

Évaluation des biens

550 Un tour d'horizon de la méthode par comparaison À propos de *CE, 21 oct. 2016, Sté France Élévateur*

La valeur vénale réelle de titres de sociétés non cotés doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui résultant du jeu de l'offre et de la demande à la date à laquelle la cession est intervenue. Telle est la jurisprudence du Conseil d'État et de la Cour de cassation.

Cette valeur doit être établie 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.

Toutefois, en l'absence de transactions intervenues dans des conditions équivalentes et portant sur les titres de la même société (transaction interne) ou, à défaut, de sociétés similaires (transaction externe), l'administration fiscale peut légalement se fonder sur l'une des méthodes subsidiaires ou sur la combinaison, pondérée ou non, de plusieurs de ces méthodes.

L'arrêt du Conseil d'État du 21 octobre 2016 annule un arrêt de la cour administrative d'appel de Nancy du 25 mars 2015 qui avait entériné la combinaison entre la méthode par comparaison et la moyenne arithmétique de la valeur obtenue par la méthode mathématique et la valeur de rentabilité des titres de la société France Élévateur.

CE, 10^e et 9^e ch., 21 oct. 2016, n° 390421, Sté France Élévateur, note Th. Saint-Bonnet : JurisData n° 2016-026238

Inédit au recueil Lebon

Rapporteur public : Édouard Crépey

1. Considérant qu'il ressort des pièces du dossier soumis aux juges du fond que la SARL MT Trading a procédé à l'acquisition, les 14 et 15 mars 2006, de l'intégralité des titres de la SA société nouvelle AB services ; que 48 % de ces titres ont été acquis auprès de M. E au prix unitaire de 66,09 euros, environ 50 % de ces titres auprès de M. B. C, pour moitié, et auprès M^{me} D. C, pour l'autre moitié, au prix unitaire de 300 euros, et le solde, soit environ 2 %, auprès de M. A au prix unitaire de 24,81 euros ; qu'à l'issue de la vérification à laquelle elle a procédé de la comptabilité de la SARL MT Trading, l'administration fiscale a estimé que le prix d'acquisition, par celle-ci, des actions de la SA société nouvelle AB Services auprès de M. E avait été délibérément minoré par les parties pour dissimuler une libéralité consentie par le vendeur à l'acquéreur ; qu'elle a, en conséquence, corrigé la valeur d'enregistrement de l'immobilisation à l'actif de la société MT Trading, pour y substituer sa valeur vénale, et a rehaussé le bénéfice imposable de la société à hauteur de la variation d'actif net résultant de cette correction ; que la SARL MT Trading a demandé au tribunal administratif de Nancy la décharge des cotisations supplémentaires d'impôt sur les sociétés et des pénalités correspondantes procédant de ces rectifications ; que par un jugement du 5 novembre 2013, le tribunal a rejeté cette demande ; que par un arrêt du 26 mars 2015, contre lequel la SARL MT Trading, devenue société France élévateur, se pourvoit en

cassation, la cour administrative d'appel de Nancy a rejeté l'appel de la société contre ce jugement ;

2. Considérant que la valeur vénale réelle de titres non cotés en bourse sur un marché réglementé doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui résultant du jeu de l'offre et de la demande à la date à laquelle la cession est intervenue ; que cette valeur doit être établie, en priorité, par référence à la valeur des autres titres de la société telle qu'elle ressort des transactions portant, à la même époque, sur ces titres dès lors que cette valeur ne résulte pas d'un prix de convenance ; que, toutefois, en l'absence de transactions intervenues dans des conditions équivalentes et portant sur les titres de la même société ou, à défaut, de sociétés similaires, l'administration peut légalement se fonder sur l'une des méthodes destinées à déterminer la valeur de l'actif par capitalisation des bénéfices ou d'une fraction du chiffre d'affaires annuel, ou sur la combinaison de plusieurs de ces méthodes ; qu'elle ne saurait toutefois procéder par combinaison entre la méthode par comparaison et l'une ou plusieurs des méthodes alternatives ; qu'il suit de là qu'en jugeant que l'évaluation faite par l'administration fiscale de la valeur vénale des titres de la SA société nouvelle AB services acquis par la société MT Trading de M. E avait permis d'obtenir le résultat le plus proche possible de celui qui résulterait du jeu de l'offre et de la demande, alors que, selon les motifs de l'arrêt attaqué non argués de dénaturation, cette évaluation procédait d'une combinaison entre, d'une part, la valeur obtenue par la méthode des transactions comparables et, d'autre part, la moyenne arithmétique de la valeur obtenue par la méthode mathématique et la valeur de rentabilité des titres, la cour a entaché son arrêt d'erreur de droit ; que ce moyen, né de l'arrêt attaqué, est, sans qu'il soit besoin de statuer sur les autres moyens soulevés, de nature à conduire à son annulation ;

(...)

