

L'avantage principal de la formule de Black & Scholes est de permettre d'obtenir aisément une bonne approximation de la valeur d'un instrument optionnel peu complexe lorsque certaines conditions sont réunies (liquidité du sous-jacent, possibilité d'arbitrage,...).

Les autres modèles sont donc souvent plus adaptés.

La valeur d'un BSA proche de 10 % de la valeur d'un sous-jacent n'est pas une vérité absolue. En effet, elle ne tient pas compte des différentes caractéristiques spécifiques de chaque outil optionnel et de l'entreprise concernée. Pour éviter tout risque fiscal, l'évaluation doit être documentée et « démontrable ». Les rapports d'évaluation doivent faire preuve d'un minimum de transparence et de pédagogie.

## / POINTS D'ATTENTION DANS LE CADRE D'UNE ÉVALUATION DE « MANAGEMENT PACKAGE »

Liste comparative des points d'attention lors d'une évaluation de produits complexes au sein de management packages :

Points d'attention dans le cadre d'une évaluation de management packages	
1. Justification du caractère risqué du management package	
2. Produits optionnels et conditions d'exercibilité complexes donc très difficiles à évaluer avec des modèles de valorisation d'options classiques	
3. Hypersensibilité aux paramètres de l'évaluation	
4. Volatilité future : problématique majeure des modèles d'évaluation de Management Packages	
5. Prise en compte du caractère spécifique du manager dans l'évaluation des management packages (situation personnelle)	
6. Analyse des contrats définissant l'opération	
7. Analyse fine de l'évolution du sous-jacent	
8. Le taux d'actualisation doit refléter le risque afférent à l'investissement et le rendement attendu par les investisseurs	
9. Évaluation des décotes (illiquidité, Bad Leaver, Good Leaver)	

## / MÉTHODOLOGIE PROPOSÉE

Points d'attention dans le cadre d'une évaluation de management packages	Méthodologie proposée
<b>Justification du caractère risqué du management package</b>	- Évaluation multicritère pour répondre aux exigences de l'administration fiscale - Rapport détaillé et pédagogique : réduction du risque de requalification par l'administration fiscale, des gains engendrés par ces produits complexes en salaires.
<b>Produits optionnels et conditions d'exercibilité complexes donc très difficiles à évaluer avec des modèles de valorisation d'options classiques</b>	- Modèle Black & Scholes jugé non pertinent pour des conditions d'exercibilité complexes - Méthode interne permettant de prendre en compte tout type de critères spécifiques d'exercibilité des produits complexes de type BSA.
<b>Hypersensibilité aux paramètres de l'évaluation</b>	- Étude de la sensibilité de la valorisation à différents paramètres (volatilité du sous-jacent, seuil d'activation des produits, durée potentielle d'investissement, taux d'actualisation et décotes, etc.).
<b>Volatilité future : problématique majeure des modèles d'évaluation de Management Packages</b>	- L'estimation délicate de la volatilité est source de sensibilité trop importante : nous évitons d'utiliser des modèles de type Black & Scholes. - Dans les modèles de types arbres recombinants, nous retenons, lorsque cela est possible, la volatilité du sous-jacent inhérente au plan d'affaires fourni par la société.
<b>Prise en compte du caractère spécifique du manager dans l'évaluation des management packages (situation personnelle)</b>	- Prise en compte au moyen de différentes décotes explicitées et argumentées (inaccessibilité, illiquidité...)
<b>Analyse des contrats définissant l'opération</b>	- Analyse des différents contrats de l'opération préalablement à l'évaluation - Construction d'un jugement et prise en compte des risques associés dans l'évaluation (décotes et primes considérées)
<b>Analyse fine de l'évolution du sous-jacent</b>	- Estimation ou analyse critique de l'évolution du sous-jacent préalablement à l'évaluation du management package - Retranscription de manière la plus fine possible des seuils d'exercibilité des options (réduire l'impact de la sensibilité de la valorisation des options à l'évolution du sous-jacent)
<b>Le taux d'actualisation doit refléter le risque afférent à l'investissement et le rendement attendu par les investisseurs</b>	- Justification précise des différentes hypothèses constituant ce taux d'actualisation (déterminé sur la base du modèle MEDAF)

<sup>1</sup> Il a été développé par Phelim Boyle en 1986. Il s'agit d'une extension du modèle d'évaluation d'options binomial, et est conceptuellement similaire.

