



Supplique pour une modernisation du guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés

Par **Thierry Saint-Bonnet**, expert-comptable, commissaire aux comptes, expert près la Cour d'appel de Paris, membre du collège des évaluateurs de la Compagnie des conseils et experts financiers

1	Évaluation d'entreprise : quels constats ?	33
2	Incorporels : les préconisations du Guide de l'évaluation de l'administration	41
3	Incorporels : la méthode de la survalueur ou du goodwill, mal appliquée voire inapplicable	45
4	Le concept de fonds de commerce pour les évaluateurs	50
5	Évaluation d'entreprise : vers une pratique convergente ?	61

L'auteur remercie Jean-François Pansard et Pierre Préau pour leur apport respectif.



Le dossier analyse les problématiques récurrentes rencontrées par les praticiens et ouvre une réflexion pour une démarche expertale de l'administration.

Quelles difficultés rencontrent les praticiens face au Guide de l'administration sur l'évaluation des entreprises et des droits sociaux publié en 2006 ?

Tout d'abord, si l'analyse de l'entreprise est qualifiée de démarche préalable essentielle par le

Guide, la prise de connaissance de l'entreprise à évaluer est difficile pour les vérificateurs qui ne disposent pas toujours des informations sur son business model. Ainsi, les agents des impôts peuvent entamer une procédure de rectification vécue comme déjà contentieuse par le contribuable, car très formalisée. Un dialogue minimum précédant une éventuelle procédure de redressement serait donc souhaitable.

En outre, la valeur est rarement traduite dans les comptes, les valorisations de droits sociaux pouvant atteindre 2 à 3 fois les capitaux propres comptables, le Guide reste cependant conservateur sur la valorisation des incorporels. Pourtant, seules deux démarches, utilisées par les praticiens mais sur lesquelles la jurisprudence est assez conformiste et le Guide quelque peu réservé, offrent une approche économique pertinente :

- la méthode intrinsèque, par les flux de trésorerie actualisés (DCF) ;*
- la méthode comparative, par les multiples de sociétés comparables.*

Par ailleurs le Guide n'est pas une interprétation formelle de la loi fiscale dont les contribuables peuvent se prévaloir (LPF art. L. 80 A ; CE 16 octobre 2013, n° 339165 et 339166). Selon la Haute Assemblée, le Guide, dont l'objet était et reste de placer les contribuables en situation d'égalité vis-à-vis de l'administration, n'a pas de caractère normatif (rép. Geng n° 26989, JO 31 août 1987, AN quest. p. 4862). La réponse ministérielle précitée ajoutait que bien que les méthodes exposées soient couramment utilisées par les experts privés et que les services d'évaluation y aient très fréquemment recours, les contribuables comme l'administration peuvent mettre en œuvre d'autres moyens pour déterminer la valeur vénale réelle.

Les agents chargés du contrôle n'ont pas pour autant toute latitude : l'administration devant faire la preuve des insuffisances ou majorations d'évaluation, elle ne saurait s'écarter de façon trop marquée des principes communément admis. En d'autres termes, l'administration doit adopter une démarche expertale et se conforter à l'état des techniques financières.



1 Évaluation d'entreprise : quels constats ?

On constate en pratique que l'étape d'analyse préalable de l'entreprise à évaluer est souvent négligée voire ignorée et que la phase contentieuse avec l'administration fiscale s'engage souvent trop vite.

LES PRÉCONISATIONS DU GUIDE DE L'ÉVALUATION DE L'ADMINISTRATION

Une analyse approfondie de la réalité de l'entreprise à évaluer

Guide de l'administration fiscale sur l'évaluation des entreprises et des droits sociaux
Dans son préambule, le Guide sur l'évaluation des entreprises et des droits sociaux de l'administration fiscale (le Guide) annonce qu'au-delà des actualisations techniques indispensables depuis la précédente édition de l'ouvrage qui remontait à 1982, le Guide 2006 a été l'occasion d'insister sur une exigence fondamentale pour les services fiscaux : celle de faire reposer l'analyse approfondie et individualisée de toute entreprise à évaluer sur un échange contradictoire avec le contribuable (https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3_Documentation/guides_notices/guide_eval_entreprises.pdf).

Le Guide devait ainsi constituer un outil de communication entre l'administration et les usagers et laisser une place importante au dialogue.

Ligne de conduite basée sur une analyse approfondie de la réalité de l'entreprise à évaluer – Il était également précisé que le Guide n'avait pas pour objet de fournir des formules de calcul mécaniquement applicables, mais bien une ligne de conduite plus large, reposant sur une analyse approfondie de la réalité de l'entreprise à évaluer. Dès le premier chapitre, il est affirmé que l'évaluation des entreprises repose sur une analyse du bien à évaluer et le recours à différentes méthodes d'évaluation.

Préalable essentiel : une analyse économique générale et une analyse financière adaptée

Procéder à une analyse économique et financière pertinente – Une analyse, même sommaire (mise en lumière et/ou en perspective de certains ratios, comme ceux de l'endettement, de la capacité d'autofinancement...) ainsi que les principales données économiques de l'entreprise et du secteur dans lequel elle évolue, sont de nature à influencer fortement sur les différents paramètres de l'évaluation, préfigurant même le choix des méthodes qui seront retenues. En d'autres termes, le Guide encourage vivement les utilisateurs à effectuer, avant toute démarche, une analyse économique générale et une analyse financière adaptée.

Les éléments intrinsèques et extérieurs à l'entreprise ont notamment pour objet d'illustrer l'impact de cette étude préalable sur chaque étape de l'évaluation, afin d'éviter l'erreur qui consisterait, à partir des trois dernières liasses fiscales et de manière théorique, à



déterminer les différentes valeurs de l'entreprise, puis à les combiner. Concrètement, afin d'établir l'analyse la plus précise possible, les éléments qui suivent devront être soigneusement examinés.

Bien entendu, les listes des éléments internes et externes à l'entreprise présentées ci-après ne sont pas limitatives.

Éléments intrinsèques à l'entreprise – Les éléments intrinsèques, internes, à l'entreprise qu'il convient de prendre en compte lors de l'analyse économique et financière sont les suivants :

- la valeur vénale des éléments de l'actif immobilisé ;
- l'aptitude à produire des bénéfices ;
- les ressources humaines (le nombre de salariés, éventuellement l'adéquation des effectifs ou la pyramide des âges, par exemple, ou encore la valeur des équipes) ;
- 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 ;
- la structure financière ;
- l'endettement ;
- les engagements hors bilan.

À ce stade, on relève une certaine prédominance de l'approche patrimoniale qui est soulignée d'emblée. Cela se traduit dans les propositions de rectification qui débudent toujours par la mise en œuvre de la méthode mathématique ou patrimoniale.

Éléments extrinsèques à l'entreprise – Les éléments externes à l'entreprise qu'il convient de prendre en compte lors de l'analyse économique et financière sont les suivants :

- l'activité (créneau porteur ou non) ;
- la concurrence dans le secteur ;
- la conjoncture propre au secteur d'activité, par exemple la législation sur l'environnement et la pollution.

Prise en compte des perspectives d'avenir de l'entreprise

Le Guide prescrit également d'envisager les perspectives d'avenir de l'entreprise. À cet égard, il convient de dégager, à partir des éléments propres à l'entreprise ou extérieurs, en germe à la date du fait générateur, les perspectives d'avenir de l'entreprise, notamment par une étude de l'évolution du chiffre d'affaires, du bénéfice, de la marge brute d'autofinancement, du résultat d'exploitation.

Par ailleurs, en lien avec l'analyse des ressources humaines, il est possible, depuis le 1^{er} janvier 2005, de prendre en compte les perspectives défavorables liées au décès du dirigeant pour l'évaluation de l'entreprise ou des titres figurant dans sa succession (CGI art. 764 A).

Il faut observer que le Guide avait bien perçu l'importance dans l'évaluation d'une entreprise de l'homme clé. Cette caractéristique a trouvé une confirmation jurisprudentielle (CAA Bordeaux 22 novembre 2016, n°14BX03020 ; Th. Saint-bonnet, « Évaluation de droits sociaux : une nouvelle décote est applicable, mais attention au risque de doublon ! », Revue de droit fiscal n° 23 du 8 juin 2017).

UNE DÉCOTE « HOMME-CLÉ » PEUT ÊTRE APPLIQUÉE Dans l'arrêt de la cour administrative d'appel de Bordeaux, une société du secteur immobilier avait cédé des actions d'une société A à une société B au prix unitaire de 100 €. L'administration avait rectifié le prix de cession unitaire pour le porter à 706 €, qu'elle estimait être la valeur vénale. Cette évaluation résultait de la combinaison de la valeur



mathématique et de la valeur de productivité, puis de l'application d'une décote générale de 30 % pour tenir compte de la difficile liquidité des titres et du caractère minoritaire de la participation cédée. La cour administrative d'appel de Bordeaux a porté cette décote de 30 à 40 % pour prendre en compte les risques liés à la forte dépendance de la société à un cadre salarié qui occupe en son sein une position d'« homme-clé » (CAA Bordeaux 22 novembre 2016, n°14BX03020).

Bien entendu, ces éléments n'ont pas tous le même poids dans la détermination de la valeur, certains constituent la base même de l'évaluation (valeur vénale des éléments d'actif, productivité, excédent brut d'exploitation, marge brute d'autofinancement), d'autres sont des éléments d'appréciation complémentaires venant aménager et affiner la valeur précédemment déterminée.

Le Guide recommande aussi d'examiner le mode de financement de l'entreprise.

Quant à la bonne marche d'une entreprise, elle dépend, par exemple, des éléments suivants :

- les conditions du marché et de la concurrence ;
- les produits mis en vente ou des prestations de service ;
- la technologie et des procédés de fabrication ;
- la qualité des décisions prises par le ou les dirigeant(s).

En outre, le Guide préconise d'étudier les hypothèses de croissance ou de difficultés persistantes qui doivent conduire à une modulation des valeurs moyennes ou théoriques et à des ajustements des paramètres d'évaluation (pondération des méthodes, modulation des taux de capitalisation, application de primes ou de décotes...).

LA DÉMARCHE DES PRATICIENS DE L'ÉVALUATION

Ne pas négliger l'analyse de l'entreprise

Les louables intentions du Guide sont reconnues positives par les évaluateurs d'entreprises. Cependant, la démarche relative à l'analyse de l'entreprise, qualifiée de démarche préalable essentielle, est souvent insuffisante et fréquemment négligée ou difficile, voire impossible, en pratique à mettre en œuvre. L'analyse stratégique est qualifiée de première étape de l'évaluation d'entreprise par Jean-François Pansard. La Commission « Évaluation » de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) a publié un guide professionnel sur le sujet pour souligner l'importance de la démarche (CNCC, « Diagnostic stratégique, évaluation, prévisions, transactions », coll. Guides professionnels, octobre 2017). La doctrine universitaire souligne également le caractère incontournable de l'analyse dans le déroulé d'une évaluation.

Croire que l'on peut évaluer une entreprise sur la base de ses seuls états financiers serait une grave erreur

Le Professeur Arnaud Thauvron précise que préalablement à la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, il est nécessaire de recueillir de l'information sur la société et son environnement (A. Thauvron, « Évaluation d'entreprise », ch. 1, Economica, 4^e éd., 2013). Cette étape est incontestablement la plus longue et la plus délicate. En effet, la difficulté d'une évaluation d'entreprise ne réside pas dans l'application des méthodes de valorisation, mais dans le recueil d'informations pertinentes dans leur traitement et leur mise en perspective avec les données économiques et sectorielles. Croire que l'on peut évaluer une entreprise sur



l'unique base de ses états financiers serait une grave erreur. S'ils peuvent constituer un point de référence, ils ne permettent en aucune façon d'estimer la valeur d'une société à eux seuls.