Art. 2 : L'affaire est renvoyée à la cour administrative d'appel de Nancy.

NOTE

1. Le maniement de la méthode par comparaison dans les critères d'évaluation des titres non cotés par la jurisprudence

1 – Le rapporteur public, Monsieur Édouard Crépey, aborde dans ses conclusions (non reproduites) qui ont conduit à l'arrêt du 21 octobre 2016, l'articulation de la méthode par comparaison avec les autres méthodes d'évaluation.

Il rappelle que le Conseil d'État a posé pour règle de principe que « la valeur vénale d'actions non admises à la négociation, sur un marché réglementé, doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date ou cette cession est intervenue » (*CE, 7^e et 8^e ss-sect., 26 mai 1982, n° 29053 : JurisData n° 1982-606895 ; Dr. fisc. 1983, n° 5, comm. 123, concl. D. Léger ; RJF 7/1982, n° 636*). De cette exigence

quasi tautologique, qui est aussi de mise dans la jurisprudence judiciaire pour le calcul de l'assiette des droits d'enregistrement (*Cass. com.*, 7 déc. 1993, n° 91-20.864, *Cts Delloye : JurisData* n° 1993-002391 ; *Bull. civ.* 1993, n° 454 ; *JCP E* 1994, *pan.* 159, p. 52 ; *JCP G* 1994, *IV*, 407 ; *Dr. fisc.* 1994, n° 26, *comm.* 1271 ; *RJF* 3/1994, n° 355), l'on ne tire cependant pas grand-chose, sinon qu'il s'agit, pour les contribuables comme pour l'administration fiscale, puis le juge, de faire au mieux avec les moyens dont ils disposent pour se rapprocher le plus possible de la valeur qui aurait été constatée si le marché avait existé. Selon la formule de Madame Émilie Bokdam-Tognetti (*É. Bokdam-Tognetti, Évaluation des titres de sociétés : (trouver) le juste prix, c'est le but ! : RJF* 1/2014, p. 3) « l'apparente simplicité de ce postulat n'a toutefois d'égalé que la complexité de sa mise en œuvre ».

2 – Ainsi, la démarche du juge administratif consiste à rechercher d'abord l'existence de « comparables pertinents ». Ce n'est qu'en l'absence de comparaison possible qu'il admet le recours à d'autres méthodes d'évaluation : il ne saurait donc y avoir de recours « direct » à l'appréciation « directe ».

3 – Le juge judiciaire adopte le même raisonnement. C'est ainsi que la cour d'appel de Reims (*CA Reims, 12 mars 2013, n° 11/01583*) a décidé que la valeur vénale des parts doit, par principe, être fixée par la seule méthode de comparaison concrète avec les prix de cession de biens intrinsèquement similaires, sans qu'il soit précisé les règles à retenir pour apprécier la pertinence des comparables. Or, le marché caché est par définition de taille inconnue. On estime généralement qu'on arrive à connaître environ 10 % des transactions effectuées. Les autres méthodes d'évaluation ne doivent ainsi être utilisées que par défaut, dans l'hypothèse où l'administration fiscale et/ou le contribuable sont dans l'incapacité de proposer des termes de comparaison utiles, concernant des mutations antérieures.

4 – La méthodologie reconnue par le juge se distingue ainsi de celle des praticiens qui privilégient les approches intrinsèques, qui consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et des risques propres à celle-ci, et les approches analogiques. En première analyse, la méthode par comparaison fait partie des approches analogiques, mais sa mise en œuvre telle qu'encadrée par la jurisprudence ne permet pas de l'assimiler pleinement aux approches analogiques telles que mises en œuvre par les praticiens.