# La position des tribunaux

## Deux arrêts récents de la juridiction administrative intéressent les praticiens



Par Thierry Saint-Bonnet

Membre du collège des experts en évaluation d'entreprises certifiés CCEF, expert près la Cour d'appel de Paris

La jurisprudence de l'ordre judiciaire et celle de l'ordre administratif ont régulièrement l'occasion de se prononcer sur le contentieux de l'évaluation d'entreprises et de droits sociaux.

Notre propos n'est pas de présenter un panorama exhaustif des décisions rendues au cours des dernières années, mais de souligner, pour les praticiens de l'évaluation, l'intérêt de deux arrêts récents.

### 1/ LA JURISPRUDENCE RECONNAÎT LA POSSIBILITÉ D'APPLIQUER UNE DÉCOTE POUR « HOMME-CLÉ »

La Cour administrative d'appel de Bordeaux a jugé le 22 novembre 2016 <sup>1</sup> qu'il convenait de tenir compte de l'incidence sur la valeur des droits sociaux des risques liés à la forte dépendance à un cadre salarié, également associé, qui occupait dans la société un positionnement d'« homme-clé ». En conséquence, elle a admis une décote supplémentaire de 10 %.

L'Administration s'étant pourvue devant le Conseil d'Etat, les observations suivantes sont formulées sous réserve de confirmation par la Haute Assemblée.

#### 1.1 La jurisprudence antérieure

Dans son rapport, le rapporteur public a rappelé qu'était inédite, en jurisprudence, l'incidence sur la valeur de droits sociaux non cotés d'une dépendance excessive de la société vis-à-vis d'un homme-clé.

#### 1.2. La doctrine administrative

Le Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, publié par la DGFIP en 2006, n'a pas de valeur juridique. En pratique, il est cependant très utilisé par les vérificateurs et peut être considéré comme exprimant la doctrine de l'Administration fiscale.

C'est ainsi que le Guide recommande de prendre en compte « les risques éventuels liés à une forte dépendance de l'entreprise à son dirigeant ou à un membre de l'équipe dont le talent ou le savoir-faire participe à la renommée de l'entreprise ».

Le rapporteur public a repris cette argumentation et a indiqué que l'Administration fiscale devait tenir compte de cette situation et appliquer une décote pour dépendance.

#### 1.3. La position du contribuable

La société a souligné la dépendance excessive qu'exerçait dans son activité l'un de ses salariés, par ailleurs associé. Elle a démontré cette situation grâce à des justifications précises. L'examen du dossier a confirmé les arguments avancés par le contribuable et emporté la conviction de la Cour.

#### 1.4. La pratique des évaluateurs

Cette question n'est pas inédite pour les praticiens. Les experts en évaluation intègrent ce risque dans la construction du taux d'actualisation, en cotant ce paramètre (management, homme-clé, ...) et en le pondérant en fonction de l'analyse de l'entreprise.

#### 1.5. Attention toutefois à la redondance

A ce stade, il convient d'être attentif à l'application systématique d'une décote spécifique pour homme-clé dans l'évaluation des titres. En effet, ce paramètre a pu être, en tout ou partie, intégré dans les méthodes d'évaluation.

Pour les méthodes permettant de déterminer directement la valeur des titres (valeur mathématique, utilisation d'un PER, ...), la décote sera directement applicable sur les droits sociaux.

En revanche, lorsque les méthodes aboutissent à une valeur de l'activité (VE) à laquelle s'ajoute ou se retranche le financement, il convient d'appliquer la décote sur la seule valeur d'activité, car la trésorerie ou les dettes financières n'ont pas à être impactées par ce risque. Cette situation se rencontre en cas de mise en œuvre des DCF ou l'utilisation de multiples.

En conclusion, il est nécessaire de s'assurer en cas d'application d'une décote pour « homme-clé », que le risque n'a pas déjà été pris en compte par ailleurs. Sous le bénéfice de cette observation, l'évolution de la jurisprudence va donc dans le bon sens et on peut espérer que le Conseil d'Etat confirmera la décision novatrice de la Cour de Bordeaux.