Cette phase de recueil et de traitement de l'information est d'autant plus longue que la société est complexe et que l'évaluateur est extérieur à cette dernière.

Effectuer une analyse stratégique, même pour l'évaluation des petites entreprises

Mise en perspective de l'entreprise à évaluer – Les propos du Professeur Thauvron (voir ci-avant) peuvent être complétés par les recommandations de Jean-François Pansard qui résume comme suit la démarche à adopter (J-F Pansard, « L'analyse stratégique, première étape de l'évaluation d'entreprise », module de formation CCEF « Spécialisation en évaluation d'entreprises », 2019). **Toute évaluation d'entreprise doit commencer par une analyse stratégique.** On entend par là une mise en perspective de l'entreprise sur son marché, de la structure de celui-ci et des tendances lourdes qui peuvent l'affecter. Cette analyse doit comprendre l'identification des forces et des faiblesses propres à l'entreprise.

Contrairement à une idée souvent entendue, l'analyse stratégique est une phase nécessaire même pour l'évaluation de petites entreprises. Elle est malheureusement fréquemment négligée par beaucoup de professionnels (y compris par les vérificateurs).

Dans ce domaine, l'évaluateur souffre de plusieurs handicaps :

- il n'est pas nécessairement familier du secteur dans lequel évolue la firme, mais il ne faut pas non plus qu'il soit trop spécialiste au risque d'un raisonnement mécanique ;
- il n'a pas toujours les informations qui lui permettraient de décomposer la performance de l'entreprise selon les couples produits/marché ;
- l'histoire de l'entreprise est souvent revisitée par les dirigeants sous forme d'une rationalisation a posteriori qui néglige les événements extérieurs sur lesquels ils n'ont pas de prise.

En sens inverse, l'analyste extérieur a l'avantage de moins subir l'influence de la culture interne de l'entreprise, car il conserve une certaine distance avec celle-ci.

L'exercice reste néanmoins particulièrement difficile et on peut constater que les erreurs principales en matière d'évaluation ont pour origine cette phase du processus.

En effet, évaluer une entreprise revient en dernière analyse à faire une hypothèse sur ses performances futures. Ces performances sont la conséquence des choix stratégiques, de leur adaptation à l'environnement et de la cohérence entre les moyens mis en œuvre et les objectifs poursuivis.

Ne pas se focaliser sur les performances passées – L'analyste ne doit pas se contenter de supposer que les performances passées vont se poursuivre dans l'avenir sans en avoir compris les causes réelles. L'erreur à ne pas commettre est d'extrapoler les résultats des dernières années sans réaliser à quel point ils peuvent être liés à des circonstances particulières.

Quid des facteurs humains ? – Une autre façon superficielle de prendre le problème est de considérer que le facteur humain étant essentiel, une bonne équipe de direction sera capable de s'adapter à des circonstances changeantes. Si cette approche peut avoir du sens lorsque l'entreprise atteint une certaine taille et bénéficie d'une équipe de direction



nombreuse, elle est bien entendu dépourvue d'efficacité lorsqu'on examine une PME dans le cadre d'un changement de dirigeants.

Pas de grille d'analyse standard – Tous les analystes rêvent de disposer d'un questionnaire universel permettant en quelques heures d'identifier les facteurs clés de succès, les forces et les faiblesses et les risques majeurs qui menacent l'entreprise. Malheureusement, chaque entreprise est un cas particulier et l'outil universel n'existera probablement jamais. De plus, il n'est pas de théorie normative de la stratégie d'entreprise et toutes les tentatives pour concevoir des théorèmes généraux se sont soldées par des échecs.

La stratégie n'est pas un domaine purement intuitif – La tentation est donc grande de considérer que la stratégie est un domaine purement intuitif dans lequel la rationalité n'a pas sa place. Il n'en est rien même si le système de croyances de la plupart des entreprises contient souvent des éléments fondés sur l'histoire de la firme dont la rationalité échappe aux observateurs.

LA PRATIQUE OBSERVÉE DE L'ADMINISTRATION

Une démarche des vérificateurs sérieuse et documentée...

Les bases techniques et documentaires généralement utilisées – À la lecture de ce qui précède, on relève des intentions louables communes entre la démarche du Guide et celle des praticiens.

Force est de constater que sur le terrain les comportements sont différents. Dans le cadre de ce dossier, on s'intéressera davantage à la démarche des vérificateurs et aux conditions de leur intervention.

En ce qui concerne les agents de la Direction des vérifications nationales et internationales (DVNI), ceux-ci ont reçu une formation adéquate et bénéficient de conditions d'interventions favorables (base de données financières, documentation...). Leur pratique régulière des évaluations d'entreprises et de valorisation d'incorporels ainsi que leurs contacts fréquents avec les praticiens privés conduisent à des échanges souvent âpres, mais sérieux au plan technique donc plutôt constructifs.

Le plus souvent, les vérificateurs ont les moyens matériels de s'informer sur les évolutions sectorielles. Ils disposent de bases documentaires internes et externes qui leur permettent de connaître le secteur et la place de l'entreprise vérifiée dans celui-ci. En revanche, au niveau local, et bien qu'il semble se mettre en place des brigades spécialisées en évaluation, les relations avec les contribuables et leurs conseils demeurent assez chaotiques.

Les démarches observées en pratique – À ce stade, deux démarches peuvent être observées. Lors d'une vérification de comptabilité, une cession de titres peut être analysée par l'inspecteur d'une manière inopinée. Dans ce cas, le vérificateur a déjà pris connaissance de l'entreprise et peut obtenir des informations puisqu'il est sur place et au contact des personnes pouvant fournir des explications. Un dialogue contradictoire peut alors s'engager.

Cependant, cette situation n'est pas la plus fréquente, car souvent le contrôle se fait sur dossier et l'étape d'analyse de l'entreprise n'est pas mise en œuvre. En effet, l'administration peut contrôler les prix ou valeurs portés dans les actes ainsi que les déclarations et procéder, le cas échéant, aux redressements correspondants en respectant la procédure de rectification contradictoire (LPF art. L. 55 et L. 57 à L. 61). Par contre, la procédure de



rectification contradictoire n'est pas applicable dans les cas de taxation ou d'évaluation d'office des bases d'imposition, ce qui prive les contribuables concernés des droits et garanties prévus dans le cadre de cette procédure.

...mais le dialogue reste parfois difficile avec l'administration

Une approche orientée – S'agissant des agents chargés du contrôle, les agents de l'administration des impôts peuvent assurer le contrôle et l'assiette de l'ensemble des impôts ou taxes dus par le contribuable qu'ils vérifient (LPF art. L. 45-1°).

Les contrôles sont effectués par les fonctionnaires de la DGFiP appartenant à des corps de catégories A et B. Ces agents sont notamment compétents pour contrôler et liquider les droits d'enregistrement, la taxe de publicité foncière, l'ISF devenu l'IFI, ainsi que les droits de timbre et taxes assimilées, lorsque est situé dans le ressort territorial de leur service d'affectation :

- soit le lieu de dépôt des actes ou déclarations ;
- soit le lieu de situation ou d'immatriculation du bien servant à la base des impositions, taxes et redevances ou, s'agissant de titres, le lieu de souscription de la déclaration des résultats par la société émettrice ou le lieu de situation des biens servant à la détermination de la valeur de ces titres.

En matière de donations, de successions et d'ISF-IFI, les agents des impôts se baseront uniquement sur les déclarations souscrites au cours des trois dernières années par l'entreprise à évaluer.

Comme déjà évoqué, il en est souvent de même pour les vérifications des plus-values de cession de titres apparaissant sur les déclarations d'impôt sur les revenus.

Il ressort de ces rappels que ce n'est pas la qualification des vérificateurs qui est en cause, mais leur manque de formation et l'absence de pratique de l'évaluation de l'entreprise et des droits sociaux. L'évaluation ressort d'une technique et de connaissances en finance qui doivent être complétées par une expérience spécifique. De ce fait, les agents des impôts adoptent souvent une démarche préétablie visant à démontrer la sous-évaluation ou la surévaluation des droits sociaux, au détriment d'une analyse objective et équilibrée.

Le choix des paramètres est alors systématiquement canalisé, ce qui nuit à la crédibilité de la démonstration et rend le dialogue difficile compte tenu de l'approche préorientée de l'administration.

Demande d'éclaircissements ou de justifications – Lorsqu'elle contrôle la déclaration d'ensemble des revenus, l'administration peut demander au contribuable des éclaircissements, c'est-à-dire des commentaires ou des informations sur les mentions portées sur ses déclarations (LPF art. L. 16 et L. 16 A).

Elle peut également requérir du redevable des justifications, c'est-à-dire la production de documents sur, notamment, les éléments servant de base à la détermination des gains de cession de valeurs mobilières ou de droits sociaux et des plus-values de cession d'immeubles ou de biens meubles.

Ces demandes d'éclaircissements ou de justifications doivent indiquer explicitement les points sur lesquels elles portent et prévoir un délai de réponse qui ne peut être inférieur à deux mois. L'administration peut accorder un délai de réponse complémentaire au contribuable qui en fait la demande écrite.



Une procédure distincte de demande d'éclaircissements ou de justifications existait en matière d'ISF (LPF art. L. 23 A). L'administration pouvait demander aux redevables assujettis à l'ISF, la composition et l'évaluation détaillée de l'actif et du passif de leur patrimoine et à tous les redevables, des éclaircissements et des justifications sur la composition de l'actif et du passif de leur patrimoine. La nouvelle rédaction du texte applicable à l'IFI reprend la rédaction appliquée précédemment à tous les redevables. L'administration est aussi fondée à interroger le redevable sur la façon dont il a déterminé l'évaluation de ses biens.

En l'absence de réponse du contribuable, ou si sa réponse est estimée insuffisante, par exemple parce qu'il n'aura pas fourni les pièces justificatives demandées, l'administration procède à la correction des omissions et insuffisances selon la procédure contradictoire prévue à l'article L. 55 du livre des procédures fiscales.

Suggestions d'amélioration de la procédure

Généraliser les demandes d'éclaircissements ou de justifications – Il conviendrait de généraliser les demandes d'éclaircissements ou de justifications, quitte à procéder à quelques ajustements législatifs, pour éviter les propositions de rectification directes qui sont assez souvent empruntes de contresens du fait de la méconnaissance des sociétés évaluées de la part des vérificateurs.

Une étape intermédiaire établirait le dialogue et permettrait de comprendre le positionnement du contribuable.

Désormais, le droit de reprise s'exerce conformément à la loi ESSOC, laquelle a modifié l'article L. 62 du livre des procédures fiscales (loi 2018-727 du 10 août 2018, art. 9) et fait évoluer la pratique du contrôle fiscal (A. Grevet, « Le juge de l'impôt et l'évaluation fiscale des titres non cotés », Revue de droit fiscal n° 2, janvier 2020).

LPF ART. L. 62 Si, dans un délai de trente jours à compter de la réception d'une demande mentionnée aux articles L. 10, L. 16 ou L. 23 A du présent code ou de la réception d'une proposition de rectification ou, dans le cadre d'une vérification de comptabilité ou d'un examen de situation fiscale personnelle, avant toute proposition de rectification, le contribuable demande à régulariser les erreurs, inexactitudes, omissions ou insuffisances dans les déclarations souscrites dans les délais, il est redevable d'un montant égal à 70 % de l'intérêt de retard prévu à l'article 1727 du code général des impôts.