5 – En réalité, ce qui paraît ressortir du bon sens n'est, le plus souvent, qu'une allégorie. En effet, en présence de transactions comparables, le juge est certain que les valeurs servant de termes de référence, ont satisfait en fait, et pas seulement en théorie, de « vrais » offreurs et de « vrais » demandeurs, et qu'elles ont donc concilié les versants « valeur à la vente » et « valeur à l'acquisition ». Or, les méthodes de reconstitution directe de la valeur de l'entreprise par des voies analytiques privilégient, selon les cas, l'approche patrimoniale (côté vendeur) ou l'approche par le rendement (côté acquéreur) : la méthode par comparaison paraît exempte de tels biais. La méthode préférentielle du juge, clairement synthétisée par Madame Bokdam-Tognetti, souligne, et c'est logique en l'occurrence, la mainmise d'un raisonnement juridique sur la méthodologie de l'évaluation des entreprises.

6 – Mais les choses ne sont pas aussi simples.

Tout d'abord, il convient de définir ce qu'on entend par « transaction comparable ».

S'agit-il d'une transaction « interne » portant sur les titres de la même société, ou peut-on se référer à un comparable « externe » ? Et dans cette hypothèse, sauf à trouver le parfait jumeau monozygote, on glisse rapidement du simple recueil d'une valeur constatée à la reconstitution d'une valeur par application d'un ratio dégagé à partir de la transaction portant sur la société comparable. Le simple constat effectué par le juriste doit être complété par une restitution économique.

De surcroît, même dans l'analyse d'une transaction interne comparable, il faut toujours s'interroger sur le prix exprimé. Est-il réellement représentatif du « juste prix » ?

7 – Il convient donc de s'enquérir sur ce que la jurisprudence entend par « transaction comparable ».

Dans tous les cas, une proposition de rachat qui ne conduit pas à une cession effective ne saurait constituer une transaction susceptible de servir de terme de comparaison (*CE, 8^e et 3^e ss-sect., 23 juill. 2010, n° 308019, Marmajou : JurisData* n° 2010-012376 ; *Lebon T.*, p. 748 ; *Dr. fisc.* 2010, n° 44, *comm.* 541, *concl. N. Escaut, note R. Poirier ; RJF* 11/2010, n° 1024).

8 – En principe, la jurisprudence du Conseil d'État n'inclut dans l'évaluation prioritaire par comparaison que des transactions portant sur les titres de la même société.

Le Conseil d'État et les cours administratives d'appel ont rendu de nombreuses décisions en matière d'évaluation de titres non cotés dans le cadre de litiges nés de la contestation du prix d'une transaction ou de la remise en cause d'une déclaration de la valeur.

Selon le Conseil d'État, la méthode de détermination de la valeur vénale qui doit être privilégiée est la méthode par comparaison. Elle prend comme référence le 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, 8^e et 9^e ss-sect., 25 juin 1975, n° 92185 et n° 92186 : Dr. fisc.* 1975, n° 40-41, *comm.* 1291 ; *RJF* 9/1975, n° 399. – *CE, 8^e et 9^e ss-sect., 19 nov. 1975, n° 92041 : Dr. fisc.* 1976, n° 10, *comm.* 355 ; *RJF* 1/1976, n° 21. – *CE, 7^e et 8^e ss-sect., 14 juin 1978, n° 9403 : Dr. fisc.* 1978, n° 46-47, *comm.* 1813 ; *RJF* 7-8/1978, n° 316, *concl. B. Martin Laprade, p. 214 et s.* – *CE, 8^e et 7^e ss-sect., 6 juin 1984, n° 35415 et 36733, Sté Compagnie financière de Suez : Dr. fisc.* 1985, n° 7, *comm.* 287, *concl. J.-F. Verny ; RJF* 1984, n° 940 ; *RJF* 8-9/1984, p. 467).

La jurisprudence administrative est demeurée constante au cours des quarante dernières années.