## 2/ POUR LE CONSEIL D'ÉTAT, LA MÉTHODE D'ÉVALUATION PAR COMPARAISON NE PEUT ÊTRE COMBINÉE AVEC D'AUTRES MÉTHODES

Le Conseil d'Etat a apporté, dans un arrêt en date du 21 octobre 2016<sup>1</sup> des précisions inédites sur le contentieux de l'évaluation des titres non cotés. Selon la Haute Assemblée, la méthode « par comparaison » ne peut être combinée avec d'autres méthodes alternatives.

### 2.1. La hiérarchie des normes

La valeur vénale réelle de titres non cotés doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui résultant du jeu de l'offre et de la demande à la date à laquelle la cession est intervenue. Cette valeur doit être établie, en priorité, par référence à la valeur des autres titres de la société telle qu'elle ressort des transactions portant à la même époque, sur ces titres dès lors que cette valeur ne résulte pas d'un prix de convenance précise le Conseil d'Etat. Priorité est donc donnée à la méthode par comparaison, conformément à la jurisprudence constante du Conseil d'Etat et celle de la Cour de cassation.

Il est également admis que la valeur de comparaison soit déterminée par référence à des transactions ayant lieu sur des titres d'autres sociétés considérées comme comparables [CE 20 décembre 2011, n° 313435, société Boulogne Distribution].

Toutefois, en l'absence de transactions comparables, l'Administration fiscale peut légalement se fonder sur l'une des méthodes alternatives :

- valeur mathématique,
- valeur de productivité,
- marge brute d'autofinancement,
- multiples de l'EBE ou du REX.

Ensuite, pour dégager la valeur moyenne de l'entreprise, il est procédé à une pondération des résultats obtenus par les différentes méthodes. La pondération est notamment fonction de la taille de l'entreprise, de la nature de l'activité, du quantum de titres détenus, ...

Là encore, il y a convergence des juridictions administrative et judiciaire.

Cette démarche combinant méthodes et pondération est différente de celle des praticiens qui mettent en œuvre une approche multicritère, expliquent et justifient leurs choix. Il va sans dire que la discordance de méthodologie entraîne de nombreux contentieux.

### 2.2. L'innovation du Conseil d'Etat

Le Conseil d'Etat innove dans l'arrêt du 21 octobre 2016, en précisant qu'il est impossible de « procéder par combinaison entre la méthode par comparaison et l'une ou plusieurs des méthodes alternatives ». Si elle est pertinente, l'Administration fiscale est fondée à opposer les prix qui ont été stipulés dans les transactions invoquées, si elle ne l'est pas, elle doit recourir aux méthodes subsidiaires pour motiver les rectifications qu'elle entend opérer.

Le rapporteur public souligne qu'admettre une combinaison entre la méthode par comparaison et les autres méthodes serait une forme de remise en cause de la priorité reconnue à l'évaluation d'après les prix de transactions sur les mêmes titres.

### 2.3. La suite n'est pas encore écrite

Cette décision a le mérite de rendre plus claires les modalités de mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation, mais laisse encore planer des incertitudes.

En premier, elle s'oppose à la doctrine de l'AMF pour qui les transactions significatives (blocs de contrôle) sont analysées avec les résultats obtenus par les autres méthodes d'évaluation. Il est vrai que les experts indépendants ne combinent et ne moyennent pas les valeurs obtenues, mais déterminent un intervalle de valeurs.

Ensuite, le rapporteur public émet des doutes sur la pertinence d'une hiérarchie entre une évaluation par référence à des transactions portant sur des « titres similaires » à ceux ayant fait l'objet de la transaction contestée et celle découlant des méthodes dites subsidiaires. Il estime qu'il serait opportun que la Haute Assemblée se prononce sur ce point, mais la présente affaire ne lui fournirait pas cette occasion. Or, de nombreuses évaluations sont faites par les praticiens sur la base de multiples. Il semblerait judicieux que les praticiens ne négligent pas la jurisprudence du Conseil d'Etat et complètent leur approche. En tout état de cause, la référence à l'arrêt Boulogne Distribution est une bien timide application de l'approche comparative (externe).

Enfin, la recherche de la transaction comparable est assez prisee dans l'approche « juridique » de l'évaluation, l'exercice consiste en un simple constat et non en une reconstitution, c'est a priori plus confortable, mais quelle garantie a-t-on sur la détermination du « juste prix » ?

Certains auteurs<sup>2</sup> y voient un rapprochement avec la norme IFRS 13 sur la « juste valeur », l'observation est pertinente car emprunte en outre de bons sens, mais d'autres réfutent les relations trop étroites entre comptabilité et évaluation<sup>3</sup>.