Cette procédure de régularisation ne peut être appliquée que si :

- 1° elle ne concerne pas une infraction exclusive de bonne foi,
- 2° le contribuable dépose une déclaration complémentaire dans les trente jours de la demande de régularisation mentionnée au premier alinéa du présent article et s'acquitte de l'intégralité des suppléments de droits simples dus et des intérêts de retard calculés en application du même premier alinéa soit au moment du dépôt de cette déclaration complémentaire, soit, en cas de mise en recouvrement par voie de rôle, au plus tard à la date limite de paiement portée sur l'avis d'imposition. À défaut de paiement immédiat des droits simples ou, s'agissant des impositions recouvrées par voie de rôle, de paiement effectué au plus tard à la date limite de paiement portée sur l'avis d'imposition, le bénéfice de la réduction de l'intérêt de retard est conservé en cas d'acceptation par le comptable public d'un plan de règlement des droits simples.

Dès lors, le contribuable doit se voir ouvrir la faculté de modifier spontanément les insuffisances relevées par le service des impôts des entreprises dès la demande de renseignements. Concrètement, à ce stade, le service n'a pas à déployer une démonstration exhaustive et peut se limiter à relever que la référence à une cession antérieure significative des mêmes titres ou une analyse combinatoire mènerait à une évaluation significativement différente de cette retenue par le contribuable.



Des rapports apaisés entre l'administration fiscale et le contribuable – Ce dialogue minimum permettrait d'éviter les traumatismes nés de la réception soudaine d'une proposition de rectification parfois injustifiée en tout ou partie. On ne peut qu'encourager les mesures visant à des rapports apaisés entre l'administration et les contribuables.

En résumé, on constate en pratique que l'étape d'analyse préalable est souvent ignorée et que la phase contentieuse s'engage trop vite. L'évaluation d'entreprise ne ressortant pas de l'application directe de la loi fiscale, il serait souhaitable de reprendre les préconisations du rapport de juin 2008 du président Fouquet qui visait, en cas de désaccord, à faire intervenir un expert à un stade et selon des modalités à déterminer (« Améliorer la sécurité juridique des relations entre l'administration et les contribuables : une nouvelle approche » ; <https://www.vie-publique.fr/sites/default/files/rapport/pdf/084000360.pdf>).

Nonobstant, il est évident qu'une meilleure connaissance de l'entreprise permettrait d'éviter des incompréhensions regrettables à tous égards car elle est essentielle, aux propres dires du Guide.



2 Incorporels : les préconisations du Guide de l'évaluation de l'administration

La fiche 2 du Guide de l'administration dédiée aux méthodes d'évaluation consacre son premier développement à la valeur mathématique ou patrimoniale. Cette valeur s'obtient par la somme des valeurs vénales des différents éléments de l'actif, diminuée de la somme des éléments du passif réel et des provisions. Elle suppose un retraitement des bilans de façon à corriger les valeurs comptables pour les ramener aux valeurs réelles.

PRÉCONISATIONS DU GUIDE CONCERNANT LA VALEUR MATHÉMATIQUE OU PATRIMONIALE

Valeur mathématique ou patrimoniale

Valeur comptable : rappels – Les éléments d'actif sont enregistrés en comptabilité, donc apparaissent au bilan pour leur prix de revient ou leur valeur d'apport.

Certains biens (construction, matériel...) se déprécient avec le temps font l'objet d'amortissements qui sont la constatation comptable de cette dépréciation. De même, d'autres biens (fonds de commerce, terrains, créances sur les clients) peuvent faire l'objet de dépréciations, lorsqu'il est prévisible que leur valeur réelle est inférieure à leur valeur d'inscription dans le patrimoine.

La valeur d'entrée dans le patrimoine est appelée valeur brute comptable. La différence entre cette valeur et les amortissements ou dépréciations, qualifiée de valeur nette comptable (VNC), ne donne qu'une image imparfaite de la valeur du patrimoine réel de l'entreprise.

Détermination de la valeur vénale des éléments constitutifs de certains postes du bilan – Le bilan comptable est établi selon des règles qui ne sont pas toujours compatibles avec la réalité économique et financière, du fait notamment de :

- l'absence de comptabilisation de certains éléments incorporels (fonds de commerce ou d'industrie créés) ;
- l'évolution créée du marché (immeubles) ;
- la dépréciation monétaire ;
- l'existence de réserves occultes ;
- la surestimation (ou sous-estimation) de certains postes (provisions, par exemple).

Il faut donc procéder à un travail de retraitement des différents postes du bilan : ce retraitement, largement pratiqué par les experts privés, est désormais unanimement admis.

L'analyse du bilan permet d'apporter un certain nombre de corrections à la valeur comptable, et il convient d'examiner les différents postes.



Dans la présente étude, on se limitera aux immobilisations incorporelles qui représentent souvent une grande partie de la valeur de l'entreprise et qui sont les plus difficiles à apprécier.

Focus sur les immobilisations incorporelles

Ce poste peut avoir une importance conséquente et demande donc une étude approfondie.

Nature des immobilisations incorporelles – Il s'agit des actifs incorporels divers tels que la clientèle, le droit au bail, l'enseigne, le nom commercial, les droits de la propriété industrielle artistique ou littéraire (les marques, les brevets, les procédés de fabrication, les dessins industriels, les droits de production...), les autorisations administratives, les licences... qui constituent les éléments essentiels du fonds de commerce.

Cet ensemble constitue une universalité juridique des droits et valeurs au moyen desquels s'exerce un négoce ou une industrie et qui se compose d'éléments incorporels et d'éléments corporels.

Identifier les éléments présentant une valeur importante – La valorisation des immobilisations incorporelles nécessite la connaissance de leur nature exacte qui varie selon l'activité de l'entreprise et l'identification des éléments incorporels qui peuvent recouvrir une valeur importante. C'est ainsi que les marques de fabrique ou de distributeur, le nom commercial, les droits d'exploitation peuvent constituer le principal actif incorporel d'une entreprise commerciale ou industrielle. Ou encore, pour les commerces de gros ou de détail, la valeur de l'emplacement peut être très importante et, dans ce cas, la valeur du droit au bail doit être privilégiée.

LA DÉMARCHÉ PROPOSÉE PAR L'ADMINISTRATION

Les valorisations peuvent se faire selon la catégorie d'activité.

Pour le commerce de détail

Pour le commerce de détail, la valorisation s'effectue :

– soit par comparaison après étude de marché. Cette méthode est recommandée lorsqu'il existe un marché suffisamment ouvert qui permet de trouver des termes de comparaison. Notons qu'en la matière, l'administration doit motiver sa position en donnant le plus possible d'éléments circonstanciés, mais dans la limite des règles du secret professionnel (LPF, art. L. 57, al. 3 ; BOFIP-CF-IOR-10-30-27/02/2014 ; BOFIP-CF-IOR-10-10-31/01/2020). Les coefficients observés correspondant aux chiffres d'affaires TTC ou HT sont appliqués mutatis mutandis (toutes choses égales par ailleurs, c'est-à-dire en écartant les différences pour rendre la comparaison possible) ;

– soit en fonction des usages de la profession répertoriés dans des barèmes indicatifs.

Les deux méthodes peuvent se recouper mais, en l'absence de marché, les barèmes indicatifs constituent parfois la seule référence utilisable.

EN PRATIQUE La valorisation des fonds de commerce de détail comprend en général des éléments incorporels et les éléments corporels, comme le matériel, les agencements et installations nécessaires à l'exploitation et installés par le locataire. En revanche, les marchandises et le stock n'entrent pas dans la valeur du fonds.



Lorsque l'emplacement s'avère un élément intéressant, la valeur du fonds obtenue ne peut être inférieure à la valeur du droit au bail.

Pour le commerce de gros et les fonds d'industrie

En l'absence de marché, l'évaluation des éléments incorporels de ces fonds peut se faire selon une méthode forfaitaire :

- soit en pourcentage du chiffre d'affaires moyen hors taxe, dans une proportion généralement pratiquée de 4 % à 18 %, selon les performances et l'activité de l'entreprise, en cohérence éventuellement avec une année de marge brute ;
- soit en multiple, de 1 à 3, du bénéfice net moyen ;
- soit en multiple, de 1 à 2, du bénéfice net moyen s'il est majoré du salaire du dirigeant.

Lorsque l'emplacement tient une place importante, principalement pour les fonds de commerce de gros dans certains secteurs géographiques, la valeur du fonds obtenue par la méthode forfaitaire ne peut pas être inférieure à la valeur du droit au bail.

Certaines entreprises détiennent des éléments incorporels de grande valeur comme marques, noms, droits d'exploitation qu'il importe de valoriser, soit en recourant à une méthode spécifique, soit en utilisant la méthode de la survaleur ou goodwill qui correspond précisément aux éléments incorporels.

La valeur des immobilisations incorporelles obtenue par la méthode forfaitaire peut de toute façon toujours être utilement rapprochée de celle de la survaleur (voir partie 3 « Incorporels : la méthode de la survaleur ou du goodwill, mal appliquée voire inapplicable »). Il arrive que cette approche dégage un badwill. Dans ces conditions, l'évaluateur doit en tenir compte dans l'appréciation de la valeur mathématique.

Historique de la méthodologie proposée

On observera que cette pratique est directement issue de l'ouvrage de Pierre Souchon dont la dernière édition date de 1974 (Pierre Souchon, « L'évaluation des titres non cotés en bourse », Librairie du journal des notaires et des avocats, mars 1974).

Pour les fonds de commerce de détail – Les fonds de commerce de détail étaient appréciés en fonction de leur taille.

Les plus modestes faisaient l'objet de barèmes établis par les marchands de fonds. Les agents de l'enregistrement chargée du contrôle des fonds de commerce et les professionnels concernés. Les uns et les autres tenaient leur sûreté de jugement de l'application parfois inconsciente de la seule méthode valable en la matière, la méthode d'évaluation par comparaison.

C'est en effet la connaissance d'un grand nombre de prix pratiqués dans un grand nombre de ventes de fonds qui leur a donné une connaissance parfaite du marché. Cette connaissance se trouvait pour ainsi dire résumée et exprimée dans les barèmes d'évaluation utilisés.

Pour les fonds importants, Pierre Souchon affirmait cependant que toutes les règles d'évaluation ou tous les barèmes avancés pour faciliter l'évaluation des fonds de commerce de détail cessaient d'être applicables dans leur rigueur à partir du moment où les chiffres d'affaires réalisés annuellement par les fonds à estimer dépassaient un certain plafond, qui naturellement était variable selon les activités.



L'auteur ajoutait que cette opinion était généralement admise par la quasi-totalité des experts et des conseils juridiques et fiscaux, mais n'était pas encore partagée par la totalité des spécialistes de l'administration de l'enregistrement.

En résumé, Pierre Souchon suggérait que la sagesse commandait d'adopter pour les fonds de commerce importants un barème dégressif qui verrait le pourcentage à appliquer au chiffre d'affaires diminuer au-delà d'un certain plafond.

Pour le commerce de gros – Pour le commerce de gros, une méthode analogue pouvait être utilisée pour l'estimation des fonds de commerce lorsque toutefois la valeur du droit au bail de celle des marques exploitées n'était pas supérieure à celle des autres éléments incorporels. Pierre Souchon ajoutait que l'expérience prouvait cependant qu'il convenait :

- 1°) d'appliquer au chiffre d'affaires annuel moyen un pourcentage variant de 10 % à 15 % suivant la nature du commerce exercé ;
- 2°) d'affecter le bénéfice majoré des émoluments des dirigeants d'un coefficient variant de 1,5 à 3.