Madame Bokdam-Tognetti relève que de nombreux et éminents commissaires du Gouvernement et rapporteurs publics ont décrit l'étape prioritaire de la méthode par comparaison comme prévoyant le recours à des transactions portant sur des titres de la même société et non sur des titres d'autres sociétés. Tel est le cas, notamment, du président Fouquet dans l'affaire Mas (*concl. O. Fouquet sous CE, 7^e et 9^e ss-sect., 10 mai 1991, n° 65610 et n° 65611, M. Mas : Dr. fisc.* 1992, n° 27, *comm.* 1283 ; *RJF* 7/1991, n° 952), de Laurent Olléon dans l'affaire Héraïl (*concl. L. Olléon sous CE, 8^e et 3^e ss-sect., 3 juill. 2009, n° 306363, min. c/ M. du Plessis de Pouzilhac : JurisData* n° 2009-081504 et n° 301299, *M. Héraïl : JurisData* n° 2009-081502 ; *Dr. fisc.* 2009, n° 41, *comm.* 496, *note R. Poirier.* – *V. RJF* 11/2009, n° 941 ; *RJF* 12/2009, *chron. V. Daumas*, p. 949 ; *Rev. adm.* 1/2010, n° 373, *obs. O. Fouquet*, p. 35), de Nathalie Escaut dans l'affaire Marmajou (*CE, 8^e et 3^e ss-sect., 23 juill. 2010, n° 308019, Marmajou, préc.*) ou encore de Julie Burguburu dans l'affaire Petit (*concl. J. Burguburu sous CE, 10^e et 9^e ss-sect., 31 mars 2010, n° 297307, Petit : BDCF* 6/2010, n° 67. – *V. RFN* 2010, *comm.* 68 ; *RJF* 6/2010, n° 591. – *V. C. Acard, Fiscalité financière : Dr. fisc.* 2010, n° 38, *étude* 486).

Par plusieurs arrêts du 13 mai 2015, (*V. not., CAA Nancy, 2^e ch., 13 mai 2015, n° 14NC01321*), la cour administrative d'appel de Nancy a confirmé la prééminence de l'évaluation par comparaison (transaction interne) en précisant que la valeur réelle des titres non cotés d'une société devait être déterminée 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 n'est qu'en l'absence de toute transaction ou de transaction équivalente qu'il est possible de recourir aux autres méthodes d'évaluation.

9 – La Cour de cassation retient la même approche que le Conseil d'État. Sa jurisprudence repose sur le principe sous-jacent selon lequel « la valeur réelle des titres doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande ».

En d'autres termes, c'est la définition du marché qui est l'endroit de rencontre entre l'offre et la demande relatives à un bien ou un service. C'est le lieu où se déterminent les prix et les quantités échangées. Offreurs et demandeurs viennent échanger des biens et des services en échange de monnaie.

L'analyse de la Cour de cassation est identique à celle du Conseil d'État sur la priorité donnée à l'approche comparative. L'arrêt du 7 juillet 2009 (*Cass. com.*, 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D, DGFIP *c/ Zorn* : *JurisData* n° 2009-049596 ; *Dr. fisc.* 2009, n° 37, *comm.* 463, *note R. Poirier* ; *RJF* 12/2009, n° 1173) souligne que la méthode par comparaison peut être retenue si les éléments produits répondent aux critères d'objectivité et de pertinence exigés par la jurisprudence et, dans ce cas, prime sur les autres méthodes. Ces méthodes sont dès lors subsidiaires. En l'espèce, la position de la Cour condamnait le pourvoi de l'administration fiscale, qui tentait de faire juger essentiellement qu'en matière de titres non cotés la méthode par comparaison n'est que l'une de celles qui peuvent être mises en œuvre en combinant les unes avec les autres.

La méthode comparative portant sur des transactions internes est donc la méthode prioritaire pour la jurisprudence.

10 – L'évolution jurisprudentielle a amorcé une timide extension de la notion de transaction comparable portant sur des sociétés similaires ou exerçant la même activité.

● L'arrêt du Conseil d'État du 29 décembre 1999 (*CE*, 9^e et 8^e *ss-sect.*, 29 déc. 1999, n° 171859, *M. Robardey* : *JurisData* n° 1999-159748 ; *Dr. fisc.* 2000, n° 21, *comm.* 427, *concl. J. Courtial* ; *RJF* 2/2000, n° 153) avait exclu le recours aux comparables externes en soulignant que commettait 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'avaient pas la même activité et ne présentaient pas les mêmes caractéristiques, en se fondant sur les seules circonstances que les sociétés avaient les mêmes dirigeants et opéraient dans le même secteur d'activité.

Le moins que l'on puisse relever c'est que la comparaison n'était pas pertinente.

