capital ne dépendent pas uniquement des aspects fiscaux, mais aussi des coûts d'agence et des asymétries d'information. L'utilisation de la dette peut discipliner les dirigeants et réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers.

Influence des opportunités de croissance : Enfin, la majorité des études empiriques montrent que l'endettement augmente en l'absence d'opportunités de croissance bien que certains chercheurs aient trouvé des résultats opposés.

En résumé, Harris et Raviv (Raviv, 1990) concluent que les modèles d'agence expliquent bien les relations entre l'endettement, la valeur de l'entreprise, et divers facteurs comme la réglementation, les flux de trésorerie, et les opportunités de croissance.

L'étude de Lubatkin et Chatterjee (1994) explore la relation entre la diversification d'une entreprise et le risque global qu'elle encourt, tout en remettant en question les principes classiques de la théorie moderne du portefeuille.

Elle permet de distinguer les différentes stratégies de diversification. Les auteurs identifient plusieurs stratégies de diversification basées sur leur capacité à réduire le risque. Ils démontrent que ce n'est pas tant la quantité de diversification qui compte, mais plutôt les synergies et les interconnexions entre les différentes activités, contrairement à ce qu'avance Lewellen. L'étude montre également que les entreprises qui adoptent une diversification restreinte (avec un nombre limité d'activités liées) parviennent à réduire le risque grâce à des synergies. En revanche, une diversification excessive sans synergies mène à une augmentation du risque.

Le travail de Lubatkin et Chatterjee met également en évidence l'existence d'un optimum de la structure financière, atteint pour des entreprises moyennement diversifiées, capables de partager des actifs tangibles et intangibles entre leurs différentes activités, ce qui les protège des incertitudes économiques.

En conclusion, l'étude remet en cause l'utilisation classique de la théorie du portefeuille et exprime que pour que la diversification puisse être optimale, des synergies sont requises. Dans notre cas pratique, nous verrons que certaines synergies ont été exploitées pour permettre la croissance du groupe.

Lee et Kwok, Burgman, Chen et al, Pantzalis montre ensuite qu'un ratio d'endettement peut être calculé assez aisément pour caractériser la structure financière et que ce ratio montre des tendances différentes pour les sociétés multinationales et les sociétés domestiques.

En particulier, le ratio de dettes des sociétés domestiques semble rester plus élevé que celui des sociétés multinationales. Par ailleurs, plusieurs aspects doivent être pris en considération pour les entreprises multinationales, comme le risque politique qui, lorsqu'il est élevé, augmente l'endettement de la multinationale.

Ce ratio de dettes sera également calculé dans notre cas pratique et même si le risque politique est ici considéré dans des pays véritablement à risque, il reste intéressant de constater que la variable politique est bel et bien un déterminant de la structure financière des entreprises multinationales. Dans notre pays, le contrôle technique étant une compétence régionalisée, cette variable entre également en ligne de compte.

Maurer met quant à lui en exergue trois facteurs clés influençant la réussite des stratégies de diversification des entreprises :

- 1) **Liaisons entre activités** : Les synergies entre les activités diversifiées jouent un rôle crucial dans la performance. Les entreprises avec une diversification liée (où des synergies existent) sont souvent plus performantes que celles avec une diversification conglomerale (sans synergies). Toutefois, il est difficile de déterminer si ce sont les synergies qui améliorent la performance ou si ces entreprises opèrent dans des secteurs plus attractifs.
- 2) **Contexte institutionnel** : Ce facteur, souligné par North, montre que les différences institutionnelles entre pays, telles que les politiques gouvernementales, influencent la cohérence des stratégies de diversification. Maurer relève notamment l'importance de ce facteur pour des entreprises opérant dans des environnements institutionnels distincts, comme la Belgique (Flandre vs Wallonie) dans notre cas pratique.
- 3) **Fluctuations boursières** : Bien que ce troisième facteur ne nous concerne pas, il montre que les performances des stratégies de diversification varient selon les cycles boursiers.

En conclusion, Maurer souligne que l'efficacité de la diversification dépend du contexte macroéconomique et des conditions de marché. Dans le cas de l'Autosécurité, le contexte a été détaillé largement, l'idée étant de pouvoir relier certains éléments de ce contexte à certaines évolutions de ratio.

Enfin, Perdreau et le Pogamp proposent un modèle (comme Chkir et Posset) qui explique la structure financière des entreprises en fonction de leurs stratégies de diversification industrielle et géographique. Leur analyse montre que la relation entre le niveau d'endettement et les stratégies de diversification est complexe et dépend du contexte. Ils mettent en évidence que certaines variables, comme la taille de l'entreprise ou les opportunités d'investissement, influencent différemment la structure financière selon la stratégie de diversification adoptée. Enfin, ils soulignent l'importance du cashflow libre, surtout dans les entreprises diversifiées industriellement comme indicateur des coûts d'agence.

5. Ratios financiers

Les ratios financiers qui vont nous intéresser dans le cadre de ce travail sont ceux qui font intervenir inévitablement les rubriques comptables constituant la structure financière du Groupe Autosécurité, à savoir les rubriques de capitaux propres et des dettes, en particulier les dettes long termes. Ces décisions concernant la structure financière de l'entreprise ont également un impact sur d'autres rubriques comptables, l'objectif est ici d'en constater les effets.

Par ailleurs, certains articles comme celui de Raviv et Harris ont permis, par le biais d'une revue de littérature des résultats empiriques, de faire le lien entre stratégie de diversification et d'autres rubriques comptables.

Des liens avec les liquidités, les actifs corporels et incorporels ont notamment été soulignés.

Même si certains ratios de la BNB (Banque nationale de Belgique) sont plus pertinents à observer dans le cadre d'une diversification industrielle, l'ensemble des ratios repris ci-dessous seront évalués afin d'observer les impacts non évidents sur certains de ces ratios :

Ratios financiers de la BNB		
Nom du ratio	Calcul complet du ratio :	Conditions de calcul
1.Marge brute sur ventes	$\frac{9901 - 76A + 66A + 630 + 631/4 + 635/8}{70 + 74 - 740} \cdot 100$	/
2.Marge nette sur ventes	$\frac{9901 - 76A + 66A + 9125}{70 + 74 - 740} \cdot 100$	/
3.Taux de valeur ajoutée	$\frac{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61}{70 + 71 + 72 + 74 - 740} \cdot 100$	/
4.Valeur ajoutée par personne occupée	$\frac{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61}{9087}$	Ex de 12 mois $9087 > 0$
5.Valeur ajoutée/ immobilisations corporelles brutes	$\frac{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61}{\left(\frac{8199P + 8199}{2}\right)} \cdot 100$	Ex de 12 mois
6.Parts des frais de personnel dans la valeur ajoutée	$\frac{635 + 62}{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61} \cdot 100$	$62 > 0$ $(70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61) > 0$
7.Part des dotations d'amortissements, de réductions de valeur et de provisions pour		

risques et charges dans la valeur ajoutée	$\frac{630 + 631/4 + 635/8 - 635}{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61} \cdot 100$	$(70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61) > 0$
8.Importance relative des charges des dettes par rapport à la valeur ajoutée	$\frac{650 + 653}{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61} \cdot 100$	$(70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61) > 0$
9.Rentabilité nette des capitaux propres après impôts	$\frac{9904}{10/15} \cdot 100$	Ex de 12 mois $10/15 > 0$
10.Cash-flow/ Capitaux propres	$\frac{(9904 + 630 + 631/4 + 6501 + 635/8 + 651 + 6560 - 6561 + 661 + 662 - 760 - 761 - 762 + 663 - 9125 - 780 + 680)}{10/15}$	Ex de 12 mois $10/15 > 0$
11.Rentabilité brute de l'actif total avant impôts et charges des dettes	$\frac{(9904+650+653-9125-9126+630+631/4+635/8+651+6560-6561+660+661+662-760-761-762+663+9134-780+680)}{20/58} \cdot 100$	Ex de 12 mois
12.Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges des dettes	$\frac{9904 + 650 + 653 - 9126 + 9134}{20/58} \cdot 100$	Ex de 12 mois
13.Liquidité au sens large (current ratio)	$\frac{3 + 40/41 + 50/53 + 54/58 + 490/1}{42/48 + 492/3}$	/
14.Liquidité au sens stricte (quick ratio)	$\frac{40/41 + 50/53 + 54/58}{42/48}$	/
15.Rotation de stocks d'approvisionnements et marchandises	$\frac{60}{30/31 + 34 + 35 + 36}$	Ex de 12 mois
16.Rotation des stocks d'en cours de fabrication et des produits finis	$\frac{(60 + 61 + 62 + 630 + 635/8 + 631/4 + 640/8 + 649 - 71 - 72 - 740 - 9125)}{32 + 33 + 35 + 37}$	Ex de 12 mois
17.Nombre de jours de crédits clients	$\frac{40 + 9150}{70 + 74 - 740 + 9146} \cdot 365$	Ex de 12 mois

18.Nombre de jours de crédits fournisseurs	$\frac{44}{600/8 + 61 + 9145} \cdot 365$	Ex de 12 mois
19.Solvabilité (Degré d'indépendance financière)	$\frac{10/15}{10/49} \cdot 100$	/
20.Importance relative des acquisitions d'immobilisations corporelles par rapport à la valeur ajoutée	$\frac{8169 + 8229 - 8299}{70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61} \cdot 100$	70 + 71 + 72 + 74 - 740 - 60 - 61 > 0
21.Taux de renouvellement des immobilisations corporelles	$\frac{8169 + 8229 - 8299}{8199P + 8529P - 8329P} \cdot 100$	Ex de 12 mois

5.1 Groupe Autosécurité SA et Autosécurité SA

Les ratios financiers sont repris ci-dessous pour le Groupe Autosécurité depuis son existence (premier exercice comptable en 2007). Après collection des données dans la centrale des bilans, certains ratios se sont avérés non réels :

C'est le cas du taux de renouvellement des immobilisations corporelles (les comptes 8199P, 8529P et 8329P étant nuls), du ratio représentant l'importance relative des acquisitions d'immobilisations corporelles brutes par rapport à la valeur ajoutée, le ratio de rotation des stocks d'en-cours de fabrication et de produits finis, de rotations des stocks d'approvisionnements et marchandises.

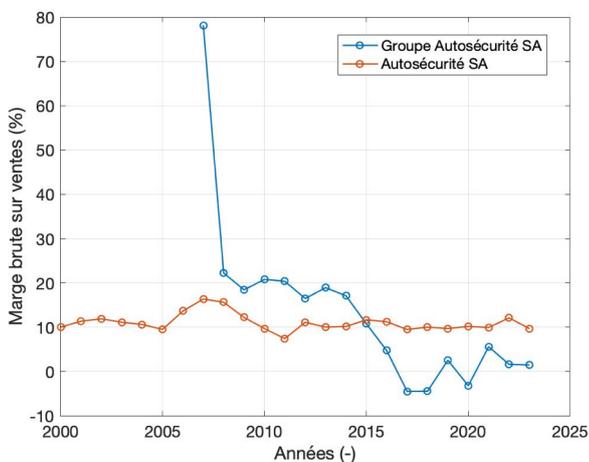


Figure 31 : Marge brute sur ventes du GA et de l'Autosécurité.

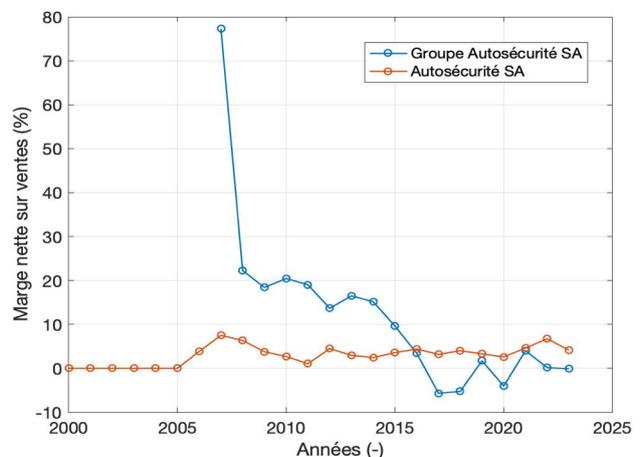


Figure 30: Marge nette sur ventes du GA et de l'Autosécurité.

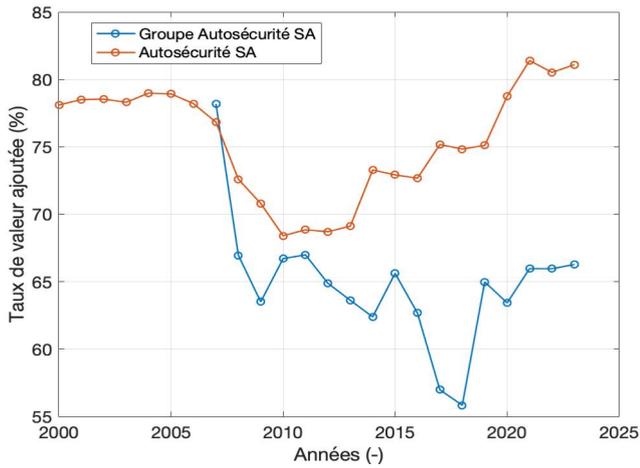


Figure 32 : Taux de valeur ajoutée du GA et de l'Autosécurité.