La formule devenait dans l'hypothèse la plus courante :

$$\frac{12,5 \% \text{ chiffre d'affaires} + 2 \text{ ans de bénéfice majoré}}{2}$$

Pour les fonds d'industrie – L'auteur expliquait, s'agissant des fonds d'industrie, qu'il convenait de procéder à une évaluation globale des éléments incorporels, étant entendu que le matériel était toujours à évaluer séparément, soit qu'il soit pris à sa valeur comptable ou qu'il fasse l'objet d'expertise.

Pierre Souchon estimait que la méthode la moins critiquable consistait à retenir comme valeur d'un fonds d'industrie la moyenne des résultats obtenus :

- 1°) en appliquant au chiffre d'affaires annuel moyen un pourcentage variant de 5 % à 10 % suivant la nature de l'objet social ;
- 2°) en affectant le bénéfice annuel moyen majoré des appointements du personnel dirigeant d'un coefficient variant de 1 à 2 suivant la nature de l'objet social.

Soit dans l'hypothèse la plus courante :

$$\frac{10 \% \text{ chiffre d'affaires} + 1 \text{ an } \frac{1}{2} \text{ de bénéfice majoré}}{2}$$

LIMITES DE LA MÉTHODE ET ÉVOLUTION

Les préconisations du Guide sont datées, puisque ses sources en matière d'immobilisations incorporelles remontent aux années 1970. Conscients des insuffisances de l'approche traditionnelle et devant les difficultés de mettre en œuvre une démonstration plus technique pour évaluer les valeurs incorporelles, les vérificateurs utilisent fréquemment la méthode de la survaleur ou goodwill, à laquelle est consacrée la partie 3 du dossier « Incorporels : la méthode de la survaleur ou du goodwill, mal appliquée voire inapplicable ».



3 Incorporels : la méthode de la survaleur ou du goodwill, mal appliquée voire inapplicable

Le Guide de l'évaluation de l'administration fiscale évoque la survaleur dans la fiche 2, consacrée aux méthodes d'évaluation, et la fiche 3 du Guide fournit la marche à suivre pour déterminer la valeur mathématique par la méthode de la survaleur. La méthodologie est résumée ci-après.

MÉTHODE DE LA SURVALEUR OU DU GOODWILL

Définition de la survaleur

L'entreprise engage un ensemble de moyens techniques (actifs corporels) dans son activité pour dégager sa rentabilité. Ces actifs doivent être rémunérés pour justifier leur valeur économique ou d'utilité. Si la rentabilité est supérieure à la rémunération des actifs corporels, il apparaît un « superprofit » qui traduit l'existence d'un autre actif, de nature incorporelle.

La survaleur ou goodwill est le supplément de valeur de l'entreprise dû à sa réputation, à la valeur de son équipe, à son nom, ses marques, son réseau de distribution, etc.

Cet actif incorporel, « survaleur » ou goodwill, est évalué à partir de la rente des « superprofits » générés sur une certaine période. Si la différence est négative, on est en présence d'un badwill, une dépréciation de la valeur patrimoniale doit être opérée. La survaleur est appréciée en fonction des fonds propres de l'entreprise et de leur rentabilité.

Modalités de calcul de la survaleur

Détermination d'un coefficient multiplicateur – En pratique, la survaleur s'obtient en affectant un coefficient multiplicateur à la fraction de bénéfice qui excède la rémunération des capitaux engagés. Les capitaux engagés correspondent à l'actif net réévalué hors fonds commercial.

Le taux de rémunération des capitaux engagés correspond au taux de base du marché financier (taux de rendement des emprunts d'État à long terme, par exemple) majoré d'une prime de risque. À titre indicatif, ce taux peut être équivalent à celui retenu pour le calcul de la valeur de productivité, mais l'évaluateur peut en choisir un autre.

Le coefficient multiplicateur est retenu selon la formule de la valeur actuelle d'une suite de 1 € sur une durée n à un taux d'actualisation de i, soit :

$$\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

n : période retenue pour la rente de survaleur ;



i : taux d'actualisation, constitué du taux de base, majoré d'une prime de risque, pour le taux interne, propre à l'entreprise, et le risque externe, propre au secteur d'activité dans lequel elle exerce. Par commodité, il est recommandé de retenir pour i le même taux que celui dégagé pour le calcul de valeur de productivité.

Difficulté du choix du coefficient – Le coefficient est d'autant plus élevé que les perspectives de maintien du surbénéfice sont favorables (attachement de la clientèle, renom, ancienneté, spécialisation, savoir-faire, brevets, etc., en bref tous éléments ressortant du diagnostic), autorisant l'allongement de la durée de la rente de survaleur (dans les cas les plus courants, de 5 à 8 ans) : il varie du reste de manière inversement proportionnelle à la prime de risque affectant le taux d'actualisation (à durée égale, une augmentation du taux d'actualisation entraîne la diminution du coefficient).

Dans les cas exceptionnels d'entreprises de grand renom, donc assurées d'une certaine pérennité, il est possible de calculer directement le coefficient multiplicateur à partir de la capitalisation du taux i : par exemple, si $i = 8\%$, le coefficient multiplicateur est égale à $1/8$ soit 12,5.

La principale difficulté consiste à choisir le coefficient multiplicateur idoine. Aussi cette méthode doit-elle être réservée aux entreprises les plus importantes.

Origine et limites de la méthode

Une méthode moderne ? Considérée par certains comme moderne, la méthode de la rente du goodwill est en réalité une très ancienne formule mise en application en 1920 par le fisc américain. Il s'agissait alors d'estimer la perte de valeur du capital immatériel des brasseries et distilleries liée à la mise en place de la prohibition. Mais elle est désormais jugée obsolète.

PRÉCISION Dans son guide interne de 1978, le fisc américain (IRS) se livre à un réquisitoire sévère de la méthode, soulignant sa fragilité conceptuelle et la place fréquente de l'arbitraire dans le choix des taux pratiqués. Il y est relevé que tenter de départager la part des revenus pouvant être qualifiés de normaux de ceux qui seraient induits par un éventuel goodwill ou des actifs incorporels n'apparaît pas aujourd'hui accessible à l'être humain.

Les limites constatées en pratique – L'IRS constatait également que cette méthode avait abouti à de nombreuses évaluations sans pertinence et qu'elle devait être considérée comme un dernier recours en l'absence d'autres techniques plus pertinentes. En 1998, le support de formation IRS en matière d'évaluation faisait totalement abstraction de cette méthode. Aux États-Unis, elle n'est quasiment jamais utilisée par les évaluateurs car non compatible avec les critères Daubert définissant la validité d'une méthodologie expertale.

PRÉCISION Les critères Daubert ont été définis par la Cour suprême des États-Unis pour mesurer la recevabilité des rapports d'expert dans le contexte procédural américain. Leur transposition éventuelle dans la procédure judiciaire française soulève de nombreuses questions et a fait en 2010 l'objet d'un colloque organisé par la Compagnie des experts agréés par la Cour de cassation (CEACC). L'arrêt Daubert de la Cour suprême rendu en 1993, puis précisé par les arrêts *Joiner* (1997) et *Kumho* (1998/1999), est venu modifier l'approche en indiquant que le juge doit réaliser une évaluation préliminaire pour déterminer non seulement si le raisonnement ou la méthodologie qui sert de base au rapport est scientifiquement valide, mais aussi s'il peut être appliqué aux faits de la cause, afin de décider la recevabilité de l'expertise.

La méthode se voit reprocher une faiblesse conceptuelle en raison de son caractère hybride qui combine des éléments comptables et un calcul de flux. La pertinence d'un



tel mélange reste à démontrer. Par ailleurs, la durée d'actualisation est difficile à justifier et varie usuellement entre 5 et 10 ans sans qu'il y ait de rapport évident entre la durée retenue et celle que l'on pourrait associer aux valeurs incorporelles censées être évaluées. Enfin, et de manière plus générale, il est difficile de dissocier la valeur des actifs incorporels dans la valeur d'ensemble d'une activité qui les utilise, d'autant plus que les actifs corporels sont utilisés en combinaison pour générer les revenus et non de manière séparée (A. Thauvron, « Évaluation d'entreprise », *Economica*, 2013 ; CCEF, *RF Comptable* 362, juin 2009, dossier « Les clés de l'évaluation d'entreprises », parties 1 à 3 par Jean-François Pansard et Pierre Préau). **À cet égard, il faut être attentif à la détermination du BFR (valeurs brutes ou valeurs nettes, incidence du factoring...) et des actifs corporels (notamment ceux amortis, mais toujours utilisés).**

APPLICATION DE LA MÉTHODE DE LA SURVALEUR

Pratique contemporaine

Malgré ces critiques, la doctrine universitaire et certains praticiens de l'évaluation d'entreprises considèrent que la méthode présente toujours plusieurs avantages (*Association des experts en évaluation d'entreprises A3E*, « La détermination du goodwill : une revue des bonnes pratiques », *Lettre trimestrielle* n° 13, 3^e trim. 2014) :

- en premier lieu et par construction, cette méthode d'évaluation permet de faire apparaître explicitement la valeur de l'incorporel et son poids au regard des capitaux propres de l'entreprise, ce que ne font pas les méthodes dites globales, telles que les cash flows (DCF) ou les multiples. Elle autorise ainsi une vision analytique de la valeur ;
- en deuxième lieu, cette méthode est bien adaptée à l'évaluation des PME en raison de sa visibilité sur les éléments du patrimoine social ;
- enfin, elle conduit l'évaluateur et les dirigeants à s'interroger sur les éléments constitutifs de la valeur de l'incorporel et sur leur pérennité.

En somme, cette méthode serait applicable à l'évaluation des PME comportant des actifs substantiels.

Ainsi, la pratique n'écarte pas la méthode à condition de surmonter les difficultés de mise en œuvre évoquées ci-après.

Problématiques techniques

Deux approches – La rente du goodwill peut être calculée selon les deux approches suivantes :

- soit en se fondant sur la rémunération des capitaux propres ;
- soit en se basant sur la rémunération des capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (CPNE).

À cet égard, il faut privilégier l'approche par les CPNE car la détermination de la rente du goodwill ne doit pas être sensible au choix d'une politique financière. En effet, la méthode fondée sur les capitaux propres est particulièrement sensible à la politique de distribution de dividendes ou la détention d'une trésorerie excédentaire. Or, en pratique, on constate que le choix des vérificateurs porte le plus souvent sur la méthode de la rémunération des capitaux propres et non les CPNE plus difficiles à déterminer.



Résultat à prendre en compte – Le résultat de référence servant de base au calcul de la rente du goodwill doit être apprécié avec cohérence.

Tout d'abord, il convient de retenir le résultat d'exploitation, et non le résultat courant. En effet, intégrer un résultat financier conduirait à évaluer un goodwill (ou un badwill) sur des actifs financiers, ce qui n'a économiquement aucun sens.

Ensuite, il faut appliquer un IS théorique sur le résultat d'exploitation, pour obtenir un flux après impôt revenant à l'entreprise.

Enfin, des retraitements doivent être envisagés, comme cela est le cas dans les méthodes de capitalisation d'un revenu réputé récurrent ou dans les approches comparatives. Il s'agit notamment :

- des rémunérations des dirigeants, pour les ajuster à un niveau normal compte tenu de la taille de l'entreprise et de l'étendue des tâches ;
- des charges de crédit-bail en les ventilant entre loyers et frais financiers ;
- des loyers facturés par des sociétés liées ;
- des produits et charges liés à des actifs/passifs hors exploitation ;
- des dotations aux amortissements, aux dépréciations et aux provisions ;
- des produits et charges exceptionnels.