● L'arrêt du Conseil d'État du 14 novembre 2003 (*CE*, 10^e et 9^e *ss-sect.*, 14 nov. 2003, n° 229446, *Lafarge* : *JurisData* n° 2003-080453 et n° 219298, *G. Lafarge* : *JurisData* n° 2003-080452 ; *Dr. fisc.* 2004, n° 25, *comm.* 560 ; *RJF* 2/2004, n° 124 ; *BDCF* 2/2004, n° 18, *concl. M.-H. Mitjavile*) constate qu'en l'absence de transactions portant sur des sociétés similaires, l'administration fiscale peut utiliser les méthodes subsidiaires. On peut donc penser *a contrario* que s'il existait des éléments pertinents de comparaison portant sur des sociétés présentant des caractéristiques suffisamment proches, ils pourraient être retenus. C'est d'ailleurs ce que relève Madame Mitjavile dans ses conclusions en soulignant que la méthode par comparaison avec d'autres transactions portant sur des titres de la même société est la plus satisfaisante. Cependant, et à défaut, il serait possible de retenir « toute transaction équivalente » comme terme de comparaison.

● L'arrêt du Conseil d'État du 23 juillet 2010 (*CE*, 8^e et 3^e *ss-sect.*, 23 juill. 2010, n° 308019, *Marmajou*, *préc.*) énonce, dans un premier temps, que le principe est la référence à des transactions portant sur les mêmes titres et ce n'est qu'en l'absence de telles transactions ou de transactions équivalentes que l'appréciation de leur valeur est faite en utilisant d'autres méthodes d'évaluation. Madame Bokdam-Tognetti observe toutefois, dans son étude précitée, que l'expression « ou tran-

saction équivalente » a pu semer le trouble, en donnant à penser à certains qu'une transaction ne portant pas sur les titres de la société mais sur des titres de sociétés équivalentes pourrait servir de comparable, même si l'alternative « ou transaction équivalente » pourrait également être lue comme renvoyant à la distinction entre transactions portant sur les « mêmes titres » et transactions portant sur « d'autres titres de la même société » qui se rencontre parfois dans de vieilles décisions.

● L'arrêt du Conseil d'État du 20 décembre 2011 (*CE*, 9^e et 10^e *ss-sect.*, 20 déc. 2011, n° 313435, *Sté Boulogne-Distribution* : *Dr. fisc.* 2012, n° 16, *comm.* 264, *concl. P. Collin* ; *RJF* 2012, n° 212) énonce 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. Toutefois, dans cet arrêt, si le Conseil d'État juge qu'une cour ne commet pas d'erreur de droit en estimant que l'administration fiscale a pu se fonder, pour déterminer la valeur de cession de titres d'une société en nom collectif, sur des termes de comparaison tirés de transactions portant sur des sociétés exerçant la même activité, l'examen des faits montre un décalage avec la portée très large du considérant de principe : il s'agissait en réalité d'évaluer par comparaison un fonds d'hypermarché dont la valeur était ensuite ajoutée par l'administration fiscale à la situation nette de la société. En somme, l'élément de comparaison ne portait que sur les fonds de commerce des hypermarchés et non sur la valeur globale des sociétés.

● Dans la décision Mallart (*CE*, 3^e et 8^e *ss-sect.*, 20 juin 2012, n° 343033, *min. c/ M. Mallart* : *JurisData* n° 2012-014317 ; *Dr. fisc.* 2012, n° 38, *comm.* 439, *concl. E. Cortot-Boucher*, *note R. Poirier* ; *RJF* 10/2012, n° 919), le Conseil d'État admet un élargissement de l'étape prioritaire à des transactions périphériques très particulières. Au cas d'espèce, la comparaison portait non sur des transactions affectant les titres d'une société similaire, mais sur des transactions affectant ceux d'une filiale. Le Conseil d'État admet la comparaison dans son principe, sous réserve que la part que la filiale représente dans l'actif de la société holding soit suffisante pour pouvoir en déduire une estimation de la valeur de marché des titres de la société holding. La rédaction de l'arrêt paraît toutefois n'envisager le recours à ce comparable externe – en réalité quasi interne – que comme une dérogation prudente et assez exceptionnelle au principe d'évaluation par référence à des transactions portant sur les titres de la même société.

L'arrêt évoque également la problématique de la décote de holding, très faible en l'occurrence compte tenu du fait que la filiale était le seul actif de la société mère, ce qui condamne implicitement les décotes successives dans l'hypothèse d'une structure capitalistique en poupées russes.