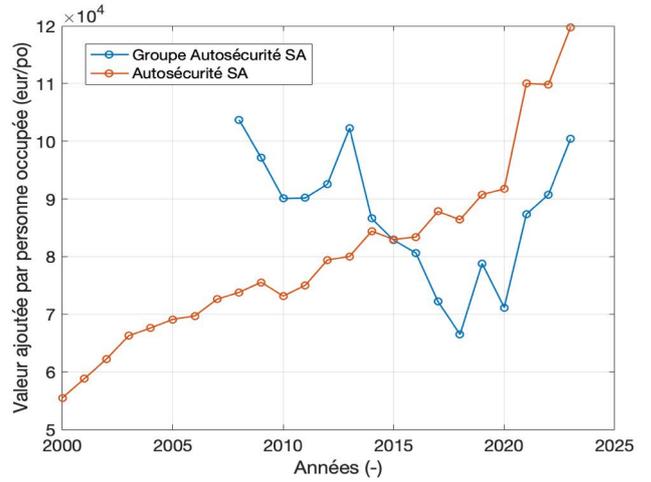


Figure 33 : Taux de valeur ajoutée du GA et de l'Autosécurité.

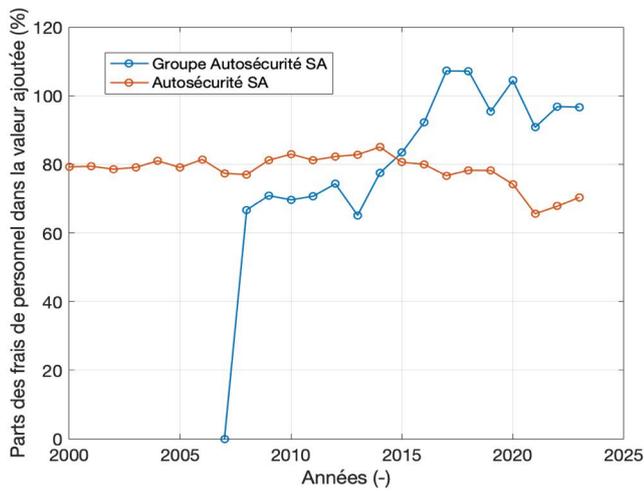


Figure 34 : Parts des frais de personnel dans la valeur ajoutée du GA et de l'Autosécurité SA.

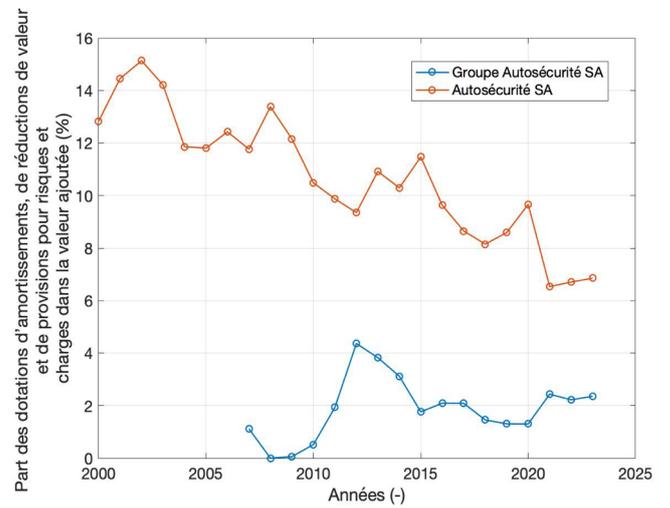


Figure 35 : Part des dotations d'amortissements, de réductions de valeur et de provisions pour risques et charges dans la valeur ajoutée du GA et de l'Autosécurité.

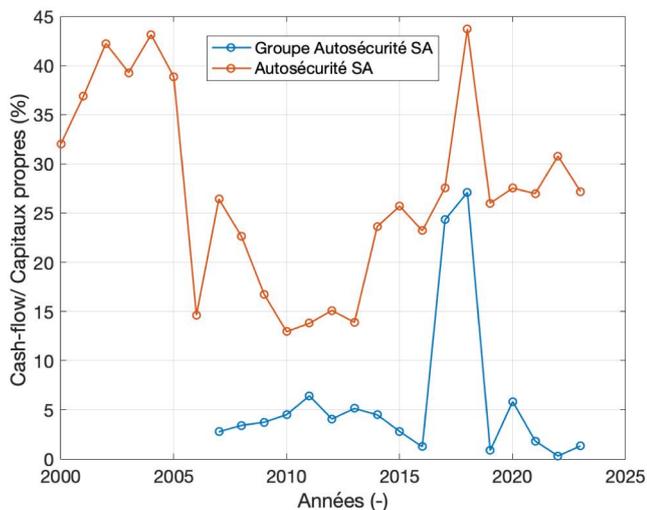


Figure 36: Cash-flow/Capitaux propres du GA et de l'Autosécurité.

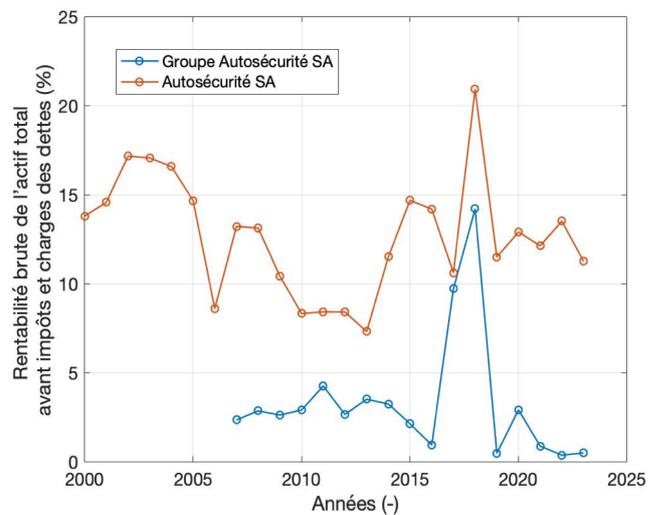


Figure 37: Rentabilité brute de l'actif total avant impôts et charges de dettes du GA et de l'Autosécurité.

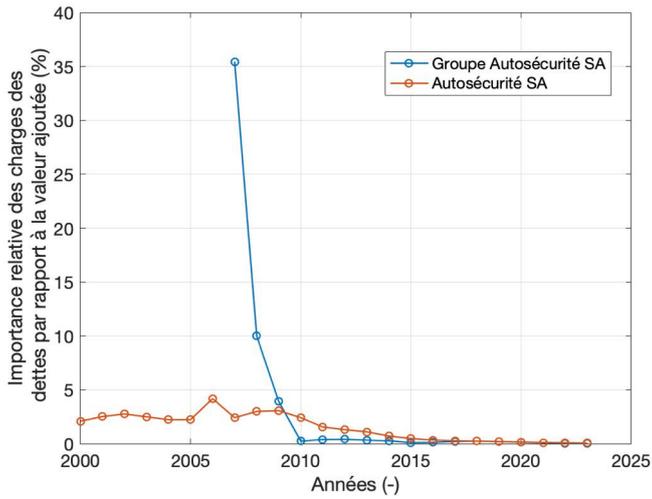


Figure 38: Importance relative des charges des dettes par rapport à la valeur ajoutée du GA et de l'Autosécurité.

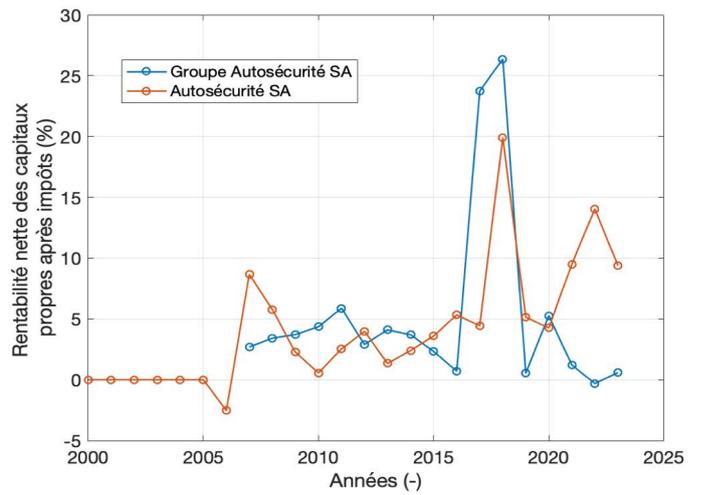


Figure 39: Rentabilité nette des capitaux propres après impôts du GA et de l'Autosécurité.

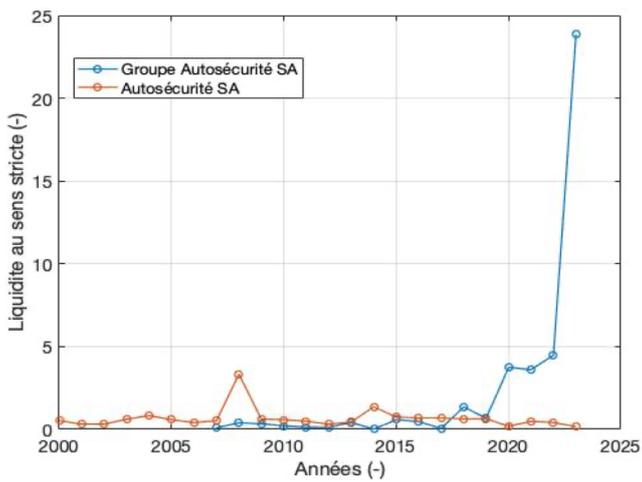


Figure 41: Liquidité au sens stricte (quick ratio) du GA et de l'Autosécurité.

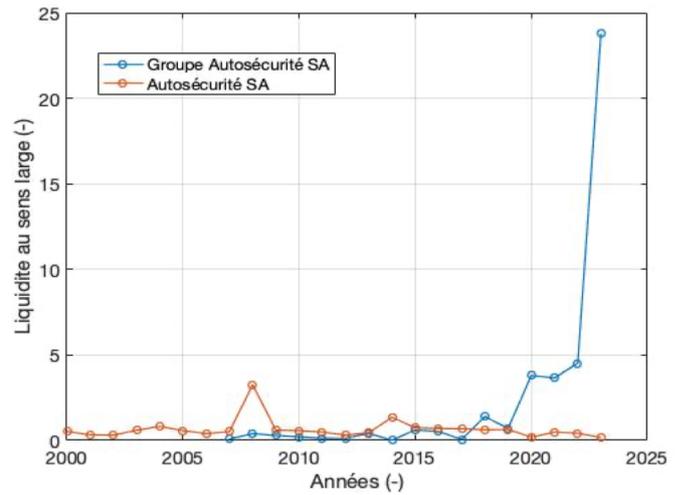


Figure 40: Liquidité au sens large (current ratio) du GA et de l'Autosécurité.

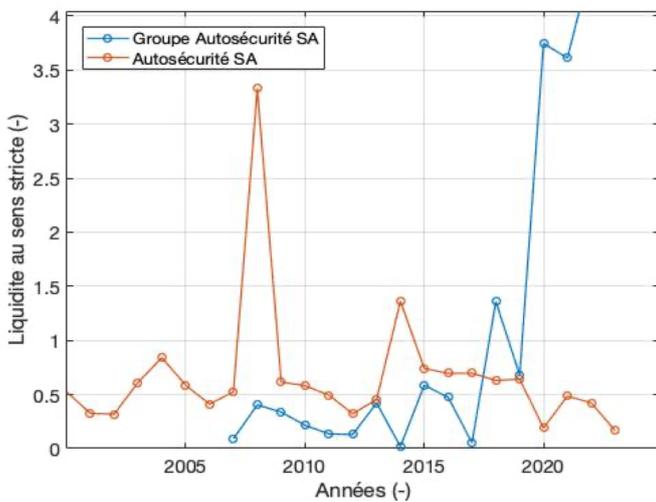


Figure 42: Zoom sur la liquidité au sens stricte du GA et de l'Autosécurité.

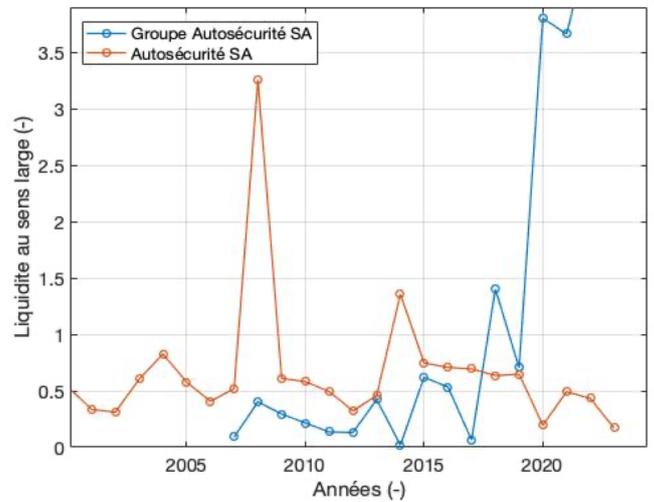


Figure 43: Zoom sur la liquidité au sens large du GA et de l'Autosécurité.