Précisions sur l'actif net réévalué – Il convient également d'apporter les précisions suivantes sur la détermination de l'actif net réévalué.

► *Immobilisations d'exploitation, fonds de commerce.* Les immobilisations d'exploitation doivent être réévaluées à concurrence de leur valeur de marché : matériels, droit au bail, brevets, licences, marques... Seul le fonds de commerce (ou fonds commercial) pose des difficultés lorsqu'il est inscrit au bilan. La plupart des évaluateurs l'excluent, car la capitalisation de la rente du goodwill a pour but justement de le valoriser.

► *Besoin en fonds de roulement.* Le BFR doit être exprimé de façon normative pour éviter les effets saisonniers et exclure les éléments non strictement nécessaires à l'exploitation.

► *Réévaluation de l'immobilier.* La réévaluation de l'immobilier peut poser une difficulté particulière dans la mesure où les taux de rémunération du secteur peuvent être très différents de ceux du secteur de l'activité opérationnelle. Aussi, une solution consiste à « sortir » ces biens des CPNE et de les évaluer distinctement, il faut dans cette hypothèse introduire dans le calcul du revenu d'exploitation les conséquences du retraitement (amortissements, loyers, charges...).

Taux de rémunération des capitaux investis – Le taux de rémunération des capitaux investis souligne les limites de la méthode telle que souvent appliquée.

À ce stade, il faut relever une erreur que l'on trouve dans des manuels d'évaluation ou commise par certains praticiens et agents des impôts. L'utilisation d'un taux sans risque comme taux normatif de rémunération des capitaux engagés doit être fortement dénoncé car il est un véritable non-sens économique.

Le taux de rendement attendu applicable aux CPNE devrait être corrélé aux caractéristiques de l'activité. Par simplification, il devrait s'agir du coût moyen pondéré du capital (CMPC) applicable à l'entreprise, mais il est parfois pertinent d'utiliser des taux différenciés selon les actifs.

C'est d'ailleurs ce que préconise le Guide de l'évaluation dans ses exemples (Guide de l'administration fiscale sur l'évaluation des entreprises et des droits sociaux ; https://www.impots.gouv.fr/portail/files/media/3_Documentation/guides_notices/guide_eval_entreprises.pdf).



En conséquence, les calculs souvent effectués avec une référence au taux sans risque doivent être écartés. De surcroît, lorsque les taux des OAT sont extrêmement faibles, cela conduit à surévaluer fortement la rente du goodwill et par conséquent la valeur du goodwill. Le bénéfice « normal » se confond avec le « super bénéfice ». On ne développera pas davantage le propos dans des périodes où on connaît des taux d'OAT négatifs.

De la rente à la valeur – Dans le cadre d'une méthode de capitalisation, on raisonne :
– sur une rente constante,
– sur une période théoriquement infinie.

Le goodwill correspond à la valeur actualisée des rentes futures. Cependant, la notion d'infini pose un problème opérationnel.

Aussi, deux hypothèses sont généralement retenues :

- la méthode de la rente directe (dite « méthode des Anglo-Saxons »), la rente est supposée constante à l'infini. Il s'agit de la théorie financière, mais la méthode reste difficile à justifier ;
- la méthode de la rente abrégée qui est plus réaliste car elle prend en compte les effets de la concurrence qui veut qu'une rente n'est jamais définitivement acquise. Il est donc plus pertinent de considérer que cette rente a une durée limitée dans le temps.

Les évaluateurs retiennent souvent un coefficient multiplicateur compris entre 3 et 8. Ce choix est évidemment conditionné par l'analyse que fait l'évaluateur du caractère plus ou moins volatil des éléments incorporels. Le Guide confirme que le coefficient multiplicateur est dans les cas les plus courants de 5 à 8, sauf pour les entreprises de grand renom, assurées d'une certaine pérennité pour lesquelles il peut être plus élevé.

OBSERVATIONS FINALES SUR LA MÉTHODE

La méthode du goodwill comporte une limite qui tient à son fondement économique, c'est-à-dire l'existence d'un superprofit. Or, dans une économie libérale, toute rente attire de nouveaux concurrents sur le marché, annulant l'avantage compétitif et conduisant à une extinction progressive de la rente. C'est la raison pour laquelle la rente du goodwill est généralement calculée sur une durée limitée (rente abrégée), sans prise en compte d'une valeur terminale contrairement à la méthode DCF.

Pour avoir davantage de sens, la méthode du goodwill doit reposer sur des données prévisionnelles, à savoir le plan d'affaires. Elle se rapproche alors de la technique de l'excess earning (méthode du superprofit). Cette méthode est utilisée pour évaluer des actifs incorporels qui ne génèrent pas de flux directement attribuables à l'actif évalué.

Lorsqu'on connaît la réticence des services fiscaux à s'appuyer sur des éléments prévisionnels, on constate qu'en pratique la méthode du goodwill est appliquée aux résultats historiques en prenant comme hypothèse la récurrence de ceux-ci. On se rapproche ainsi de la capitalisation d'un flux réputé normatif, méthode qui ne peut être appliquée qu'à des entreprises de taille réduite en régime de croisière.

En définitive, la méthode du goodwill ne doit pas être systématiquement écartée, mais elle doit être utilisée à partir de données économiques cohérentes et réalistes.



4 Le concept de fonds de commerce pour les évaluateurs

Le fonds de commerce est au cœur de la problématique de l'évaluation des entreprises ou des titres. Nous présentons les analyses fondant les différentes approches de son évaluation : nous détaillons leurs spécificités et leurs difficultés propres de mise en œuvre, avec en regard la démarche privilégiée par l'administration et la position de la jurisprudence.

REMARQUES PRÉLIMINAIRES

Le Plan comptable général liste « les immobilisations incorporelles », les juristes évoquent le « fonds de commerce ». Il faut donc s'interroger sur la perception des évaluateurs sur le concept de fonds de commerce, observation faite que ces valeurs constituent souvent une fraction majoritaire de l'évaluation des entreprises. Le fonds de commerce n'est-il qu'un concept juridique dépassé ou bien répond-il au besoin de définir une partie de la valeur de l'entreprise qui n'apparaît pas dans les comptes ?

En effet, il n'y a pas de lien direct entre le montant des capitaux propres comptables et leur valeur de marché. Le montant des capitaux propres comptables est le fruit de la gestion et des résultats passés. La valeur des capitaux propres dépend des anticipations de flux de trésorerie futurs. La différence entre les deux valeurs représente le goodwill ou le fonds de commerce dans une acception moderne. Ce résultat souligne les ambiguïtés actuelles de l'évaluation du fonds de commerce (Maurice Nussenbaum, intervention au colloque des 4 et 5 avril 2009, La Gazette du Palais du 31 mai au 4 juin 2009).

LA DISSOCIATION DE LA NOTION DE FONDS DE COMMERCE

Approche juridique

La loi du 17 mars 1909 évoque la vente et le nantissement des fonds de commerce. Paradoxalement, elle ne définit pas la composition desdits fonds. On s'entend cependant sur son contenu qui se ventile entre des éléments incorporels et des éléments corporels pour constituer finalement une universalité de fait considérée comme un bien mobilier incorporel (même s'il comprend des éléments corporels).

Il s'agit d'une fiction juridique propre au droit français et à certains droits influencés par celui-ci (droits belge, marocain, luxembourgeois, québécois...). Le fonds de commerce comprend l'ensemble des éléments affectés par un commerçant à une exploitation en vue de satisfaire une clientèle, c'est-à-dire :

- des droits incorporels : clientèle, achalandage, nom commercial, enseigne, droit au bail, droits de la propriété industrielle, littéraire ou artistique ;
- des éléments corporels : matériel, outillage, marchandises (qui peuvent cependant en être exclues).



À SAVOIR La clientèle est l'élément essentiel du fonds de commerce sans lequel celui-ci ne saurait exister. Traditionnellement, le fonds de commerce était lié à l'existence d'un point de vente et d'une clientèle. Désormais, la notion essentielle n'est plus le point de vente, mais la capacité d'exploiter une clientèle, cela permet d'inclure le prestataire de services, les fonds industriels et les activités de l'économie numérique.

Il ne comprend pas les créances, les dettes, les contrats (sauf le bail commercial et les contrats de travail), les immeubles, les valeurs mobilières, ni la trésorerie.

En somme, il est indispensable de bien distinguer le fonds de commerce, d'une part, et les éléments qui le composent, d'autre part. En effet, celui-ci est plus que la somme des éléments qui le composent. Ce constat ne facilite pas la tâche des évaluateurs.

L'analyse du droit comptable français

Fonds de commerce – Le PCG définit les éléments acquis du fonds de commerce qui peuvent faire l'objet d'une évaluation et d'une comptabilisation séparée. Il consacre l'éclatement du fonds de commerce en éléments distincts de la façon suivante (RNCF, IR « Fonds commercial - Note de présentation du règlement ANC 2015-06 du 23 novembre 2015 modifiant le PCG » sous PCG art. 212-3) : **droit au bail, brevets, marques, licences, matériels et installations nécessaires à l'exploitation commerciale et fonds commercial.**

REMARQUE Les frais d'établissement sont des non-valeurs en matière d'évaluation.

Fonds commercial : partie « pivot » du fonds de commerce – Il ne faut pas confondre, et c'est une difficulté, fonds commercial et fonds de commerce. Le montant du fonds commercial est constitué par la différence entre le prix global d'achat du « fonds de commerce » et les éléments identifiés et quantifiés séparément.

Le fonds commercial est ainsi l'élément résiduel du fonds de commerce, c'est-à-dire que sont compris dans sa valeur les éléments qui ne font pas l'objet d'une évaluation ou d'une comptabilisation séparées au bilan et qui concourent au maintien ou au développement du potentiel d'activités de l'entreprise. Il constitue donc la partie « pivot » du fonds de commerce : clientèle, achalandage, enseigne, nom commercial et, plus largement parts de marché... (RNCF, IR précité sous PCG art. 212-3).

L'influence des normes comptables internationales

Notion de goodwill (ou badwill) – Les normes comptables internationales ont conduit à affecter de manière individualisée de plus en plus d'éléments incorporels dans les bilans consolidés. Notons que par exemple, les actifs incorporels comprennent, en plus par rapport au PCG, les réseaux de distribution (dès lors qu'ils bénéficient de revenus identifiables).

Les actifs incorporels non identifiables sont ceux à qui on ne peut affecter de revenus spécifiques. Ils sont regroupés dans un ensemble que constitue le « goodwill » : actif incorporel résiduel qui s'analyse comme la différence positive entre la valeur globale d'un ensemble acquis et la somme des éléments qui composent cet ensemble, sachant qu'il peut s'agir d'un « badwill » en cas de différence négative. En somme :

- dans les comptes individuels français, goodwill = fonds commercial ;
- dans les comptes consolidés, goodwill = écart d'acquisition.



Le goodwill se compose des actifs incorporels qui ne peuvent être considérés comme des immobilisations, il en est ainsi pour les ressources permanentes suivantes : force de travail, savoir-faire, climat social, implantation, fichiers clients, système d'information...

Valoriser le capital immatériel de l'entreprise – Constatant que le Price to Book Ratio (PBR ou cours sur actif net), qui est le rapport entre la capitalisation boursière des entreprises et leur valeur comptable, avait triplé en 25 ans, certains auteurs se sont penchés sur la valorisation du capital immatériel de l'entreprise (A. Fustec, B. Marois, « Valoriser le capital immatériel de l'entreprise », Éditions d'Organisation, 2006). La démarche repose sur un système de notation et aboutit à déterminer une dizaine d'actifs immatériels. Elle peut compléter l'approche financière traditionnelle.