11 – En l'état actuel de la jurisprudence, la recherche de comparables internes paraît constituer le principe général au stade de la méthode prioritaire, le comparable externe n'étant admis qu'à titre dérogatoire et exceptionnel.

Dans la mesure où il n'existe pas une évaluation « fiscale », il convient de s'interroger sur la doctrine de la DGFIP et celle des praticiens de l'évaluation des entreprises et des droits sociaux.

2. Les préconisations du Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés sur la méthode comparative

12 – Selon le Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, publié par la DGFIP en novembre 2006, 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.

13 – Deux modes de comparaison peuvent être mis 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 professionnel).

14 – **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.

[Nda : les praticiens ajoutent une condition : le(s) secteur(s) sur le(s)quel(s) intervien(nen)t la société ne doit pas avoir subi de modifications significatives et la position concurrentielle de la société doit être restée similaire (V. en ce moment la tombée en disgrâce de Twitter dans le secteur)].

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

15 – **Comparaisons boursières ou avec des transactions d'entreprises non cotées.** – 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 [Nda : l'affirmation sur la corrélation avec les résultats est discutable].

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 [Nda : sauf à tenir compte des primes de contrôle].

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.

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 [Nda : 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. La comparaison pour être pertinente 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. Certaines revues spécialisées ou sites publient également des listes de ratios par secteur d'activité.

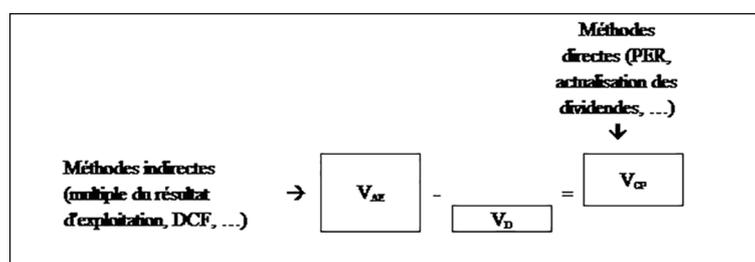
16 – On relève ainsi, dans le guide de l'administration fiscale, une timide ouverture vers la prise en compte des transactions externes qui pourraient « conforter » les valorisations, sous-entendues déterminées par d'autres méthodes. Il est donc intéressant d'analyser la démarche théorique et pratique des évaluateurs.

3. La pratique de l'évaluation

A. - La pratique des évaluateurs selon Pierre Vernimmen

17 – La pratique de l'évaluation a généralement pour ambition d'aboutir à une valorisation des actions et/ou à une valeur des capitaux propres de l'entreprise (*P. Vernimmen, La pratique de l'évaluation de l'entreprise – Finance d'entreprise : Dalloz, chap. 33, 2017*).

Les capitaux propres peuvent être évalués de façon indirecte, c'est-à-dire en évaluant d'abord la valeur de l'actif économique (VAE ou encore valeur d'entreprise ou VE) puis en retranchant la valeur de l'endettement net. Ils peuvent l'être de façon directe, sans passer par l'intermédiaire de la valeur de l'actif économique.



- Par ailleurs, deux types d'approches sont généralement utilisés :
- une démarche fondamentale d'actualisation des flux qui se déclinera en actualisation des flux de trésorerie disponibles pour la firme, dite « méthode DCF » (*discounted cash flows* en anglais), ou (plus rarement) en actualisation des dividendes ; c'est la recherche, en quelque sorte, de la valeur intrinsèque cohérente avec la théorie financière (actualisation des flux de trésorerie ou taux de rentabilité exigé) ;
 - une approche analogique fondée sur la comparaison des activités de même nature de sociétés distinctes (méthode des comparables).