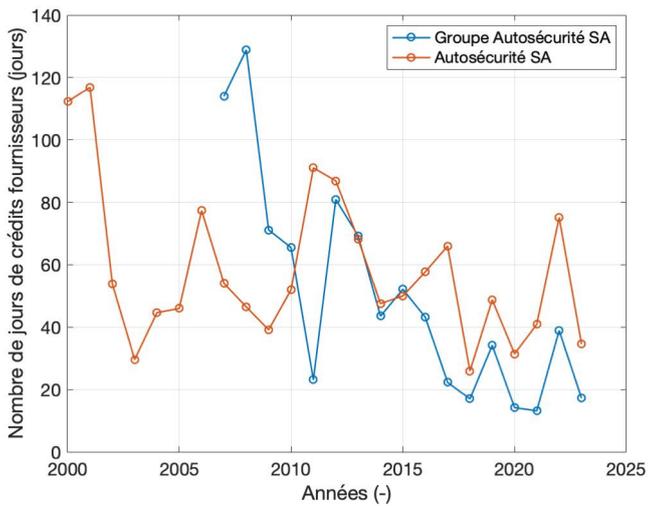


Figure 44: Nombre de jours de crédits fournisseurs du GA et de l'Autosécurité.

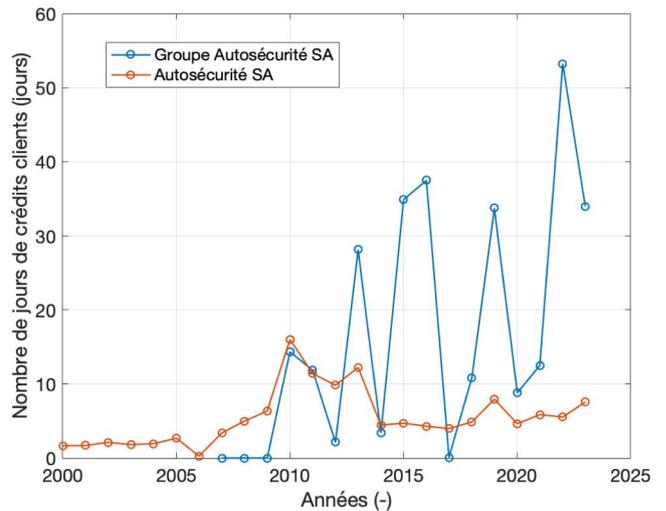


Figure 45: Nombre de jours de crédits clients du GA et de l'Autosécurité.

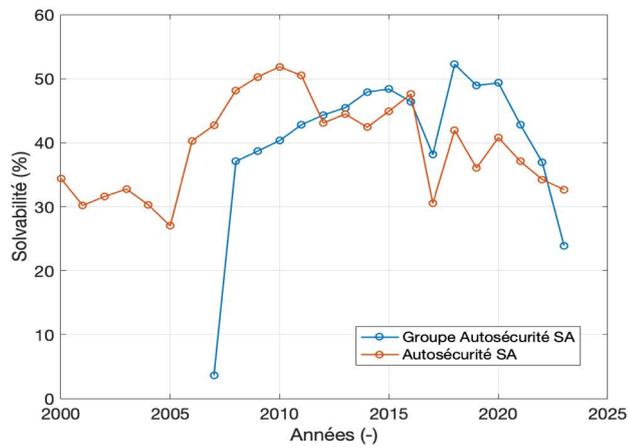


Figure 46: Ratio de solvabilité du GA et de l'Autosécurité.

En vue de faire le lien entre les différentes rubriques comptables et la structure financière, l'évolution des rubriques principales liées à la structure financière d'une entreprise sont rappelées ci-dessous pour l'Autosécurité et le Groupe Autosécurité :

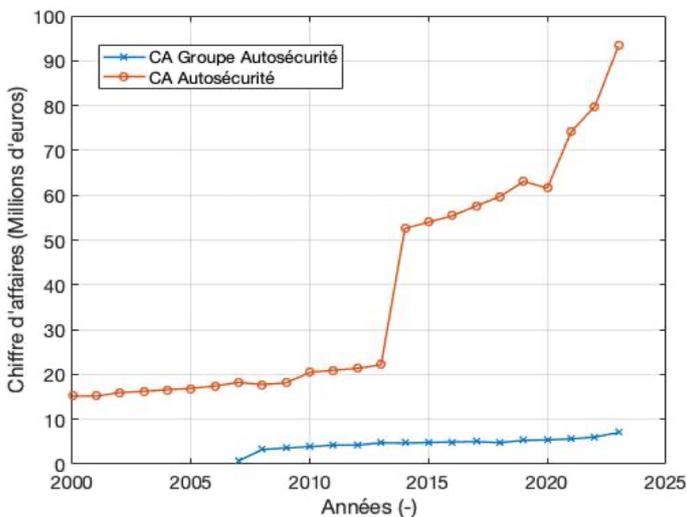


Figure 47 : Chiffres d'affaires du GA et de l'Autosécurité.

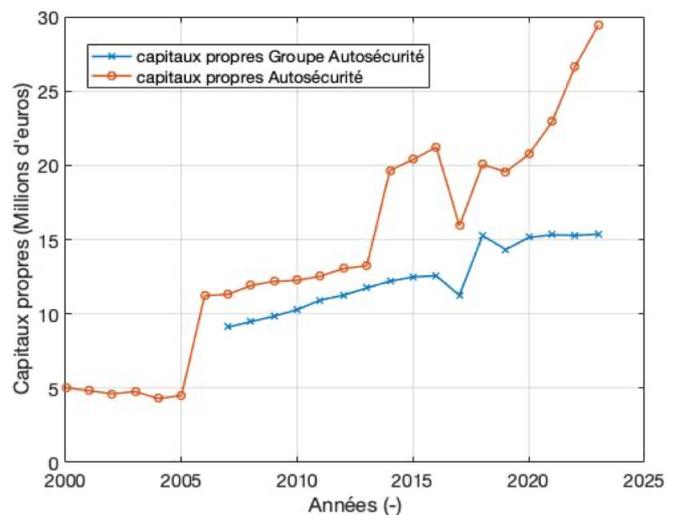


Figure 48: Capitaux propres du GA et de l'Autosécurité.

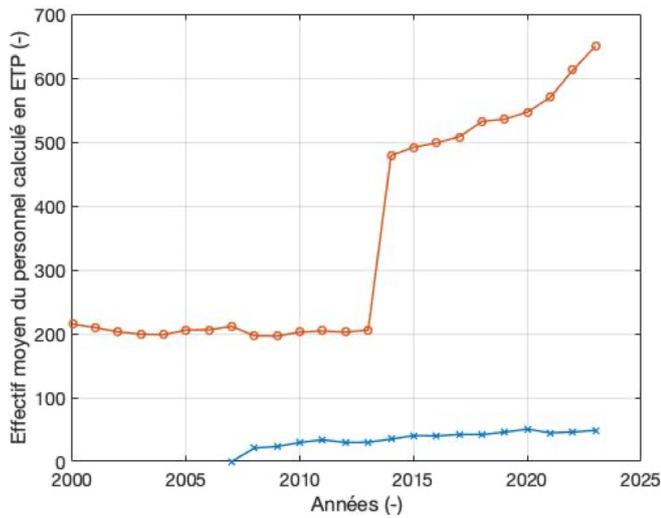


Figure 49: Effectif moyen du personnel en ETP du GA et de l'Autosécurité.

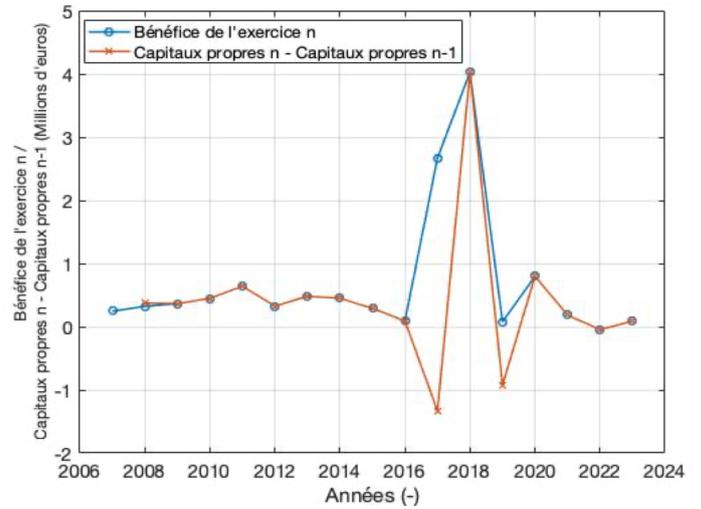


Figure 50: Delta entre les bénéfices de l'exercice n et la différence entre les capitaux propres de l'exercice n et de l'exercice n+1 du GA.

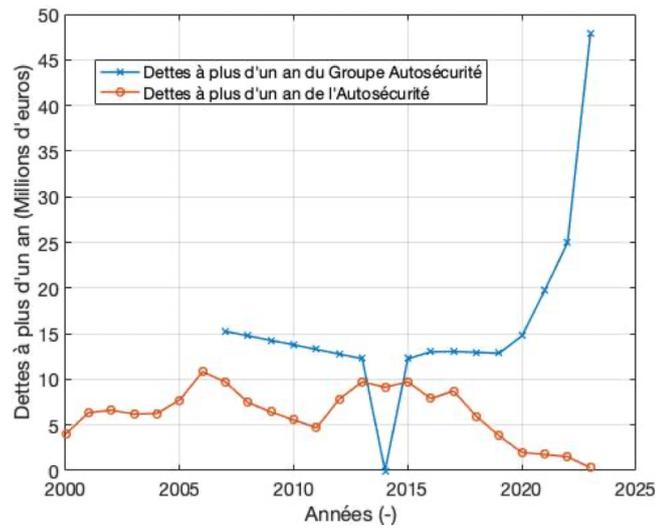


Figure 54 : Dettes à plus d'un an du GA et de l'Autosécurité

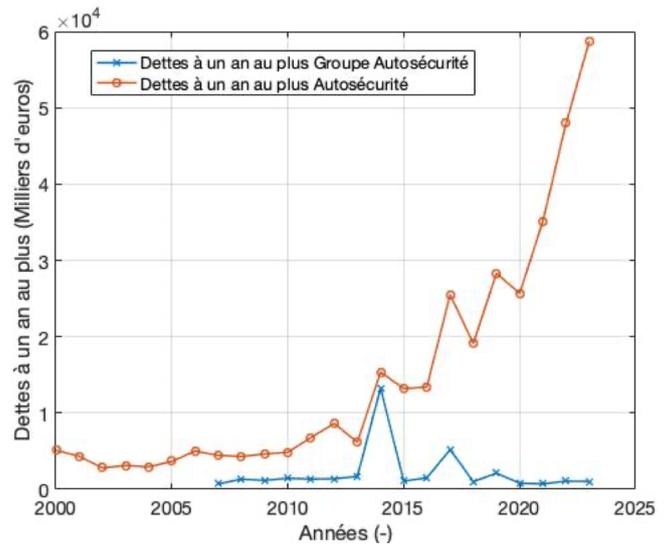


Figure 52: Dettes à plus d'un an du GA et de l'Autosécurité

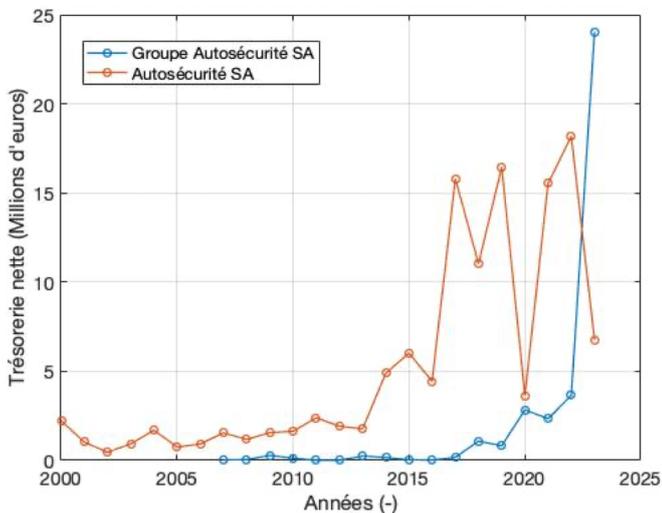


Figure 51 : Trésorerie nette du GA et de l'Autosécurité

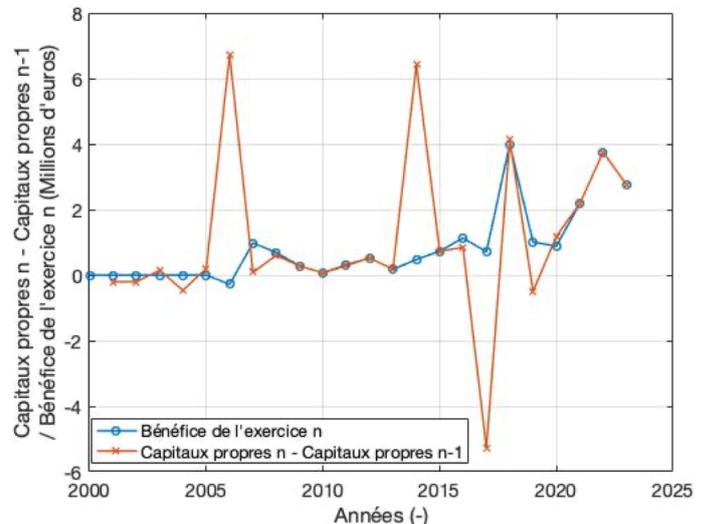


Figure 53 : Delta entre les bénéfices de l'exercice n et la différence entre les capitaux propres de l'exercice n et de l'exercice n+1 de l'Autosécurité

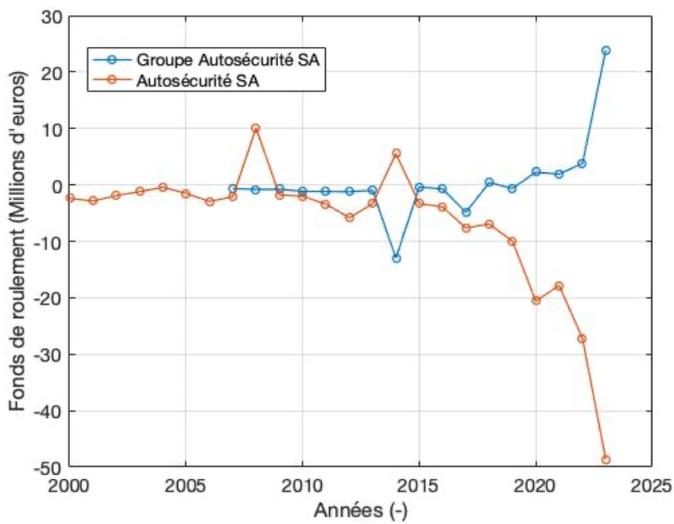


Figure 56 : Fonds de roulement du GA et de l'Autosécurité.