Enfin, en matière de transactions comparables, on a plus souvent à faire à des jumeaux dizygotes qu'à des jumeaux monozygotes, aussi il paraît judicieux de conforter la valeur apparente par une approche financière. Il est prudent de ne pas se contenter d'observer mais de procéder à une reconstitution pour valider la valeur stipulée. C'est le rôle des experts.

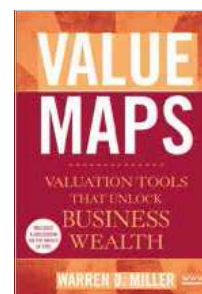
<sup>1</sup> CAA Bordeaux, 3ème ch, 22 nov. 2016, n° 14BX03020, Sté Mediafi, note Th. SAINT-BONNET : Juris Data n° 2016-029917 Dr. fisc. n° 23 du 8 juin 2017

<sup>2</sup> CE 10ème et 9ème ch., 21 octobre 2016, n° 390421, société France Elévateur, FR Francis Lefebvre 49/16.1.

<sup>3</sup> J. HERENBERG – Evaluation de titres de sociétés non cotées : la jurisprudence récente confirme avant tout le besoin d'expertise en évaluation et l'importance des analyses stratégiques et financières préalables – Association des Experts en Evaluation d'Entreprises [A3E] – Lettre trimestrielle n° 18 – 1er trimestre 2017

<sup>4</sup> P. QUIRY et Y. LE FUR – Comptabilité et évaluation : Six points de controverse – La Lettre Vernimmen n° 103 – Décembre 2011

# Fiches de lecture



## VALUE MAPS

Valuation tools that unlock business wealth

Warren D. Miller

CFA (Chartered Financial Analyst - Auditeur financier), ASA (Accredited Senior Appraiser - Evalueateur certifié), CPA (Certified Public Accountant - Expert-comptable) est le co-fondateur, avec son épouse, d'une firme d'évaluation, M&A, stratégie, etc.

**Son credo :** la mission de l'évaluateur n'est pas de se contenter de dire combien vaut l'entité, mais pourquoi elle vaut ce qu'il a déterminé.

Dans son livre, il partage son savoir et son expérience pratique. Après avoir rappelé les fondamentaux de l'analyse stratégique (le management stratégique - l'école US de l'organisation industrielle - la théorie des organisations - l'économie évolutionniste - l'école autrichienne), l'auteur expose la façon dont il a mobilisé ces connaissances théoriques pour conduire ses propres missions d'évaluation.

Après quelques rappels de bon sens (Visiter l'entreprise et rencontrer le(s) prescripteur(s) préalablement à toute acceptation de la mission - Refuser la mission si on perçoit d'emblée une forte réticence au diagnostic/changement ou en cas de méconnaissance profonde du secteur), l'auteur présente sa démarche : une analyse du macro environnement, au travers de 6 forces identifiées (Économie - Innovation - Mode de vie et système de valeur - Démographie - Catastrophes - Politique), suivie d'une analyse sectorielle, au travers des 5 forces de Porter auxquelles est ajoutée l'appréciation des métiers complémentaires, pour enfin étudier l'entité par le biais d'une matrice SPARC (Strategy-People-Architecture-Routines-Culture). Ce n'est qu'à l'issue de cette préanalyse que l'auteur mobilise les ratios financiers traditionnels et autres indicateurs de valeurs, et s'entretient avec les personnels de l'entité, pour procéder à son diagnostic, suivi de la valorisation. Son expérience sur le terrain l'a conduit à distinguer 3 profils d'entrepreneurs, ayant chacun un comportement type au regard de l'analyse SPARC : l'expansionniste - le prospecteur - l'indécis. En illustration de son propos, l'auteur nous relate plus d'une vingtaine de missions réalisées, en exposant les indicateurs et/ou inducteurs de valeur identifiés, le diagnostic formulé et les solutions proposées.

## Abonnement à la revue Convergence

6 avenue Mac Mahon - 75017 PARIS

ccefsl@orange.fr

Tél. 01 44 94 27 70 - Fax 01 44 94 14 89

www.ccef.net

1 an  
40€



Soit l'abonnement annuel à 48 euros TTC,  
Numéro à l'unité 16 euros TTC.