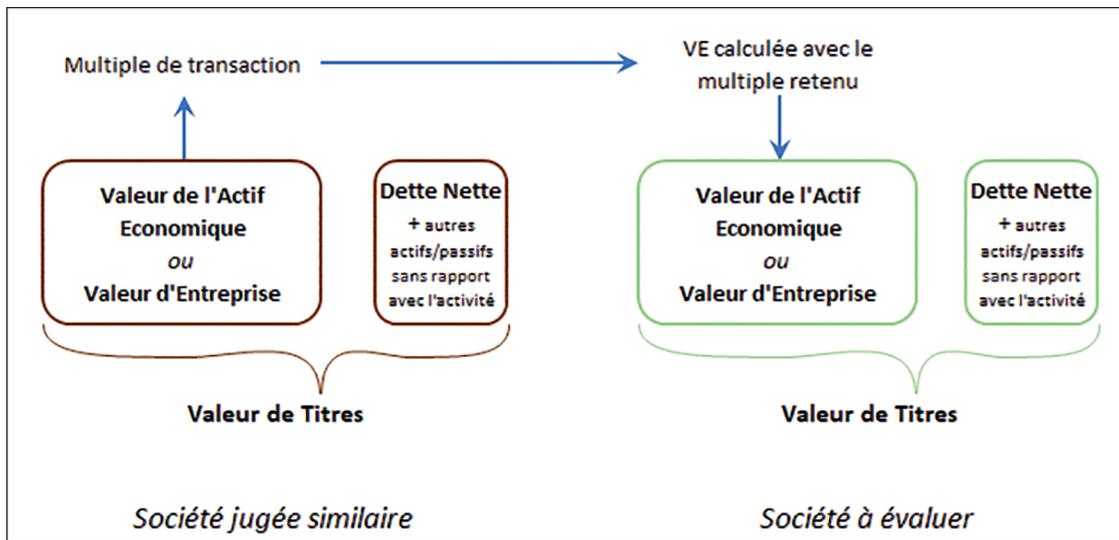
Les marchés étant à l'équilibre, on doit pouvoir situer la valeur d'une entreprise par rapport aux autres.

Valeur des capitaux propres	Approche indirecte	Approche directe
Méthode intrinsèque (actualisation des flux de trésorerie)	Actualisation des flux de trésorerie disponibles au coût moyen pondéré du capital (K) – Valeur de l'endettement net	Actualisation des dividendes au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire (KCP)
Méthodes comparatives (multiples des sociétés comparables)	Multiple du résultat d'exploitation × Résultat d'exploitation – Valeur de l'endettement net	Multiple du résultat net (PER) × Résultat net

18 – La « méthode des comparables » est dénommée la méthode des multiples dans l'ouvrage de référence.

- L'approche par les multiples est fondée sur trois grands principes :
- l'entreprise est évaluée globalement car elle s'attache, non à la valeur 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 ; le multiple dépend de la croissance attendue, du risque et du niveau des taux d'intérêt ;
 - l'entreprise est évaluée pour un multiple de sa capacité bénéficiaire ; l'approche est comparative car les multiples calculés peuvent être issus d'un échantillon d'entreprises cotées comparables ou d'un échantillon d'entreprises ayant été cédées récemment, et pour lesquelles une valeur de capitaux propres ou une valeur d'entreprise (VE) a donc été extériorisée ; on parlera de multiples boursiers et de multiples de transactions ;
 - les marchés sont à l'équilibre et des comparaisons sont donc justifiées.

La difficulté réside bien évidemment dans la constitution d'échantillons d'entreprises comparables. Les praticiens ont recours aux bases de données et aux informations disponibles publiées par diverses sources documentaires.



19 – Différents multiples. – Deux grandes familles de multiples peuvent être distinguées :

- les multiples permettant d'établir la valeur de l'actif économique, ou valeur d'entreprise (VE), sont des multiples d'agrégats avant frais financiers. Le multiple le plus pertinent est souvent le multiple du résultat d'exploitation (REX ou EBIT), mais le multiple de l'excédent brut d'exploitation (EBE ou EBITDA) est de plus en plus utilisé ;
- il est cependant possible de calculer d'autres multiples comme le taux du chiffre d'affaires ou des multiples plus spécifiques (nombre de chambres d'hôtel, nombre de lits, nombre d'abonnés, etc.). Ces multiples seront d'autant plus intéressants que l'échantillon présente une rentabilité économique normative. Ils ont beaucoup de sens pour

les petits commerces (café-restaurant, blanchisserie, commerces de bouche, etc.) pour lesquels les transactions sont nombreuses et où, de surcroît, le chiffre d'affaires est plus significatif de la profitabilité affichée ; on passe ainsi des bases de données aux barèmes d'antan, mais les bases de données ne sont-elles pas la version moderne des barèmes utilisés par les experts et les tribunaux qu'on retrouve dans les documentations professionnelles ou dans les fiches de l'administration fiscale ?