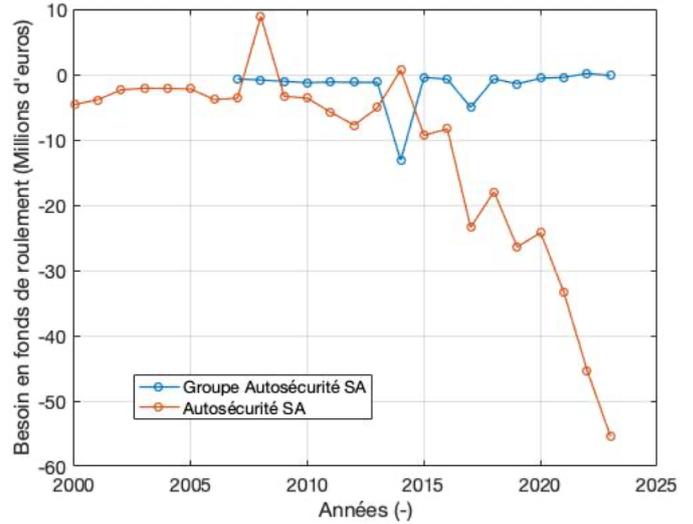


Figure 55 : Besoin en fonds de roulement du GA et de l'Autosécurité.

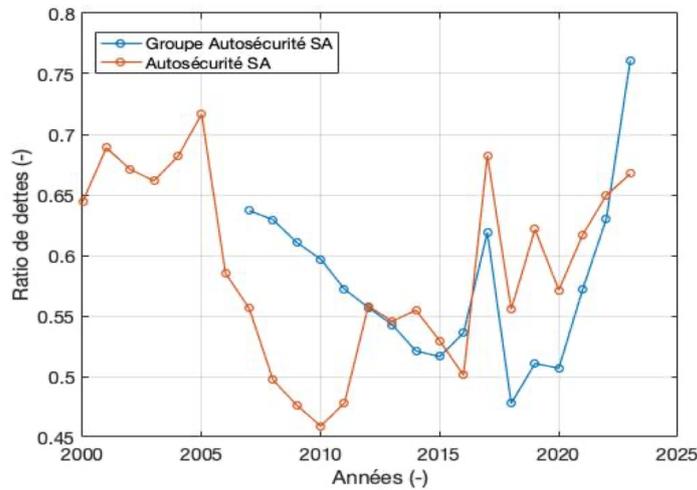


Figure 57 : Ratio de dettes du GA et de l'Autosécurité.

5.2 Interprétation des ratios financiers et des évolutions financières du Groupe Autosécurité SA et Autosécurité SA

Une première observation est l'augmentation assez importante du chiffre d'affaires au cours des dernières années de l'Autosécurité SA. Cette augmentation est principalement due à l'augmentation des prix du contrôle technique suite à l'indexation, mais également à l'augmentation de 2021. Même si la réévaluation des tarifs en 2021 était notamment à vocation de simplification tarifaire, le SPW en a également profité pour augmenter les prix d'environ 10% par rapport aux études réalisées par les organismes agréés et qui fournissaient un tarif uniforme en vue de la simplification. En augmentant le tarif de 10% par rapport à ces études, le SPW s'est d'une part donné de l'air quant aux potentielles augmentations futures dues à la naissance de déficit repris dans les produits d'exploitation d'un des organismes agréés. D'autre part, étant donné l'Arrêté du gouvernement Wallon de mars 2017 précisant

que si le bénéfice excède 5% du chiffre d'affaires, l'excédent est reversé au SPW pour chaque organisme agréé, une augmentation des tarifs à coût égal a permis d'augmenter la valeur des bonis reversés au SPW. Pour les organismes, le bénéfice maximum empoché restant un pourcentage du chiffre d'affaires, un chiffre d'affaires plus important suite à l'augmentation tarifaire permet aussi d'augmenter ce bénéfice maximum.

Cette « simplification tarifaire » est donc une opération « win-win », sauf pour les utilisateurs.

Les fonds propres augmentent en moyenne d'un million d'euros tous les deux ans pour le groupe Autosécurité, excepté entre 2016 et 2018 où on observe dans un premier temps une réduction assez importante avant un saut de 4 millions d'euros entre 2017 et 2018.

Ce saut correspond exactement au bénéfice de l'exercice, ce qui signifie que ce bénéfice a été réinjecté dans les fonds propres. Au regard de la Figure 18 représentant à la fois le bénéfice/la perte de l'exercice n et la différence entre les fonds propres de l'années n et de l'année n-1, on constate que le bénéfice est pratiquement réinvesti chaque année dans sa totalité pour le groupe, démontrant une croissance continue et une volonté d'investissement et d'autofinancement.

Pour la société Autosécurité, on observe également un réinvestissement des bénéfices à l'exception des années 2006, 2014 et 2017 pour lesquelles les augmentations (pour 2006 et 2014) de capital ne sont pas liées au bénéfice de l'exercice. En 2006, le rapport de gestion et l'annexe 5.7 des comptes annuels stipulent qu'une opération d'augmentation de capital a eu lieu, expliquant cette différence notable entre le bénéfice de l'exercice et la différence entre les capitaux propres de l'exercice 2006 et 2005. En 2014, l'explication est liée aux opérations de fusion par absorption avec B.I.A et à la scission partielle de C.T.A. Hormis ces trois années, les bénéfices semblent être en grande partie réinvestis avec un objectif de croissance et d'autofinancement.

En effet, on remarque ici un impact sur la structure financière de la société. La société optant principalement pour une stratégie d'autofinancement, au plus le bénéfice est élevé au cours de l'exercice comptable n, au plus les fonds propres de l'exercice comptable n+1 seront augmentés par réinvestissement de ces bénéfices. Les fonds propres, directement partie prenante de la structure financière comme démontré à la section 1.4.1 Structure financière :sont donc affectés par la valeur du bénéfice et indirectement par les rubriques comptables ayant un effet sur celui-ci. Par ailleurs, comme l'indique l'article 22 de l'Arrêté royal de 1994, ensuite retranscrits dans l'Arrêté du gouvernement Wallon de mars 2017, le bénéfice net maximum de l'Autosécurité est fixé à 5% de son chiffre d'affaires. Ces 5% restent toutefois plus importants pour un chiffre d'affaires plus important. Cette conclusion est primordiale car elle indique qu'une augmentation du chiffre d'affaires entrainera toujours une augmentation du bénéfice net maximum de la société et donc des fonds propres au vu de la stratégie d'autofinancement. Or, une augmentation du chiffre d'affaires est un marqueur de croissance, et donc plus l'entreprise croit, plus les fonds propres augmentent. Le bénéfice étant un pourcentage du chiffre d'affaires, ils évoluent parallèle, ce qui implique que la société n'a à priori pas besoin de dettes pour financer ses investissements. C'est d'ailleurs l'observation qu'il est possible de faire à la Figure 58 ci-dessous. On constate que les courbes du chiffre d'affaires et des fonds propres, une fois superposées (en multipliant les capitaux propres par 3), présentent des pentes assez similaires, ce qui signifie qu'ils évoluent « main dans la main ».

Les seuls éléments susceptibles de perturber cette harmonie sont la distribution de dividendes ou des difficultés qui seraient rencontrées par d'autres activités non réglementées du Groupe. La holding Hallinvest n'est aujourd'hui que très peu gourmande et demandeuse de dividendes. Si ce statut venait à changer drastiquement, la courbe de l'augmentation des bénéfices ne suivrait plus celle de l'augmentation des capitaux propres et celle des capitaux propres ne présenterait plus les mêmes pentes que celle du chiffre d'affaires. Dans ce cas précis, la croissance serait trop importante pour se financer uniquement par le biais de fonds propres et l'entreprise commencerait à contracter des dettes. De la même manière, malgré le soutien du SPW envers l'Autosécurité SA afin que cette dernière

conserve une rentabilité constante, dans le cas où une activité non réglementée commencerait à s'essouffler et présenterait des difficultés, certaines dettes seraient sans doute contractées.

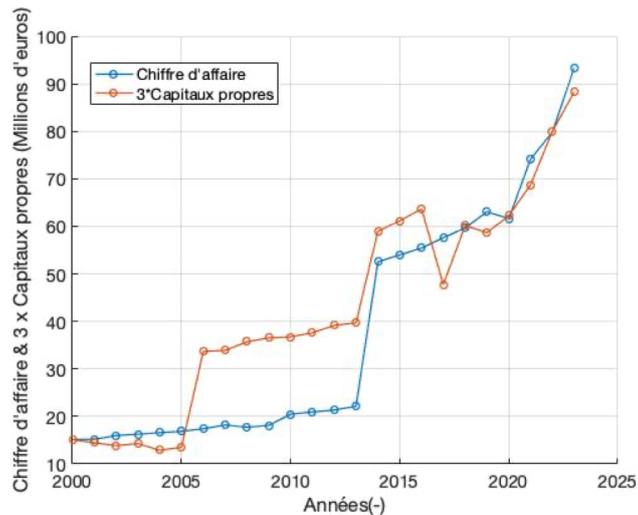


Figure 58 : Pentes des courbes du chiffre d'affaires et du triple des capitaux propres.

Un des autres éléments qu'il est primordial de vérifier est le ratio de solvabilité. L'Arrêté du royal de 1994 demandait en effet que la société Autosécurité conserve un ratio de solvabilité supérieur à 25% avant la régionalisation en 2014. On constate sur la Figure 46 que ce ratio de solvabilité est effectivement supérieur à 25% avec un minimum de 28% atteint en 2005. La solvabilité définit la capacité de la société de faire face à l'ensemble de ses engagements, à court et long termes. Un ratio de solvabilité plus grand que 25% signifie que si la société réalise les actifs à leurs valeurs comptables, elle sera en mesure de rembourser l'ensemble de ses dettes et il restera alors 25% des actifs à l'actionnaire. En d'autres termes, imposer un ratio de solvabilité de 25% permet à la société de conserver un buffer de 25% par rapport aux remboursements de dettes.

La liquidité au sens stricte et large de l'Autosécurité et du groupe Autosécurité ont également été calculées. Une première observation est que les deux graphiques très similaires, une conséquence des faibles montants en comptes de régularisation et des montants pratiquement nuls sur les stocks et commandes en cours d'exécution. La liquidité de l'Autosécurité est la plupart du temps inférieure à 1. Une liquidité inférieure à 1 ne signifie pas que l'entreprise ne sera pas en mesure de rembourser ses dettes à court terme. Cela signifie qu'elle ne sera pas en mesure de rembourser ses dettes à court terme en réalisant ses actifs court terme à leurs valeurs comptables. Le risque pour une entreprise lambda d'avoir une liquidité inférieure à 1 est de devoir céder des actifs à long terme pour honorer des dettes à court terme. Dans le cas de l'Autosécurité, ce risque n'en est pas vraiment un. En effet, la liquidité est ici polluée par les bonis de liquidation à reverser au SPW. En effet, le compte des dettes à un an au plus (court terme) est en constante augmentation depuis 2010. Cette augmentation est due aux bonis de liquidation non réclamés par le Service Public. Ces dettes ne sont ni dues à court terme ni à long terme et sont donc placées dans le compte 42/48. Il ne s'agit donc pas de dettes contractées pour un investissement mais bien d'argent que l'Autosécurité possède et qu'ils verseront au SPW dès réclamation. Dans le cas des bonis à verser au SPW, imaginons que le boni à verser est de 100, l'écriture comptable est la suivante :

Classe 6 : Débit de 100 dans le compte de résultat 640/8 (Autre charge d'exploitation)

Classe 4 : Crédit au passif de 100 dans le compte 42/48 (Dettes à un an au plus)

En fin de période, les soldes des comptes de résultat sont transférés dans les capitaux propres via le résultat net, assurant que l'actif reste égal au passif. Dans le cas présent, la liquidité est donc polluée par l'argent que le SPW ne réclame pas à l'Autosécurité au travers du compte 42/48, sans contrepartie au numérateur.