REMARQUE Cette évolution pose la question de la relation entre la comptabilité et l'évaluation. Sur les points de controverse, voir La Lettre Vernimmen n° 103, décembre 2011. Il n'entre pas dans le cadre du présent dossier de développer ce sujet. On signalera simplement que l'évaluateur doit s'appuyer sur la comptabilité, mais doit parfois s'en éloigner dans le cadre de ses travaux.

L'APPROCHE ANALYTIQUE DU FONDS DE COMMERCE ET SA VALORISATION

Principe

L'approche analytique consiste à évaluer le fonds de commerce à partir de ses différentes composantes. Les éléments constituant le fonds de commerce sont générateurs de revenus directs ou indirects. Ils sont définis par le PCG (voir ci-avant) et se caractérisent par le fait qu'ils sont cessibles individuellement. On peut citer les brevets, les concessions, ou les marques données en licence.

Les méthodes d'évaluation analytique conduisent à évaluer ces actifs à partir des revenus qu'ils génèrent. Elles reposent souvent sur une approche financière s'appuyant sur la capitalisation des revenus sur leur durée d'existence probable à l'aide d'un taux d'actualisation tenant compte des incertitudes. Le taux d'actualisation tient compte du caractère plus ou moins aléatoire des revenus en ajoutant au taux de base une prime de risque.

Pour les actifs générant des revenus indirects tels les marques utilisées en interne, les fichiers clients, carnet de commandes, relations contractuelles ou non contractuelles, projets de recherche et de développement, technologie, bases de données..., l'exercice est plus délicat, car il faut définir la nature des revenus indirects retenus, puis soustraire le coût implicite des actifs supports en amont.

La vraie question réside dans la séparabilité réelle des actifs concernés.

Limite

L'approche analytique est difficile à mettre en œuvre dans les PME qui ne disposent pas d'une comptabilité adaptée ni d'un contrôle de gestion développé. En outre, la méthode souffre d'un double handicap :

- elle ne permet pas d'appréhender le goodwill puisque par définition celui-ci est résiduel ;
- elle présente le risque de surévaluer la valeur du fonds de commerce en raison du processus additif et de la sous-évaluation de la rémunération des actifs supports (réseau de distribution, force de travail, savoir-faire...).

Aussi, les praticiens s'orientent le plus souvent vers une approche globalisante pour valoriser le fonds de commerce (voir ci-après).



L'APPROCHE GLOBALISANTE

Elle consiste à évaluer le fonds de commerce globalement, en tant qu'universalité.

La survivance des barèmes

L'approche par les barèmes demeure utilisée par les experts, les tribunaux et l'administration fiscale, mais s'étiole au fil du temps. En effet, les barèmes utilisés, exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires, ne peuvent s'appliquer qu'à des commerces de détail présentant une certaine homogénéité. Ils ne sont pas applicables pour les commerces de gros, les activités industrielles, les prestataires de services et les nouvelles technologies.

Certes, on peut trouver de nouveaux indicateurs (abonnés, trafic...) et les praticiens ont toujours utilisé des méthodes pragmatiques (hôtellerie, maisons de retraite, cliniques, maintenance...) qui demeurent intéressantes, mais qui sont souvent recoupées avec les valorisations obtenues par les méthodes générales.

L'évaluation du fonds de commerce ou de l'actif économique ?

En raison des fractionnements de la notion de fonds de commerce dues aux règles comptables et de l'apparition de nouvelles activités, l'universalité de fait qui le définissait se trouve désormais éclatée en deux notions distinctes, l'une plus large, l'autre plus étroite :

- la plus large se compose de l'actif économique, qui inclut le fonds de commerce mais qui comprend également les autres moyens nécessaires à l'exploitation de l'entreprise tels que les immobilisations et le besoin en fonds de roulement ;
- la plus étroite est davantage une notion comptable qu'une réalité économique, c'est le fonds commercial qui est la différence entre un prix payé et la somme des valeurs identifiables.

La détermination de l'actif économique se fait par la mise en œuvre par capitalisation des résultats ou par une approche comparative.

La détermination de l'actif économique se fait par la mise en œuvre par capitalisation des résultats ou par une approche comparative.

L'évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Principes – Les principes à retenir sont les suivants.

► *Modéliser les flux attendus dans le futur.* La valorisation d'une entreprise par actualisation de ses flux de trésorerie disponibles nécessite la construction de son plan d'affaires (Business Plan) afin de modéliser les flux attendus dans le futur. La méthode consiste à estimer la valeur d'entreprise et à y soustraire les dettes financières.

Valeur de l'entreprise = Valeur d'Entreprise (VE) – Endettement financier net (EFN).

On peut certes regretter la terminologie qui peut entraîner la confusion. Aussi, dans la mesure où les entreprises sont désormais des sociétés, la formule devient moins ambiguë :

Valeur des fonds propres ou des titres = VE – EFN.

► *Évaluer une entreprise dans sa globalité.* Lorsque l'on souhaite évaluer une entreprise dans sa globalité, il faut retenir les flux qui proviennent de l'actif économique. Ces flux servent à rémunérer l'ensemble des apporteurs de fonds, qu'ils soient actionnaires ou créanciers financiers. On distingue donc :

- les cash flows revenant à l'entreprise (REX + dotations – investissement net – Δ BFR) ;
- les cash flows revenant aux actionnaires (RN + Δ endettement – investissement net – Δ BFR).



Ce sont les raisons pour lesquelles le taux d'actualisation est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) qui correspond à la rentabilité moyenne pondérée exigée par les deux catégories d'apporteurs de fonds.

À ce stade, on n'entrera pas dans le détail de la méthode des DCF qui suppose de :

- choisir le type de flux retenu ;
- traiter le risque associé aux résultats futurs ;
- déterminer un horizon prévisionnel ;
- définir une valeur terminale.

Selon le type de flux utilisé, on obtient :

- la valeur des titres (ou fonds propres) si on a capitalisé les flux revenant aux actionnaires ;
- la valeur d'entreprise si on a capitalisé les flux revenant à l'entreprise.

► *Passer de la valeur des titres ou de l'entreprise au fonds de commerce.* Pour glisser de la valeur des titres ou de la valeur d'entreprise au fonds de commerce, il convient de procéder aux reclassements suivants.

Valeur des titres	Valeur d'entreprise
+ Endettement financier net	- Immobilisations corporelles nettes
- Immobilisations corporelles nettes	
- BFR	- BFR
= Fonds de commerce	= Fonds de commerce

L'évolution de l'administration et de la jurisprudence au regard de la méthode des DCF – Après avoir été exclue des méthodes retenues par l'administration fiscale, la méthode des DCF a finalement été intégrée dans le Guide de l'évaluation. Par ailleurs, la jurisprudence ne s'est pas prononcée explicitement sur la méthode.

- *Projet de Guide proposé en mars 2006.* Initialement, le projet de guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés soumis, par le chef du service juridique de la DGFIP en mars 2006, aux institutions concernées en vue de recueillir leurs observations, excluait la méthode dite des cash flows actualisés. Deux raisons majeures étaient invoquées :
- la première était d'ordre légal et jurisprudentiel : la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existants à cette date ;
 - le second obstacle résidait dans le constat qu'il n'est pas réaliste de considérer que l'administration puisse établir des plans d'affaires à des fins de contrôle.

Devant la levée de boucliers des organismes consultés (CNPF, OEC, CCEF, A3E, IACF...) qui, en réponse au projet, rappelaient que les DCF était la méthode la plus usitée par les professionnels, la direction générale des impôts (DGI) a modifié son projet.

► *Version finale : le Guide publié intègre la méthode des DCF.* Le nouveau Guide publié en novembre 2006 précise qu'il reprend pour l'essentiel la démarche des praticiens privés et intègre désormais la méthode des DCF comme approche de cohérence, mais avec la précision complémentaire suivante.

PRÉCISION DU GUIDE L'administration ne met pas en œuvre directement cette méthode car elle ne peut établir des plans d'affaires. Mais lorsque cette méthode est proposée, elle l'examine et éventuellement l'utilise pour affiner les résultats obtenus avec d'autres méthodes. Aussi, l'évaluateur doit-il être en mesure d'apprécier la cohérence entre les flux futurs retenus et le taux d'actualisation utilisé. Cette approche est plus particulièrement adaptée pour les sociétés de taille importante qui montrent des perspectives de développement, car elle présente une difficulté supplémentaire par rapport aux autres



méthodes, à savoir, la fiabilité de ces prévisions, et la capacité de l'entreprise à les réaliser. En revanche, elle ne présente pas d'intérêt pour les petites sociétés comme celles qui exploitent un fonds de commerce ou pour les sociétés dont la seule activité est la détention d'un patrimoine.

► *Une jurisprudence timide...* La jurisprudence ne s'est pas prononcée explicitement sur la méthode des DCF.

Madame Émilie Bokdam-Tognetti, maître des requêtes au Conseil d'État, a évoqué la méthode dans une étude de 2014 intitulée « Évaluation des titres de société : (trouver) le juste prix, c'est le but » (RJF janvier 2014). En soulevant le dilemme du juge face « à la jungle des méthodes d'évaluation », elle souligne : « ...la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (« discounted cash-flows » ou DCF) tranche avec les approches précédentes en ce qu'elle apparaît résolument tournée vers les performances futures plutôt que vers l'historique de l'entreprise. Cette méthode, très utilisée par les praticiens, part en effet des états prévisionnels de l'entreprise et tient compte de la période de récupération de son investissement exigée par l'acquéreur ainsi que du taux de rentabilité attendu. Elle permet notamment de pallier l'inconvénient qui s'attache aux précédentes méthodes dans le cas d'entreprises qui connaissent des difficultés au moment de l'évaluation mais présentent un important potentiel de croissance. Elle suppose toutefois d'avoir des informations suffisantes sur l'entreprise, sur son activité attendue sur ses besoins d'investissement et sur le développement de son secteur pour pouvoir faire des prévisions, et que ces perspectives soient suffisamment connues et solides au moment de la cession ».

Notons que Madame Émilie Bokdam-Tognetti ne fait pas référence à une jurisprudence précise sur la méthode des DCF. Toutefois, plus récemment, un arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles ne remet pas en cause la méthode utilisée par le contribuable (CAA Versailles 18 février 2016, n° 13 VE022491).

► *...mais le Conseil d'État semble avoir depuis peu entériné la méthode.* Deux arrêts récents du Conseil d'État paraissent valider la méthode des DCF en considérant que l'administration avait fait une application viciée de la méthode des DCF (CE 30 septembre 2019, n° 419855 ; CE 30 septembre 2019, n° 419860). A contrario, on peut penser que le Conseil d'État, à la lecture des conclusions du rapporteur public qui était également Madame Émilie Bokdam-Tognetti, ne remet pas en cause la méthodologie. Celle-ci avait d'ailleurs été clairement exposée par le rapporteur public Monsieur Thurian Jouno au stade de la cour administrative d'appel de Nantes en 2018 qui n'avait pas toutefois suivi les conclusions du rapporteur public (CAA Nantes 15 février 2018, n°s 16NT01325 et 17NT00497).

Il faut donc s'attendre désormais à une application plus fréquente de la méthode des DCF par les vérificateurs.

La doctrine administrative en matière d'évaluation par comparaison

Pour le Conseil d'État, la 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 (CE 21 octobre 2016, n° 390421 ; Thierry Saint-bonnet, « Un tour d'horizon de la méthode par comparaison », Revue de droit fiscal n° 47, 23 novembre 2017). Dans cette hypothèse, la valeur déterminée doit être retenue sans pouvoir être combinée avec d'autres méthodes.