De plus, le ratio de liquidité ne prend pas en compte l'argent prêté aux autres sociétés de la holding Hallinvest. Ces créances sont enregistrées dans le compte 281 et sont certaines. En effet, la raison de ces prêts aux autres sociétés n'est pas liée à une quelconque difficulté financière d'une autre société. Il s'agit de pooling, qui consiste à remonter la trésorerie dans une des sociétés du groupe « Hallinvest » afin d'augmenter le pouvoir de négociation auprès des banques.

Il est également possible de faire le lien entre la liquidité (Figure 40) et le fonds de roulement (Figure 51). En effet, si le fonds de roulement est positif (ce qui signifie que les actifs circulants restreints sont plus importants que les dettes court terme), alors la société est capable de faire face à ses dettes court terme avec ses actifs court terme et le ratio de liquidité au sens large est plus grand que 1. La liquidité au sens large est bien supérieure à 1 en 2008 et 2014, seules années auxquelles le fonds de roulement est positif.

Le nombre de jours de crédits clients est assez faible dans le cas de l'Autosécurité. Cette observation est assez logique puisque la majorité des clients paient en espèces. Dès lors, le nombre de crédits clients étant le délai moyen de paiement des clients, les paiements en cash font considérablement chuter ce délai moyen. Pour le Groupe Autosécurité, ce ratio n'a que peu de pertinence. L'évolution en dents de scie ne représente pas un phénomène particulier. Le client principal étant Autosécurité SA, à qui le groupe facture ses prestations de gestion, le délai de paiement de l'Autosécurité SA dépend simplement de la date à laquelle l'Autosécurité paie ces factures.

Dans le cadre de l'influence de la structure de financement, la rentabilité nette des capitaux propres après impôts est très importante. Elle exprime la rentabilité qu'un actionnaire perçoit pour un montant investis dans les capitaux propres. C'est la capacité de l'entreprise à générer des profits à partir des capitaux propres investis par les actionnaires. La rentabilité est de la même manière bornée par les dispositions légales ne permettant pas de générer plus que 5% de bénéfices (AGW de mars 2017), l'excédent étant reversé au SPW. On peut apercevoir des pics au-delà de 5%, qui peuvent avoir deux origines. La première est une rentabilité plus importante des activités non réglementées et la seconde est la correction des bonis des années précédentes qui fausse cette rentabilité et donne la sensation d'un exercice exceptionnel.

On constate également une forte corrélation entre l'effectif moyen du personnel et le chiffre d'affaires. Cette corrélation peut s'expliquer par les dispositions légales, qui précisent que l'organisme est tenu d'employer du personnel en nombre suffisant pour garantir la bonne exécution de sa mission. Dès lors, l'augmentation du chiffre d'affaires résultant de l'augmentation du nombre de véhicules présentés, plus le nombre de véhicules est élevé, plus l'organisme est tenu d'embaucher du personnel opérationnel pour la bonne exécution de sa mission et plus le chiffre d'affaires est élevé.

La dette court terme est comme susmentionné résultant des bonis que le SPW ne réclame pas. En ce qui concerne la dette long terme, on constate une assez faible dette long terme dans le cas de l'Autosécurité SA, ce qui rejoint la stratégie d'autofinancement discutées au début. Selon le directeur de l'Autosécurité, il aurait pu être intéressant de contracter des dettes pendant le COVID, les taux étant relativement bas, la rentabilité aurait sans doute été supérieure au coût de la dette (effet de levier). La contrepartie est que cela aurait sans doute eu un impact au niveau des comptes d'exploitation.

A l'inverse, on constate une très forte augmentation de la dette long terme dans le cadre du Groupe Autosécurité ces dernières années. Cette augmentation reflète le pooling dont il était question ci-dessus. Autosécurité SA prête de l'argent à groupe Autosécurité pour augmenter le pouvoir de

négociation du groupe auprès des banques. Groupe Autosécurité a donc une dette grandissante enregistrée dans la rubrique « autres dettes ». C'est pour cette raison que l'on constate une forte augmentation de la liquidité du Groupe Autosécurité ces dernières années.

Le ratio de dettes calculé de la manière suivante :

$$DR = \frac{\text{Total dettes}}{\text{Total dettes} + \text{Total fonds propres}}$$

On observe une diminution du ratio de dettes lors du rachat de C.T.A en 2012 ainsi qu'une diminution lors du rachat de B.I.A en 2014. Ceci peut s'expliquer par le fait que ces rachats ont permis de générer des synergies, et ont donc permis d'augmenter le chiffre d'affaires et donc le bénéfice ainsi les fonds propres. Dans notre cas, la croissance de l'entreprise entraîne donc une diminution du ratio de dettes en augmentant les capitaux propres grâce aux bénéfices additionnels liés à l'augmentation du chiffre d'affaires. Cette augmentation de bénéfices entraîne une augmentation des capitaux propres suite à la stratégie d'autofinancement.

5.3 Hallinvest SA

Les ratios financiers ont également été calculés pour la holding Hallinvest SA, avec les données de ses comptes statutaires et de ses comptes consolidés. Au vu des importances relatives des sociétés détenues par Hallinvest mises en évidence aux Figure 21 à Figure 24, on peut s'attendre à observer des ratios relativement similaires à ceux de l'Autosécurité, son plus gros contributeur. La consolidation des comptes dans Hallinvest est assez complexe et est d'ailleurs externalisée pour cette raison. Il convient également de rappeler que les entreprises OZ Consult & Construct, Conforty et Regulec ne sont pas reprises dans le périmètre de consolidation de la holding.

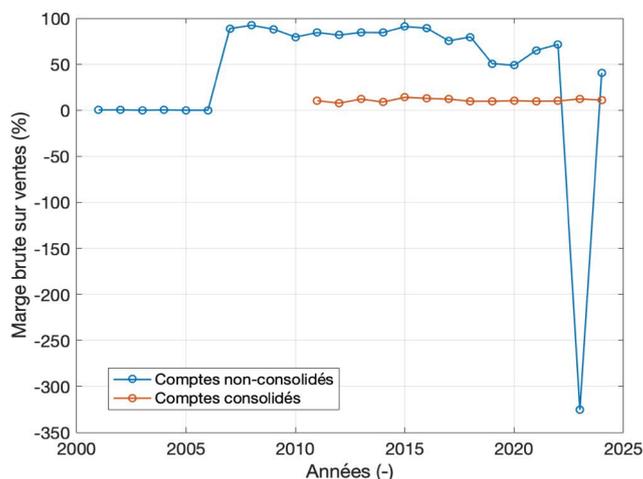


Figure 59 : Marge brute sur ventes de Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

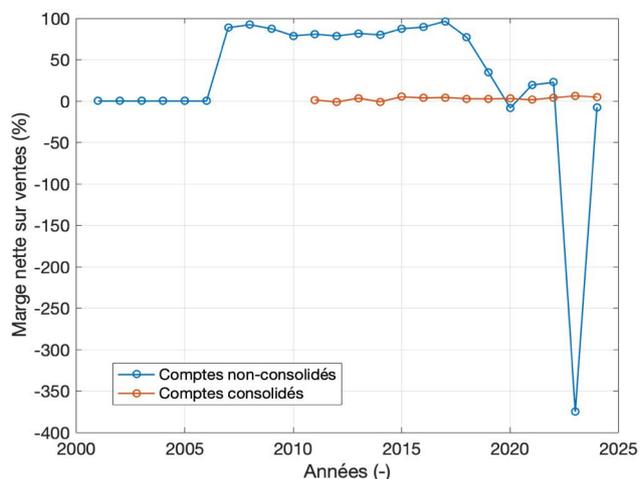


Figure 60 : Marge nette sur ventes de Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

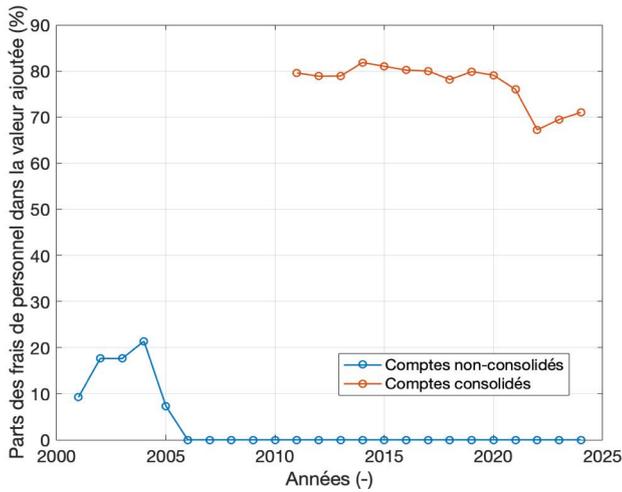


Figure 65 : Part frais de personnel dans la valeur ajoutée dans les cas consolidé et statuaire.

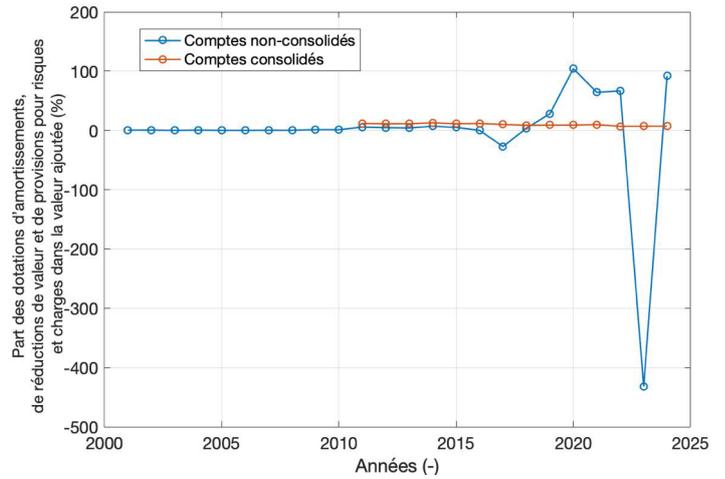


Figure 64 : Part des dotations d'amortissements, de réduction de valeur et de provisions pour risques et charges dans la valeur ajoutée d'Hallinvest dans les cas consolidé et statuaire.

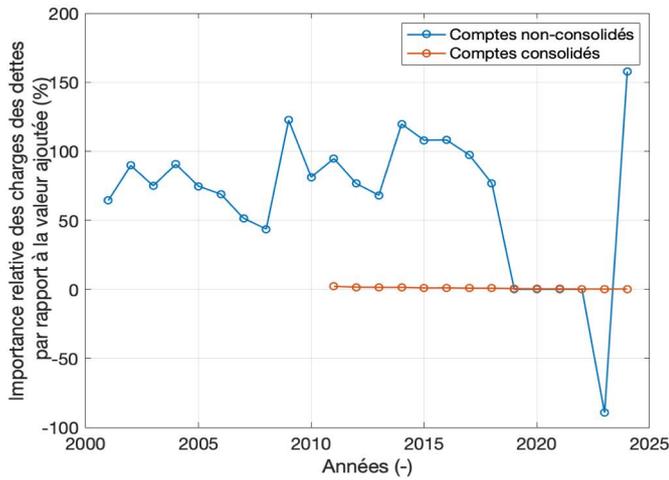


Figure 63 : Importance relative des charges des dettes d'Hallinvest dans les cas consolidé et statuaire.

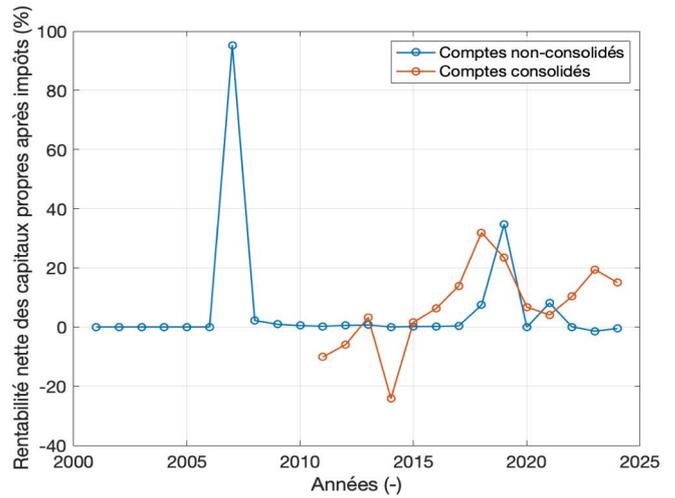


Figure 62 : Rentabilité nette des capitaux propres après impôts d'Hallinvest dans les cas consolidé et statuaire.

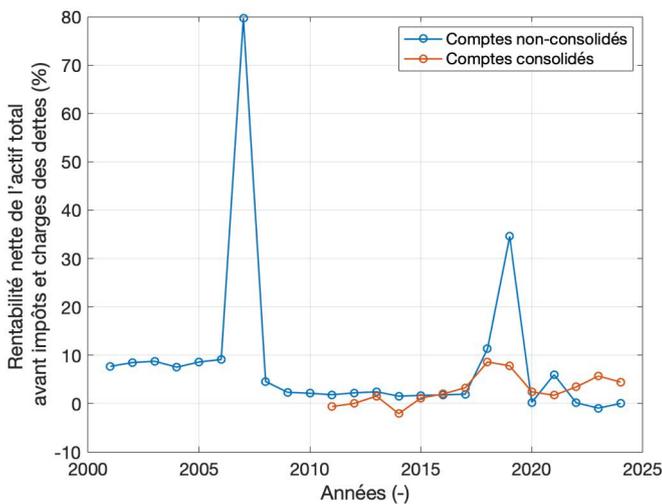


Figure 66 Rentabilité nette de l'actif total avant impôts et charges de dettes d'Hallinvest dans les cas consolidé et statuaire.

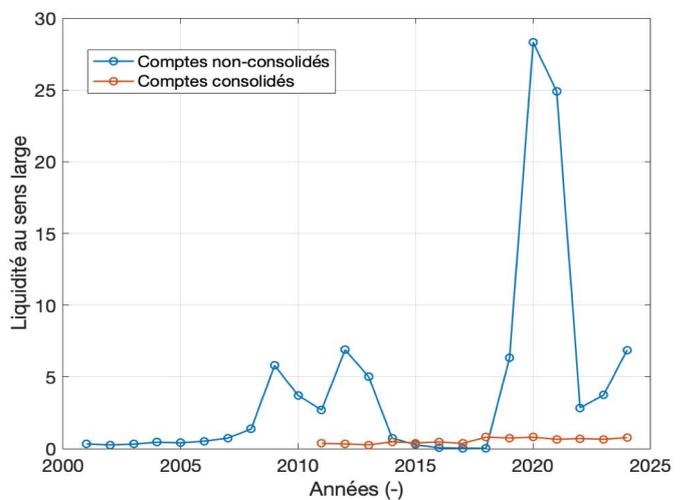


Figure 61 : Liquidité au sens large d'Hallinvest dans les cas consolidé et statuaire.

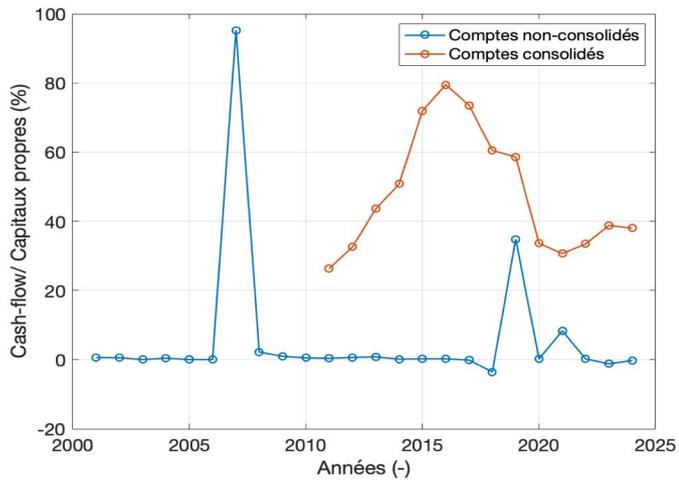


Figure 69 : Cash flow / Capitaux propres d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

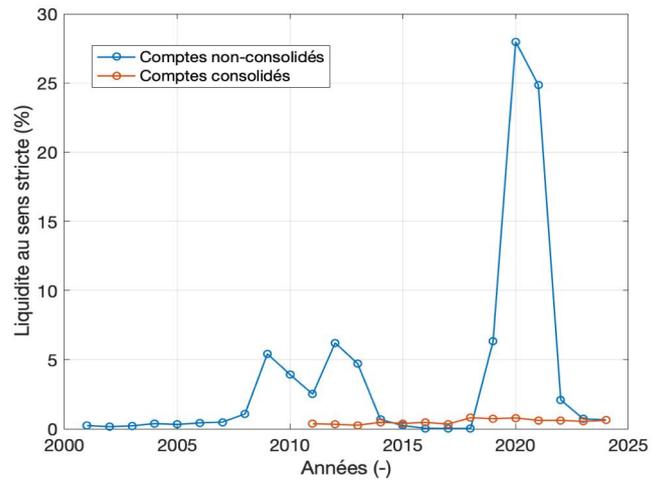


Figure 70 : Liquidité au sens stricte d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

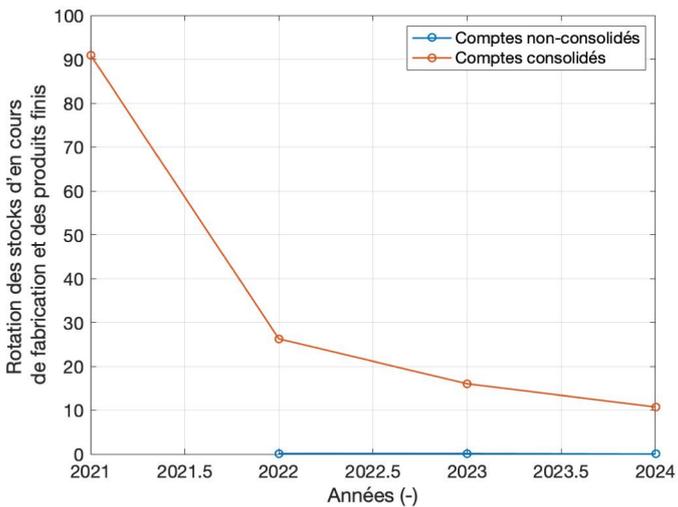


Figure 68 : Rotation des stocks d'en cours de fabrication et de produits finis dans les cas consolidé et statutaire.

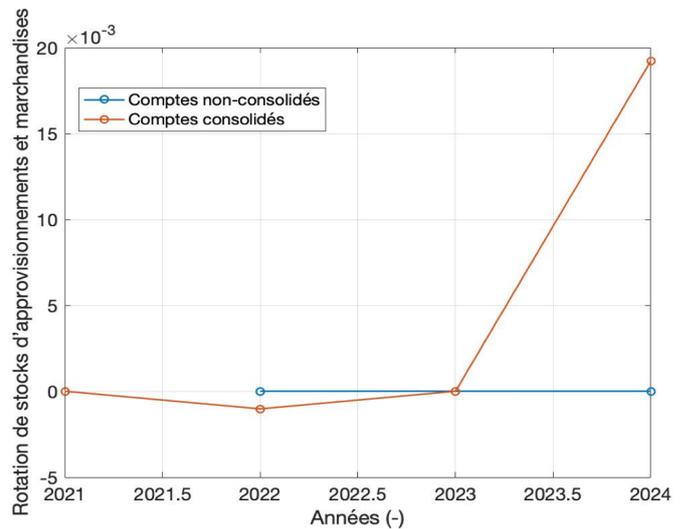


Figure 67 : Rotation de stocks d'approvisionnements et marchandises d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

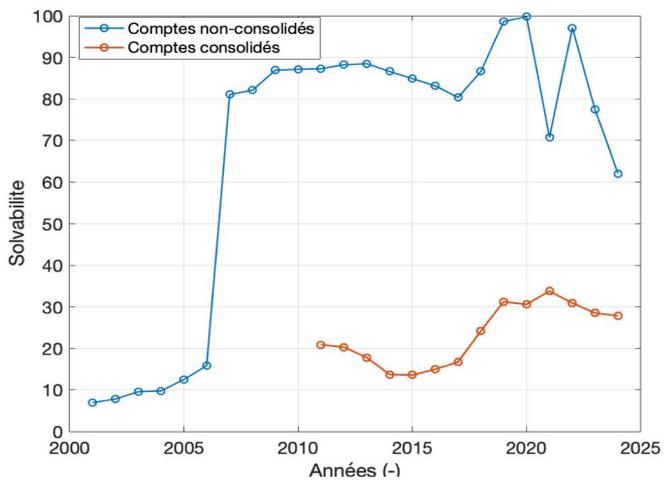


Figure 71 : Solvabilité d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

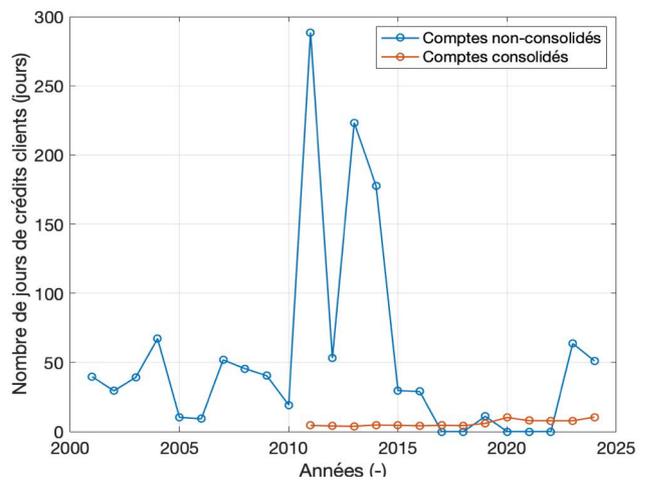


Figure 72 : Nombre de jours de crédits clients d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

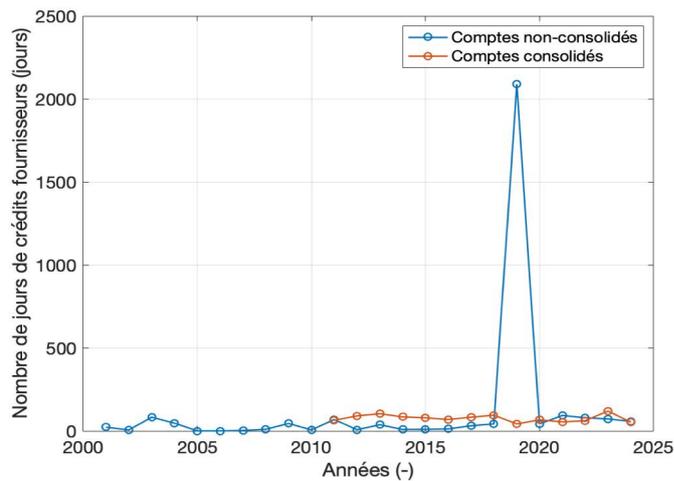


Figure 73 : Nombre de jours de crédits fournisseurs d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

5.4 Interprétation des ratios financiers et des évolutions financières de la holding Hallinvest SA

Dans le cas présent, ce sont principalement les comptes consolidés qui nous intéressent. En effet, les ratios liés aux comptes statutaires ont été calculés pour observer la corrélation plus ou moins grande avec les comptes consolidés. L'intérêt d'avoir fait l'exercice pour les comptes statutaires est également de mettre en lumière les éventuels échanges entre Hallinvest et les sociétés qu'elle gère.

Une première constatation au regard de la marge nette sur vente est que cette marche se maintient pratiquement sous 5% tout au long de la période de temps étudiées. En prenant un zoom sur la Figure 60 :

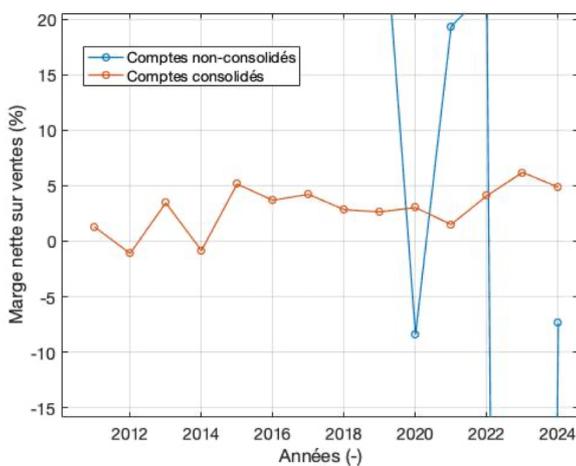


Figure 74 : Zoom sur la marge nette sur vente d'Hallinvest dans le cas consolidé.

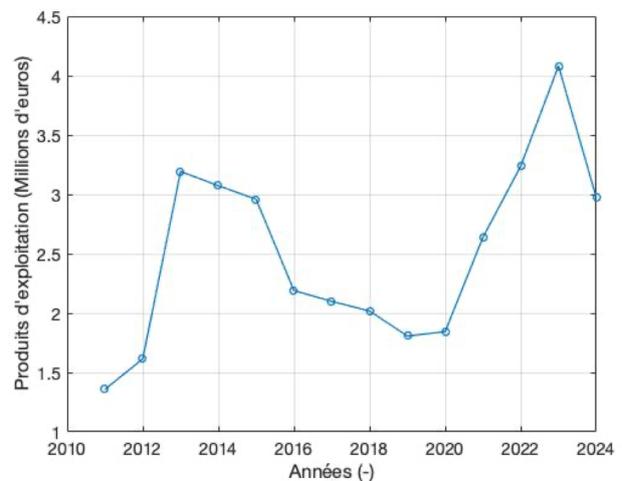


Figure 75 : Produits d'exploitation d'Hallinvest dans le cas consolidé.