Dans la mesure où l'administration veille à respecter les jurisprudences de la Cour de cassation et du Conseil d'État, et que celles-ci « marchent la main dans la main » selon



les propos du Président Olivier Fouquet, on examinera les prescriptions du Guide sur l'évaluation par comparaison, puis on rappellera la pratique des évaluateurs en la matière.

Deux méthodes de comparaison – Selon le Guide de l'évaluation, la valeur vénale des titres peut être recherchée par comparaison. Toute comparaison suppose que le bien à évaluer et le bien qui sert de référence soient comparables.

L'évaluateur doit donc avoir une connaissance la plus exacte possible des deux termes. Dès lors, comme toute autre méthode, la comparaison s'établit après analyse de l'entreprise et du paquet de titres transmis. D'une manière générale, la valeur par comparaison doit être complétée par les autres approches.

Deux méthodes de comparaison peuvent être mises en œuvre :

- soit à partir d'une cession ou d'un transfert antérieur du titre à évaluer ;
- soit à partir de l'évolution des valeurs boursières concernant des sociétés cotées très proches structurellement et financièrement de la société non cotée dont on recherche la valeur des titres, ou encore à partir de transactions d'entreprises non cotées dans le même secteur d'activité (sous réserve du respect du secret fiscal).

Cession ou transfert antérieur du titre à évaluer – On ne peut se référer au prix antérieur d'un titre qu'en prenant certaines précautions, notamment vérifier si la cession considérée s'est effectuée dans des conditions comparables à celles existant à la date de la nouvelle évaluation du titre en ce qui concerne :

- l'activité de la société, qui doit être similaire ;
- le nombre de titres composant le capital, une augmentation ou une réduction du capital pouvant entraîner une variation du nombre de titres ;
- le pourcentage de titres transférés, le prix de cession d'une participation majoritaire ne pouvant être comparé au prix de cession d'une participation minoritaire. De même, le prix de quelques titres cédés pour des raisons d'opportunité, dans l'intérêt de la société (transformation d'une SARL en SA, admission de nouveaux administrateurs), ne peut être comparé au prix de cession d'une participation plus significative, même minoritaire.

EN PRATIQUE Les praticiens ajoutent une condition : le(s) secteur(s) sur le(s)quel(s) intervient la société ne doi(ven)t pas avoir subi de modifications significatives et la position concurrentielle de la société doit être restée similaire.

Il convient en outre de ne pas retenir, en principe, de mutations antérieures de plus de 24 mois ni postérieures à la date prise en compte pour l'évaluation.

Selon la jurisprudence du Conseil d'État, cette méthode est prioritaire et exclusive de toute autre si les termes de comparaison sont pertinents.

Comparaisons boursières avec des transactions d'entreprises non cotées – Ces comparaisons peuvent s'avérer délicates.

► *Les données boursières sont utilisables sous certaines conditions.* La bourse des valeurs enregistre des fluctuations des cours dont l'origine, largement indépendante des résultats des sociétés cotées, est fonction notamment des anticipations sur les décisions politiques et l'évolution économique. Pour la majorité des investisseurs, qui ne désire pas prendre le contrôle des sociétés, la notion de rendement est déterminante. Dans d'autres cas, notamment lors d'une offre publique d'achat (OPA), les titres atteignent des cours très élevés sans commune mesure avec les cours habituels du titre, le but poursuivi étant la prise du pouvoir de décision dans la société.

En définitive, les enseignements du marché boursier peuvent être utilisés lorsque le sous-jacent est composé de titres cotés ou pour l'appréciation de la valeur vénale des titres



de sociétés importantes qui seraient elles-mêmes susceptibles d'être cotées en bourse et lorsque le transfert en cause n'est pas de nature à modifier l'équilibre des pouvoirs de décision au sein de la société.

Sous ces réserves très importantes, les données du marché boursier sont utilisables pour déterminer certains multiples et permettre de les comparer avec ceux utilisés lors de la mise en œuvre des différentes approches des valeurs.

Cette méthode dont la mise en œuvre est décrite dans la fiche 5 du Guide doit être employée de façon prudente et exclusivement pour évaluer des titres d'une entreprise ayant une taille proche de ses semblables cotées en bourse et situées dans le même secteur d'activité. La sélection de celles-ci doit être rigoureuse : en effet, la constitution d'un échantillon imprécis d'entreprises de référence fait souvent apparaître de grandes distorsions dans les ratios calculés pour chacune d'elles.

► **Décote.** Les coefficients boursiers retenus pour valoriser des titres minoritaires ou la valeur obtenue par application de ces coefficients doivent être diminués d'une décote pour non-liquidité. En effet, un titre coté est parfaitement liquide (ce qui est nuancé par les praticiens, notamment en fonction du flottant et de la taille en termes de capitalisation boursière), alors qu'un titre non coté ne peut pas être rendu liquide aussi rapidement. Pour être pertinente, la comparaison doit donc retenir une décote de l'ordre de 20 % à 30 %.

Cette décote est minorée lorsque la comparaison boursière sert à valoriser des titres non cotés majoritaires car, s'ils sont moins liquides que des titres cotés, ils emportent pouvoir de contrôle.

Les transactions d'entreprises non cotées peuvent également être analysées afin d'extraire des multiples des différents flux financiers qui pourront servir à conforter une valorisation.

À NOTER Certaines revues spécialisées ou sites publient également des listes de ratios par secteur d'activité.

On relève ainsi, dans le Guide, une timide ouverture vers la prise en compte des transactions externes qui pourraient « conforter » les valorisations, sous-entendues déterminées par d'autres méthodes. En réalité, la jurisprudence ne s'est toujours pas prononcée directement sur l'utilisation de comparables « externes » en matière d'évaluation des entreprises.

La méthode des multiples pour les praticiens – L'approche analogique fondée sur la comparaison de l'entreprise avec des actifs ou des entreprises de même nature est souvent dénommée « méthode des multiples ».

► **Trois grands principes.** L'approche par les multiples est fondée sur trois grands principes :
– l'entreprise est évaluée globalement ;
– l'entreprise est évaluée pour un multiple de sa capacité bénéficiaire ;
– les marchés sont à l'équilibre et des comparaisons sont donc justifiées.

Tout comme la méthode DCF, cette approche est globale parce qu'elle s'attache, non à la valeur individuelle des actifs et des passifs d'exploitation, mais à la rentabilité qui découle de leur utilisation. Elle se fonde sur la capitalisation de différents paramètres de rentabilité de l'entreprise.

► **Les différents multiples.** Plusieurs familles de multiples peuvent être distinguées.

Les multiples boursiers permettant d'établir la valeur de l'actif économique, ou valeur d'entreprise (VE), sont des multiples d'agrégats avant frais financiers, pour distinguer l'outil de production de son financement. Les multiples les plus pertinents sont ceux du résultat d'exploitation (REX ou EBIT) et de l'excédent d'exploitation (EBE ou EBITDA).



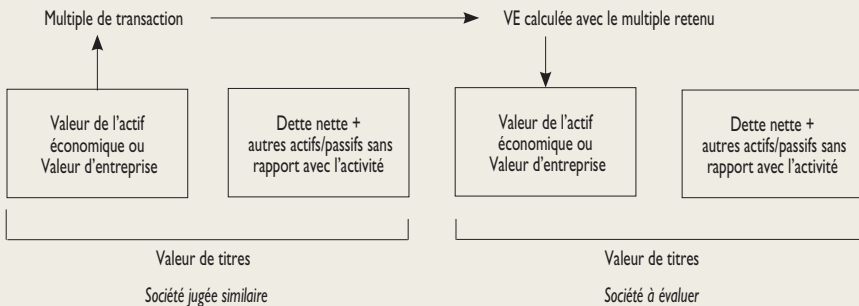
Les multiples permettant d'établir la valeur des capitaux propres (ou des titres) sont calculés sur des agrégats après frais financiers. Il s'agit principalement du multiple de résultat net (le PER ou price earning ratio), mais ce peut être également le multiple de la capacité d'autofinancement, le multiple du résultat courant, le multiple d'actualisation des dividendes. Ils sont plus difficiles à manier et sont donc moins utilisés par les praticiens.

les évaluateurs examinent les multiples de transactions. La logique est différente, mais le calcul des multiples est le même. En effet, l'échantillon retenu est établi à partir des informations disponibles sur les transactions récentes constatées dans le même secteur.

RAPPEL Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E) est également appelé « ratio cours sur bénéfices » (C/B), « multiple de capitalisation d'une société », « coefficient de capitalisation des résultats » (CCR), « multiple cours sur bénéfices », « coefficient de capitalisation des bénéfices ». Le PER se calcule en divisant la capitalisation boursière par le résultat net, ou en divisant le cours d'une action par le bénéfice net par action.

► *Méthodologie pour l'évaluation des droits sociaux.* En matière de droits sociaux, il est possible de procéder par analogie, mais il faut accepter l'idée d'évaluer d'emblée la recherche improbable du parfait jumeau. En matière d'entreprises il y a rarement d'entités identiques, mais il est possible de rechercher des sociétés similaires.

Pour ce faire, il faut mettre en œuvre la technique de la décomposition entre la valeur (de marché) des capitaux propres (les titres) et la détermination de la valeur de l'actif économique (valeur d'entreprise VE) diminuée de la dette financière nette, selon le schéma suivant.



Dans la mesure où il est assez illusoire de pouvoir se référer à des transactions strictement comparables, les évaluateurs procèdent par conversion selon le schéma ci-dessus reproduit.

► *Mise en œuvre : démarche retenue en pratique par les évaluateurs.* La méthode suppose que la valeur de l'entreprise examinée corresponde à l'équivalent du prix payé sur le marché dans d'autres transactions du secteur d'activité. En pratique, l'évaluateur adopte la démarche suivante :

- calcul des multiples de transactions d'après un agrégat (généralement l'EBE ou le REX) de la société acquise sur l'année de l'opération (voir ci-avant) ;
- application des multiples ainsi obtenus à l'agrégat de la société à évaluer sur l'année de référence pour déterminer la valeur d'entreprise ;
- déduction de la valeur d'entreprise de la dette financière nette de la société à évaluer pour obtenir la valeur de marché des capitaux propres, c'est-à-dire des titres.

Cette méthode analogique est applicable dans la mesure où il est possible d'avoir connaissance du prix des cessions, ce qui est loin d'être toujours le cas. L'utilisation de bases de données est primordiale et celles-ci constituent désormais une source documentaire obligée pour les praticiens.



Il faut cependant conserver à l'esprit que toutes les clauses de la cession ne sont pas connues (earn-out, contreparties, modalités particulières de paiement...) et que généralement une prime de contrôle a été payée s'agissant d'une acquisition majoritaire.

Les évaluateurs utilisent également les comparables boursiers pour les sociétés importantes. Certains acteurs tels la CCEF ou Absoluze établissent des tables de conversion pour passer des multiples de sociétés cotées aux multiples applicables aux sociétés non cotées.

En tout état de cause, les résultats obtenus doivent être recoupés par d'autres méthodes d'évaluation dans le cas d'une approche multicritère car la méthode des multiples n'est pas toujours suffisante.

À ce stade, il faut rappeler que la jurisprudence exige une combinaison de méthodes lorsque l'approche préférentielle ne peut être seule mise en œuvre.

Rapprochement avec le Guide – Le Guide de l'évaluation évoque dans la fiche 2 la valorisation de l'entreprise par un multiple du REX ou de l'EBE. La valorisation par le REX peut être mise en œuvre pour conforter une valeur de productivité, ou à la place de celle-ci, lorsque des ratios comparatifs issus de transactions sur des sociétés du même secteur d'activité ont pu être transmis.

À cet égard, le Guide consacre sa fiche 5 aux comparaisons boursières. Dans cette perspective, il convient :

- de choisir dans le secteur d'activité similaire des sociétés d'importance voisine de celle qui est étudiée et qui pourraient être comparables ;
- de recueillir les données comptables des sociétés : bilans et comptes de résultat consolidés indiquant les capitaux propres part du groupe, le chiffre d'affaires consolidé part du groupe et le résultat net part du groupe ;
- de recueillir les performances boursières des sociétés choisies, nombre d'actions, cours moyen de l'année, capitalisation boursière, dividende distribué, pourcentage de distribution ;
- de calculer les multiples, ratios ou taux que l'on souhaite connaître ;
- de noter que les ratios boursiers utilisés pour l'évaluation des titres non cotés (ou la valeur résultant de cette comparaison) devront être corrigés d'une décote ou d'une prime pour non-liquidité (voir ci-avant).

À titre indicatif, le Guide cite la recherche des ratios suivants :

- le taux de capitalisation de la valeur de rendement ;
- le pourcentage de distribution ;
- le coefficient multiplicateur à appliquer à la marge brute d'autofinancement (MBA).

REMARQUE Le Guide se limite à l'exploitation de données ne nécessitant pas ou peu de retraitement. C'est ainsi qu'il observe que certains experts recourent à des méthodes qui se fondent sur des multiples affectant un flux financier autre que le bénéfice ou la MBA, l'EBIT, proche du REX ou l'EBITDA, proche de l'EBE. Il souligne également que ces méthodes doivent être appréhendées avec prudence.

Vers une convergence des pratiques ?

► *Comparaison avec des transactions portant sur des actions de sociétés similaires ou exerçant la même activité.* Nul ne peut douter de la pertinence de la jurisprudence du Conseil d'État selon lequel le critère principal d'évaluation des titres non cotés à privilégier sur tous les autres est celui du prix auquel ont été conclues d'autres transactions portant sur les titres de la même société, effectuées dans un délai raisonnable et se présentant dans des conditions équivalentes. Ce sont les « comparables internes ».



Dans les « comparables externes », on relèvera que la jurisprudence administrative ne limite pas, par principe, la comparaison avec d'autres transactions portant sur les titres de la même société. Elle admet dans certaines hypothèses particulières que la comparaison puisse porter sur des transactions portant sur des actions de sociétés « similaires » ou « exerçant la même activité ».

Cependant, les arrêts du Conseil d'État souvent cités à l'appui de cette position ne sont pas très convaincants :

- l'arrêt « Robardey » du 29 décembre 1999 relève que commet une erreur de droit la cour administrative d'appel qui, pour estimer la valeur vénale d'actions non cotées d'une société, se réfère au prix auquel a été précédemment cédé le fonds de commerce d'une autre société, alors que ces sociétés n'ont pas la même activité et ne présentent pas les mêmes caractéristiques, en se fondant sur les seules circonstances que les sociétés ont les mêmes dirigeants et opèrent dans le même secteur d'activité (CE 29 décembre 1999, n° 171859) ;
- l'arrêt « Lafarge » du 14 novembre 2003 énonce qu'en l'absence de transactions portant sur des sociétés similaires, l'administration fiscale peut légalement se fonder, pour calculer cette valeur vénale, sur une valeur calculée à partir de la capitalisation du bénéfice moyen de la société (CE 14 novembre 2003, n° 229446). Le commissaire du Gouvernement avait d'ailleurs mentionné dans ses conclusions que les contribuables n'apportaient eux-mêmes aucune précision quant aux éléments de comparaison et que, de surcroît, il n'existait aucun principe général imposant une telle comparaison ;
- l'arrêt « Boulogne-Distribution » du 20 décembre 2011 avance qu'en l'absence de transactions portant sur des sociétés similaires à celle pour laquelle l'administration doit calculer la valeur vénale des titres, celle-ci peut légalement se fonder sur la combinaison de plusieurs méthodes destinées à déterminer la valeur de l'actif par capitalisation des bénéfices ou d'une fraction du chiffre d'affaires annuel (CE 20 décembre 2011, n° 313435).

Il en ressort que si le principe de la comparaison avec des transactions portant sur des actions de sociétés « similaires » ou « exerçant la même activité » serait admis par la jurisprudence, les arrêts cités ne font référence qu'à un défaut de justification. On attend donc un arrêt « positif » qui fasse directement référence à un comparable portant sur une société similaire.

► *L'administration fiscale pourrait se rapprocher de la pratique.* En tout cas, la position de la DGFIP reste réticente si on en croit la doctrine suivante : une insuffisance de prix ou de valeur déclarée est établie par le recours à la méthode d'évaluation par comparaison. Il existe cependant des exceptions notamment en cas de comparaison impossible, lorsqu'il n'existe aucun bien présentant des similitudes avec celui en cause ou en cas d'évaluation de titres non cotés (BOFIP-CF-IOR-10-40-§ 150-04/03/2020).

Le temps est peut-être venu pour l'administration de se rapprocher de la pratique et d'accepter les méthodes d'évaluation utilisées dans une économie ouverte.

Elle se montre toujours réticente pour différentes raisons à transposer une valeur observée à une transaction réelle, car il faut procéder à différents retraitements pas toujours faciles à maîtriser. Il est toujours plus aisé de constater une valeur que de la reconstituer.

Cela explique la préférence des juristes à établir une valeur par comparaison plutôt que par reconstitution. La démarche est moins technique. Il en est ainsi pour la valeur mathématique où on se limite à ajouter les plus-values latentes aux capitaux propres comptables ou pour la méthode comparative qui concerne des cessions de titres sur la même société. En pratique, ces hypothèses ne sont cependant pas les plus fréquemment rencontrées.



5 Évaluation d'entreprise : vers une pratique convergente ?

L'évaluation est une science qui n'est pas objectivement quantifiable avec exactitude, néanmoins divers organismes nationaux et internationaux travaillent à définir des principes et règles faisant l'objet d'un consensus. C'est pourquoi on peut espérer à terme une uniformisation progressive des méthodes retenues aussi bien du côté des évaluateurs que de l'administration fiscale.

NON RÉGLEMENTÉE, L'ÉVALUATION EST ENTRE LES MAINS DES EXPERTS

L'évaluation est une science dite « molle », c'est-à-dire une science qui n'est pas objectivement quantifiable avec exactitude. Depuis la parution du Guide de l'administration en 2006, on constate une avancée de la pratique des vérificateurs. Cette évolution est due au cheminement des esprits et à une meilleure professionnalisation des acteurs de l'évaluation.

Longtemps l'administration a souligné un grand nombre de chapelles d'évaluateurs et des pratiques qui ne faisaient pas toujours l'objet de la rigueur que l'on était en droit d'attendre compte tenu des enjeux financiers.

En retour, certains experts ne manquaient pas de souligner l'emploi par les vérificateurs de méthodes d'évaluation désuètes et le manque de réalisme de certains choix, notamment en matière de taux de capitalisation ou d'actualisation.

Rappelons que le législateur ne s'est pas prononcé sur la réglementation de l'évaluation. Citons, à cet égard, une réponse de 1974 du ministre de la Justice à un parlementaire, dans le cadre d'une opération d'apport-fusion.

RÉP. CHAMBON N° 10295, JO DU 18 MAI 1974, AN QUEST. P. 2171 Le législateur n'a pas fixé les méthodes d'évaluation, il a laissé ce soin aux professionnels dont il a cherché à renforcer la compétence et l'indépendance. Selon les termes de la loi, ceux-ci effectuent les opérations dont ils sont chargés sous leur responsabilité. Ces opérations sont complexes et il paraît difficile de fixer dans la loi des règles trop rigides et des méthodes uniformes d'évaluation qui seraient, dans certains cas, difficiles à appliquer ou qui pourraient aller à l'encontre du but de protection recherché.../...Les professionnels ne manqueront pas, cependant, de tenir compte des recommandations de la COB (devenue Autorité des marchés financiers) et des travaux du CNC (devenu Autorité des normes comptables). Ils se reporteront aussi aux études du Conseil national des commissaires aux comptes et de l'Ordre des experts-comptables.

Cette réponse, quoique ancienne, n'a pas été démentie depuis 1974. L'évaluation des entreprises est ainsi entre les mains des experts, qu'ils appartiennent au secteur privé ou à l'administration, qu'ils soient de culture économique ou juridique. L'évaluation est l'affaire de tous.



LA VEILLE DOCUMENTAIRE, UNE BONNE PRATIQUE

Dès lors qu'il n'y a pas de définition légale de la valeur et qu'il existe parmi les évaluateurs une grande diversité d'intervenants, on peut craindre qu'il soit difficile d'appliquer des règles communes. Cependant :

- les méthodes d'évaluation constituent un corpus de conventions généralement admises et de bonnes pratiques mises en œuvre par les évaluateurs ;
- divers organismes nationaux et internationaux s'efforcent de définir un ensemble structuré de principes et de règles susceptibles de faire l'objet d'un consensus. On peut citer les organisations suivantes.

Organismes de référence en matière d'évaluation
Académie des sciences et techniques comptables et financières
Association des experts en évaluation d'entreprises (A3E)
Association nationale des directeurs financiers et de contrôle de gestion (DFCG)
Association française des investisseurs en capital (AFIC)
Association professionnelle des experts indépendants (APEI)
Compagnie des conseils et experts financiers (CCEF)
Compagnie nationale des experts-comptables de justice (CNECJ)
Compagnie nationale des experts de justice en gestion d'entreprises (CNEJGE)
Compagnie nationale des experts judiciaires en finances et diagnostic (CNEJFD)
Société française des analystes financiers (SFAF)
Société française des évaluateurs (SFEV)
Institut français des actuaires (IFA)
Fédération française des experts en évaluation (FFEE)

Relevons que la FFEE, membre français de l'International Valuation Standards Council (IVSC) a pour vocation de fédérer les autres associations d'experts évaluateurs et de faire connaître et promouvoir les normes de l'IVSC.

PRÉCISION L'IVSC est un organisme international qui a pour principal objectif de traiter de la question des standards internationaux d'évaluation et de favoriser l'émergence des règles professionnelles. Son rôle consiste donc à mettre en place des standards d'évaluation applicables internationalement à tous les types d'actifs et dans toutes les circonstances.

Par ailleurs, l'Autorité des marchés financiers (AMF), la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC) et le Conseil supérieur de l'Ordre des experts-comptables (CSOEC) jouent un rôle important en matière d'évaluation, aussi convient-il d'inclure leurs communications dans la veille documentaire du professionnel. En particulier, les commissions « Évaluation » de la CNCC et du CSOEC ont édité des guides techniques fort utiles pour les praticiens.

Enfin, il existe de nombreuses recherches en matière de principes fondamentaux menées par des universitaires qui inspirent les praticiens.



VERS UNE UNIFORMISATION PROGRESSIVE DES MÉTHODES ?

En dépit de leur diversité, le fait que ces institutions listées ci-dessus regroupent un certain nombre de membres communs permet une uniformisation progressive des méthodes et ainsi à une pratique de place, du moins dans les grandes lignes.

L'administration de son côté a bien compris qu'il était nécessaire de spécialiser ses agents afin qu'un dialogue constructif fasse corps au niveau des ETI-PME, comme c'est déjà le cas pour les vérificateurs des services centraux à compétence nationale.

On ne peut qu'encourager ce mouvement et espérer une prochaine mise à jour du Guide qui devrait intégrer l'évolution des techniques d'évaluation pratiquées depuis les vingt dernières années.