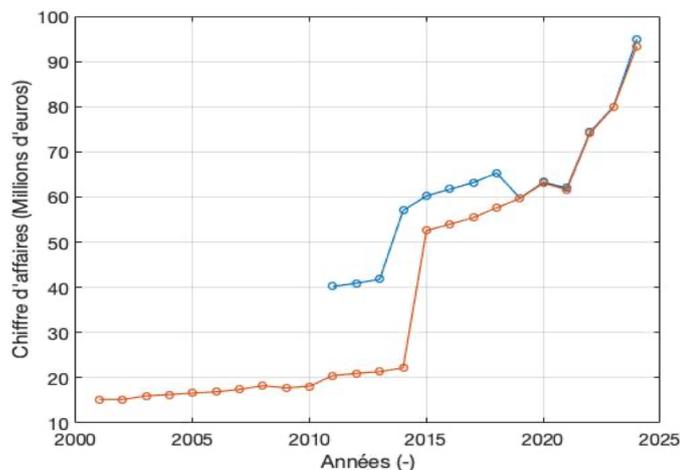


Figure 76 : Chiffres d'affaires d'Hallinvest dans les cas consolidé et statutaire.

On constate en effet que, malgré 4 premières années assez instables, la marge nette se stabilise ensuite à plus ou moins 5%. On constate d'ailleurs une tendance très similaire après 2015 dans le cas de la marge nette sur ventes calculées pour l'Autosécurité. Dans le cas de la marge nette, les subsides en capital des pouvoirs publics étant nuls, le numérateur se résume au bénéfice (perte) d'exploitation consolidé. Au regard de la Figure 76, on constate une superposition pratiquement exacte entre le chiffre d'affaires consolidé de Hallinvest et le chiffre d'affaire de l'Autosécurité. Ceci explique donc les 5% observés. Les dispositions légales (AGW de mars 2017) ne permettant pas à l'Autosécurité de bénéficier de plus de 5% du chiffre d'affaires, les produits d'exploitation étant dans ici assez faible en comparaison du chiffre d'affaires, la marge nette sur ventes est pratiquement égale au ratio bénéfice d'exploitation/chiffre d'affaires, égal à 5% au vu de la corrélation entre les chiffres d'affaires de Hallinvest et de l'Autosécurité.

On constate également que les années « d'instabilité » évoquées ci-dessus correspondent exactement aux années où le chiffre d'affaire consolidé de Hallinvest divergeait fortement du chiffre d'affaires de l'Autosécurité.

Pour la marge brute sur ventes, les amortissements et réductions de valeur sur frais d'établissement, sur immobilisations incorporelles et corporelles permettent d'augmenter considérablement cette marge. Ces amortissements sont principalement représentatifs des amortissements en cours de l'Autosécurité SA. Les installations de contrôle techniques étant relativement coûteuses, ces immobilisations corporelles sont amorties pour tenir compte de la dépréciation de leurs valeurs sur leurs durées de vie.

L'importante chute des marges brutes et nettes sur ventes dans les comptes statutaires semble être due à une perte d'exploitation plus importante qu'habituellement. En pratique, Hallinvest facture ses prestations de gestion au groupe Autosécurité. Par conséquent, les échanges étant intra groupe et la marge une marge sur une prestation de gestion, cette soudaine diminution n'est pas inquiétante.

De manière très intéressante, Hallinvest conserve un ratio de solvabilité (Figure 71) constamment supérieur à 10%, voire même à 25% depuis l'exercice 2018. En reliant ceci à l'exigence légale de présenter un ratio de solvabilité supérieur à 25% appliquée à l'Autosécurité, l'évolution observée ici n'est pas très étonnante. Par ailleurs, au regard de la Figure 46, on constate que le ratio de solvabilité

de Groupe Autosécurité est quant à lui aussi élevé après 2010. Il est donc surprenant d'observer une diminution du ratio de solvabilité (consolidé) durant ces années 2012-2015. Cette diminution est due à une combinaison de deux éléments : l'augmentation du total du passif, comme en témoigne la Figure 77 et la diminution des capitaux propres constatée à la Figure 20 :

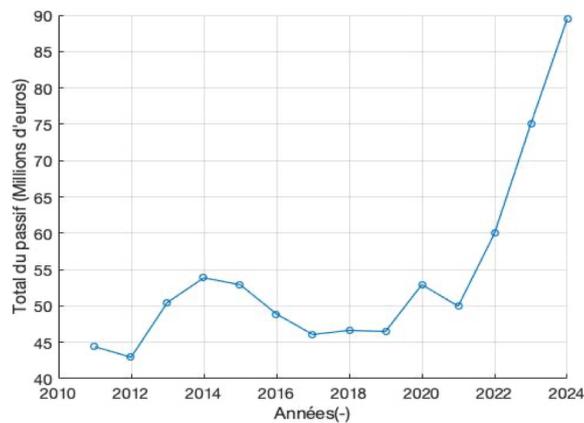


Figure 77 : Evolution du total du passif d'Hallinvest dans le cas consolidé.

L'augmentation du total du passif est principalement due à une augmentation des dettes financières à court et long terme. Cette augmentation fait référence en annexe 4.13 des comptes annuels à un établissement de crédit. Cet établissement de crédit résulte du rachat de 50% des parts de B.I.A par Autosécurité et 50% par C.T.A en 2012.

La solvabilité définit la capacité de la société de faire face à l'ensemble de ses engagements, à court et long termes. Un ratio de solvabilité constamment supérieur à 10% signifie que si la société réalise les actifs à leurs valeurs comptables, elle sera en mesure de rembourser l'ensemble de ses dettes et il restera alors 10% des actifs à l'actionnaire. Par conséquent, ce ratio de solvabilité témoigne de la bonne santé financière d'Hallinvest. Un point assez important se cache derrière ce ratio. En effet, on constate une augmentation des dettes à court et long termes suite à des établissements de crédits (intégrés dans les dettes financières d'un point de vue comptable) en vue de racheter B.I.A. On constate donc ici que la volonté d'Hallinvest de grandir davantage augmente ses dettes à court terme et ses dettes à long terme. C'est en effet ce qui est observé en Figure 20 et Figure 22.

L'expansion d'Hallinvest augmente donc son ratio de dettes et joue sur sa structure financière en augmentant la proportion de dettes au travers de l'établissement de crédits.

La liquidité au sens large d'Hallinvest est quant à elle légèrement inférieure à 1 pour les comptes consolidés. Une liquidité inférieure à 1 ne signifie pas que l'entreprise ne sera pas en mesure de rembourser ses dettes à court terme. Cela signifie qu'elle ne sera pas en mesure de rembourser ses dettes à court terme en réalisant ses actifs court terme à leurs valeurs comptables. Le risque pour une entreprise lambda d'avoir une liquidité inférieure à 1 est de devoir céder des actifs à long terme pour honorer des dettes à court terme. La liquidité est ici impactée par la liquidité de l'Autosécurité qui, comme expliqué à la section précédente, est polluée par les bonis à reverser au SPW et à la forte augmentation des dettes court terme. La liquidité au sens large et stricte des comptes statutaires n'a que peu de sens. En effet, la société Hallinvest en elle-même est une sorte de coquille vide qui n'a de créances et de dettes qu'envers les autres sociétés du Groupe.

Le taux de valeur ajoutée par personne occupée est assez constant dans le cas consolidé. L'Autosécurité étant le principal contributeur en termes de personnes occupées et de chiffre d'affaires

dans la consolidation, il est normal de pouvoir faire le lien entre Hallinvest et l'Autosécurité ici également. En effet, les dispositions légales reprises dans l'Arrêté Royal de 1994 puis dans l'Arrêté du Gouvernement Wallon de mars 2017 requièrent un nombre de personnes minimum par nombre de véhicules présentés. Dès lors que le nombre de véhicules augmente, l'Autosécurité doit recruter du personnel pour respecter ces dispositions. De plus, le chiffre d'affaires étant corrélé aux nombres d'ETP, l'évolution du chiffre d'affaires qui apparaît au numérateur du calcul du ratio entraîne l'augmentation du nombre d'ETP suivant une pente similaire, et donc une constance dans le taux de valeur ajoutée par personne occupée.

A partir de 2017, Hallinvest acquiert dans un premier temps Hallimo. Dans le cas présent, au vu de l'objet de société d'Hallimo, il n'existe aucune synergie entre les objets de société d'Hallimo et des autres activités d'Hallinvest. Le cas actuel se réfère donc davantage à l'étude de Lewellen (Lewellen, 1971) bien qu'on ne considère non pas ici une fusion mais un rachat, on constate que l'effet de co-assurance est sans doute présent. En effet, la consolidation montre une variabilité beaucoup plus importante de la rentabilité nette des capitaux propres après impôts, ce qui s'explique par la diversification et les revenus provenant de secteurs non réglementés. Cela peut également provenir de l'effet de pooling utilisé pour augmenter le pouvoir de négociation auprès des banques. En effet, l'effet de pooling permet de négocier des taux plus intéressants pour l'entreprise et permet de profiter éventuellement de l'effet de levier. L'idée étant que la rentabilité générée est plus importante que les charges de dettes.

Dans le cas présent, il a été observé des dettes en augmentation lors du rachat de B.I.A en 2012, la Figure 66 montre qu'avec un léger temps de retard, la rentabilité nette des capitaux propres a augmenté bien au-delà de celle de l'Autosécurité. Ceci peut provenir de la correction des bonis des années précédentes, mais également témoigner d'un effet de levier positif.

6. Conclusions

L'analyse de l'impact de la diversification et de la croissance sur la structure financière du groupe Hallinvest SA, avec un focus particulier sur sa principale filiale, Groupe Autosécurité, met en exergue des dynamiques spécifiques liées aux régulations sectorielles belges. L'entreprise étudiée dans le présent cas est fortement contrainte par les dispositions légales en vigueur, d'abord fédérale et maintenant régionale depuis la sixième Réforme de l'état. Contrairement à ce que la littérature indique au travers des effets de co-assurance, de la théorie des coûts d'agence, de l'influence du contexte extérieur ce cas révèle des particularités liées à la réglementation stricte du secteur du contrôle technique en Belgique. Par ailleurs, l'influence du contexte extérieure soulevée par Maurer est clairement présente dans le cas présent. Un changement politique peut avoir de grosses implications sur le chiffre d'affaires.

Autosécurité est soumise à une disposition légale qui limite son bénéfice d'exercice à 5 % de son chiffre d'affaires. Cela signifie que, même en cas de performance exceptionnelle, Autosécurité ne peut générer qu'un profit limité. Par ailleurs, en cas de bénéfices réduits, le Service public intervient pour compenser la différence, créant ainsi une forme de régulation financière qui réduit les risques courants d'exploitation, mais qui plafonne également la croissance des bénéfices. Ce mécanisme ne laisse que peu de place à Autosécurité pour capitaliser sur des périodes de croissance. Contrairement à une entreprise « commerciale », l'Autosécurité utilise ses fonds propres pour son autofinancement et non pour générer plus de rentabilité.

Les autres filiales de Hallinvest, bien qu'incluses dans la structure consolidée du groupe pour certaines, ont un poids financier beaucoup moins significatif. Leur contribution relative est marginale comparée à celle d'Autosécurité. En conséquence, la diversification au sein de Hallinvest semble davantage être un moyen de maintenir un portefeuille d'activités diverses notamment pour faire face aux potentiels risques politiques qui menaceraient son activité principale. Les synergies évoquées dans la littérature ont cependant été utilisées par Autosécurité lors du rachat de C.T.A puis lors de la fusion par absorption avec B.I.A afin d'agrandir la part de marché du groupe et de générer une véritable synergie ou un effet levier significatif au niveau du groupe. Autosécurité, en tant que principale source de revenus, reste limitée dans ses bénéfices par les règles spécifiques de son secteur, ce qui crée un décalage entre les attentes théoriques de la diversification et les résultats observés dans ce cas particulier. De manière similaire à ce qui a été évoqué comme risques politiques dans la littérature, l'Autosécurité a décidé de revendre 3 sites néerlandophones qui généraient des coûts de gestion de plus en plus importants. Cette vente a nécessairement eu un impact sur le chiffre d'affaires du groupe, le bénéfice étant cependant constant, la structure financière ne s'est pas retrouvée affectée.

De plus, l'intervention du Service public en cas de bénéfice réduit crée une situation unique dans laquelle les risques traditionnels liés à la gestion d'une entreprise sont moindres. Cependant, cette protection institutionnelle restreint également la flexibilité d'Autosécurité d'un point de vue financier, limitant sa capacité à répondre aux opportunités de croissance. L'idée du groupe est donc de générer des revenus non bornés par les dispositions légales et de pouvoir réaliser des transferts intragroupes. Dans la même idée, le groupe utilise un effet de pooling sur les liquidités. Les liquidités sont donc entièrement remontées dans Autosécurité pour augmenter le pouvoir de négociation auprès des banques. En se diversifiant, les liquidités augmentent nécessairement et la croissance permet de renforcer cet effet de pooling, permettant d'augmenter la capacité d'emprunt et de profiter de l'effet de levier.

Cette analyse montre que, contrairement aux conclusions habituelles de la littérature sur la diversification et la structure financière, les entreprises opérant dans des secteurs fortement réglementés, comme celui du contrôle technique en Belgique, voient leur capacité à générer des bénéfices et à croître influencée par des facteurs exogènes, principalement des décisions politiques et

des régulations strictes.

La diversification, dans le cas d'Hallinvest, permet cependant de générer des revenus non bornés par les dispositions légales et de progressivement casser la « dépendance » envers Autosécurité. Par ailleurs, le pooling mentionné ci-dessus permet de tout de même bénéficier des liquidités de l'Autosécurité. Les différentes sociétés détenues par Hallinvest ont également à vocation de supporter le groupe dans leurs activités. En ce sens, des synergies sont également exploitées pour réduire les coûts.

En conclusion, cette étude démontre que les théories financières classiques sur la diversification doivent être adaptées pour tenir compte des contextes réglementaires strictes. Dans des secteurs comme celui d'Autosécurité, où la régulation limite non seulement les bénéfices mais aussi les risques pourtant moteur des décisions concernant la structure financière, la stratégie de diversification n'atteint pas les mêmes résultats que ceux observés dans des entreprises non soumises à ces contraintes. Il est donc essentiel, pour les gestionnaires et décideurs, de prendre en considération ces aspects réglementaires dans leur stratégie de croissance et de diversification, afin de mieux aligner leurs attentes avec les réalités du marché et du cadre législatif.

Bibliographie

- AEGAEON. (2024). *Découvrez-en plus sur Aegaeon*. Récupéré sur AEGAEONIT: <https://www.aegaeon-it.com/la-societe/>
- Altman, E. I. (1988). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 589-609.
- Arrêté royal du 23 mars 1998 relatif au permis de conduire. (1998, 04 30). Récupéré sur code-de-la-route.be: <https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1998014078~w8ylf1lyws>
- Autosécurité. (2024, 10 10). *Autosecurite.be*. Récupéré sur Autosécurité: [https://www.autosecurite.be/about/#:~:text=Grâce%20à%20un%20développement%20progressif,\(80%25%20en%20Wallonie\).](https://www.autosecurite.be/about/#:~:text=Grâce%20à%20un%20développement%20progressif,(80%25%20en%20Wallonie).)
- Banque Carrefour des Entreprises. (s.d.). *Banque-Carrefour des Entreprises - Qualité des données*. Récupéré sur Economie: <https://economie.fgov.be/fr/banque-carrefour-des-1>
- Banque Nationale de Belgique. (2024, 10 10). *Centrale des Bilans : Consultation des comptes annuels*. Récupéré sur consult.cbso.nbb.be: <https://consult.cbso.nbb.be/consult-entreprise>
- Belge, S. P. (2024). *Contrôle Technique*. Récupéré sur belgium.be: https://www.belgium.be/fr/mobilite/vehicules/modalites_techniques/controle_technique
- Berry.C.H. (1975). Corporate Growth and Diversification. *Princeton University Press*.
- Berthélemy, J.-C. (2005). Commerce international et diversification économique. *Revue d'économie politique*, 591-611.
- Burgman, & A, T. (1996). An empirical examination of multinational corporate capital structure. *Journal of International Business*, 553-570.
- Chen, & al. (1997, 09 01). An investigation of the relationship between international activities and capital structure. *Journal of International Business Studies*, 28, pp. 563-577.
- Chkir, & Cosset. (2021, 02). Diversification Strategy and Capital Structure of Multinational Corporations. *Journal of Multinational Financial Management*, 17-37.
- Christensen H.K., e. M. (1981). Corporate economic performance: diversification strategy vs. market structure. *Strategic Management Journal*, 327-343.
- CITA. (2024, 05 25). *CITA : WE MAKE ROADS SAFER AND CLEANER. EVERY DAY. EVERYWHERE. IMPARTIALLY. RESPONSIBLY*. Récupéré sur citainsp: <https://citainsp.org>
- Coût de la faillite. (s.d.). Récupéré sur boursesdescredits.com: <https://www.boursesdescredits.com/lexique-definition-cout-faillite-1257.php>
- Comprendre le cout du capital (WACC) : définition et calcul. (2024, 10 5). Récupéré sur unlimitd.com: [https://unlimitd.com/cout-du-capital-definition-et-methodes-de-calcul-capm-cmpc/#:~:text=Le%20coût%20des%20fonds%20propres%20\(ou%20“cost%20of%20equity”,un%20actif%20sans%20risque%20classique.](https://unlimitd.com/cout-du-capital-definition-et-methodes-de-calcul-capm-cmpc/#:~:text=Le%20coût%20des%20fonds%20propres%20(ou%20“cost%20of%20equity”,un%20actif%20sans%20risque%20classique.)
- controle-technique.be. (2022, 11 03). *controle-technique.be - DES CONDUCTEURS FLAMANDS SE RENDENT AU CONTRÔLE TECHNIQUE EN WALLONIE AFIN D'ÉVITER LE CARTON ROUGE*. Récupéré sur controle-technique.be: <https://www.controle->

- technique.be/blog/des-conducteurs-flamands-se-rendent-au-contrôle-technique-en-wallonie-afin-deviter-le-carton-rouge/#)
- Doukas, J., & Pantzalis, C. (1997, 08). Multinational firms agency cost of debt. *Dominion University and Western Michigan University*,.
- Duquesne, O. (2018, 05 11). *Le code de la route en Belgique*. Récupéré sur Moniteur Automobile : <https://www.moniteurautomobile.be/conseils-auto/code-de-la-route/code-de-la-route-conduite-belgique.html>
- Dusseine, D. (2018, 12 20). Le permis de conduire fête ses cinquante ans en Belgique. *RTBF Actus*.
- entrepreneurs.lesechos. (2008). « *Se diversifier pour résister* », plaident les patrons de PME. Récupéré sur entrepreneurs.lesechos.fr: « Se diversifier pour résister », plaident les patrons de PME
- Franchimont, B. (2003, 10 20). Les 70 ans du contrôle technique automobile. *La Dernière Heure*, 2.
- Gordon M. Bodnar, C. T. (1997). Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification. *national bureau of economic research*.
- Harris, M. A. (1991). The theory of Capital Structure. *the Journal of Finance*, 297-355.
- Hayes, A. (2024, 06 29). *What Is the Debt Ratio?* Récupéré sur Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/d/debtratio.asp>
- Hirshleifer, D. a. (1989). Managerial reputation, project choice and debt. *Anderson Graduate School of Management at UCLA*, pp. 14-89.
- Juprelle, J. (2024, 09 01). *Iweps.be*. Récupéré sur Iweps Wallonie: <https://www.iweps.be/indicateur-statistique/parc-automobile-immatriculations/#:~:text=Au%201er%20août%202023%2C%20le,%2B14%20%25%20depuis%202010>).
- Juprelle, J. (2024, 09 01). *PARC AUTOMOBILE ET IMMATRICULATIONS - indicateurs statistiques*. Récupéré sur IWEPS Wallonie: <https://www.iweps.be/indicateur-statistique/parc-automobile-immatriculations/#:~:text=Au%201er%20août%202023%2C%20le,%2B14%20%25%20depuis%202010>).
- Juprelle, J. (2024, 09 01). *Sécurité Routière - Indicateurs statistiques*. Récupéré sur Wallonie IWEPS: <https://www.iweps.be/indicateur-statistique/parc-automobile-immatriculations/#:~:text=Au%201er%20août%202023%2C%20le,%2B14%20%25%20depuis%202010>).
- Juridique, R. T.-C. (2017, 12 05). *Régionalisation du contrôle technique routier et contrôle de l'arrimage des charges : bienvenue en absurdie*. Récupéré sur uptr.be: https://uptr.be/wp-content/uploads/2021/06/regionalisation_de_larrimage_-_Wallonie.pdf
- Kan B., e. A. (1995). Value creation through corporate restructuring : European divestitures. *European Management Journal*, 55, 103-137.
- Kester, C. W. (1986). Capital and ownership structure: A comparison of United States and Japanese manufacturing corporations. *Financial Management*, 5-16.
- La Rédaction. (2023, 11 30). Nouveauté en Belgique : passer son contrôle technique tous les deux ans ? La proposition mise sur la table. *La Dernière Heure*, 1.
- Leclercq, D. (2024, 03 25). Les plaintes contre le contrôle technique des voitures explosent en Flandre. *Go car news*.

- Lee, Chul, K., Kwok, & C.Y., C. (1988). Multinational corporation vs domestic corporation: international environment factors and determinants of capital structure. *Journal of International Business Studies*, 41-58.
- Lewellen, W. (1971). A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger. *Journal of Finance*, 521-537.
- Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: Does it apply? *Academy of Management Journal*, 109-136.
- Madhavan, R. D. (2010). Divestiture and firm performance : A metaanalysis. *Journal of Management*, 87-102.
- Maldonado, J.-P. (2003). *Etude des déterminants de la structure financière d'une entreprise et impact sur le rendement boursier*. Montreal: Ecole des hautes études commerciales.
- Mandou, B. A. (2015). *Chapitre 6. La structure financière de l'entreprise et le rôle des capitaux propres et des dettes*.
- Manohar Singh, W. D.-A. (2003). Corporate diversification strategies and capital structure. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 147-167.
- Markides. (1995). Diversification, Refocusing and Economic Performance. *MIT Press*, p. 345p.
- Maurer.F. (1998). *Stratégies de diversification, performance de la firme et cycles boursiers*. Université Montesquieu- Bordeaux IV. Bordeaux: Université Montesquieu- Bordeaux IV.
- Maurer.F. (2003). Performance boursière rendement risque et mode de diversification. *Revue Finance*, 93-118.
- Maurer.F. (2007, 05). DIVERSIFICATION, RISQUE ET PERFORMANCE FINANCIERE. *Pôle de recherche « Décision, Management & Performance » CEREBEM Centre de Recherche de Bordeaux Ecole de Management*, pp. 1-34.
- Michael.C, J. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers,. *American Economic Review*, 323-339.
- Miller, M. e. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, pp. 261-297.
- Moobilié, S. P. (1968, 03 15). *Arrêté royal du 15 mars 1968 portant règlement général sur les conditions techniques auxquelles doivent répondre les véhicules automobiles et leurs remorques, leurs éléments ainsi que les accessoires de sécurité*. Récupéré sur code-de-la-route.be: <https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1968031501~fhniyzocos>
- Niehaus, C. S. (1993). Do inside Ownership and Leverage Share Common Determinants? *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32, 51-65.
- North.D. (1990). Institutions, institutional change and economic performance. *Cambridge University Press*.
- Ofek, B. &. (1999). Causes and effects of corporate refocusing programs. *Review of Financial Studies*, 311-345.
- Palard, J.-E. (1988-2007). Recentrage, endettement et structure de propriété des firmes cotées en Europe (1988-2007). *Recherches en sciences de gestion*, 19-41.
- R..W.Masulis, D. G. (1976). The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock. *Journal of financial Economics*, 53-81.
- R.Stulz. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies,. *Journal of Financial Economics*, 25-54.
- Raviv, A. (1990). Capital structure and the informational role of debt. *Journal of Finance*, 321-349.

- rédaction, L. (2006). Les auto-écoles manifestent contre la réforme Landuyt. *Le Soir*.
- Ruefli. (1990). Mean-variance approaches to risk-return relationships in strategy: Paradox lost. *Journal of Management Sciences*, 368-380.
- Ruefli, L. T. (1999). Risk measures in strategic management research: auld lang syne? *Strategic Management Journal*, 167-194.
- Schall, R. H. (1975, 03). Corporate Bankruptcy and Conglomerate Merger. *Journal of finance*, 30, 93-113.
- Service Public Fédéral Belge. (2024, 01 25). *Mobilité -Contrôle technique*. Récupéré sur [belgium.be: https://www.belgium.be/fr/mobilite/vehicules/modalites_techniques/controle_tech_nique](https://www.belgium.be/fr/mobilite/vehicules/modalites_techniques/controle_tech_nique)
- Service Public Fédéral belge. (2024, 09 16). *statbel.fgov.be*. Récupéré sur Statbel : La Belgique en chiffres: <https://statbel.fgov.be/fr/themes/mobilite/circulation/parc-de-vehicules>
- Service Public Fédéral Mobilité et Transports. (1968, 03 28). *Arrêté royal du 15 mars 1968 portant règlement général sur les conditions techniques auxquelles doivent répondre les véhicules automobiles et leurs remorques, leurs éléments ainsi que les accessoires de sécurité*. Récupéré sur [code-de-la-route.be: https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1968031501~fhniyzocos](https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1968031501~fhniyzocos)
- Sheridan, T. &. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Finance*, 1-19.
- Sorensen, K. W. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt in corporate debt policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 131-144.
- SPF. (2024, 05 12). Récupéré sur Stat bel: <https://statbel.fgov.be/fr/themes/mobilite/circulation/parc-de-vehicules>
- Tchankam, J. R.-P. (2012). Les déterminants de la structure financière Comment expliquer le « paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement » des PMI au Cameroun ? (P. d. Québec, Éd.) *Revue internationale PME*, pp. 100-128.
- Transport, S. P. (1968, 03 15). *Arrêté royal du 15 mars 1968 portant règlement général sur les conditions techniques auxquelles doivent répondre les véhicules automobiles et leurs remorques, leurs éléments ainsi que les accessoires de sécurité*. Récupéré sur [code-de-la-route.be: https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1968031501~fhniyzocos](https://www.code-de-la-route.be/fr/reglementation/1968031501~fhniyzocos)
- Williamson.Olivier. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 567-591.
- Zingales, L. R. (2000). The cost of diversity : The diversification discount and inefficient investment. *Journal of Finance*, 55, 35-80.
- Zorn, L. (2007). Le calcul du coût des capitaux propres des entreprises canadiennes et américaines. *REVUE DE LA BANQUE DU CANADA*, 29-38.