- les évaluateurs examinent aussi 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 et portant sur la cession du contrôle d'entreprises. L'utilisation du cours

de bourse pour calculer les multiples boursiers aboutit à une valeur « de minoritaire ». En retenant le prix payé pour l'acquéreur, le multiple intègre donc fréquemment la prime de contrôle qu'il a payée pour obtenir le contrôle de la cible. Les multiples de transactions sont donc issus de valeurs dites « de majoritaire ».

20 – La méthode par comparaison s'impose à l'administration fiscale lorsqu'elle entend rectifier le prix de l'évaluation d'un immeuble ou d'un fonds de commerce. Cependant, eu égard à la difficulté d'effectuer une évaluation par comparaison, cette méthode ne peut que rarement être retenue en présence de titres de sociétés non cotées (BOI-CF-IOR-10-40, 12 sept. 2012, § 150).

Si la méthode comparative portant sur des transactions externes s'avère délicate, elle n'est pas impossible si on veut bien faire sienne une démarche d'analyse financière.

21 – En effet, en matière de valorisation de droits sociaux, on peut adopter la démarche couramment utilisée en matière d'évaluation immobilière.

Dans sa forme la plus simple, l'estimation peut être effectuée « en bloc » en retenant pour évaluer un immeuble donné, le prix global constaté sur le marché pour un immeuble identique ou similaire. Cette hypothèse correspondrait à la cession de la totalité des droits sociaux d'une société exploitant un fonds de commerce qui serait comparée à une autre de même nature.

En fait, cette hypothèse existe très rarement dans la mesure où aucun immeuble n'est réellement comparable à l'immeuble voisin. Il en est de même pour les sociétés.

Le mode opératoire « sec » doit donc être adapté, c'est pourquoi la mise en œuvre de la méthode par comparaison en matière immobilière se fait selon divers procédés basés sur des « réductions » consistant à décomposer le prix global exprimé pour chaque mutation en fonction d'un étalon de mesure choisi. Il existe ainsi, selon la nature des biens à évaluer, plusieurs méthodes de comparaison : évaluation au mètre carré de superficie bâtie, évaluation distincte du terrain et des constructions, évaluation au mètre carré habitable, évaluation à la pièce principale... À partir de ces informations, il est possible de « reconstituer » une valeur théorique du bien reflétant une valeur de marché.

En matière de droits sociaux, il est possible de procéder par analogie, mais il faut accepter l'idée d'évacuer d'emblée la recherche improbable du parfait jumeau.

Pour ce faire, il faut mettre en exergue la technique de la décomposition entre la valeur (de marché) des capitaux propres et la détermination de la valeur de l'actif économique (VE) diminuée de la dette financière nette (DFN). Il ne s'agit pas d'observer une transaction et de la transposer, mais d'analyser une entité économique et de désagréger ses moyens mis en œuvre et son financement.

B. - La mise en œuvre d'une approche multicritères selon l'Autorité des marchés financiers

22 – En 2006, l'Autorité des marchés financiers a publié une recommandation n° 2006-15 intitulée « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières » qui a succédé à une recommandation de la COB de 1977.

Le rapport de l'expert indépendant contient une évaluation de la société visée par l'opération. Cette évaluation repose sur une approche multicritères qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation pour les sociétés cotées.

23 – Méthodes d'évaluation. – Il existe deux panels de méthodes d'évaluations :

– les approches analogiques consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur,

soit parce qu'elles sont cotées, soit parce qu'elles ont fait l'objet d'une transaction récente dont les caractéristiques ont été rendues publiques,

– les approches intrinsèques consistent à déterminer la valeur de l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et des risques propres à celle-ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et, dans certains cas, l'actif net réévalué).

24 – Références de valorisation. – Les références de valorisation complètent l'analyse de l'expert indépendant en la confrontant à des indicateurs de valeur qui sont notamment :

- la valeur comptable des actifs,
- le cours de bourse de la société,
- les opérations significatives réalisées sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation,
- le cours-cibles des analystes.

24 – Pour chaque évaluation, l'expert indépendant définit, en fonction de la pertinence des informations disponibles, la ou les méthodes qui sont les mieux adaptées à la société concernée. L'expert indépendant met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles de méthodes définies ci-dessus. Il confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre.

L'expert indépendant justifie dans son rapport, en des termes adaptés aux caractéristiques de chaque évaluation, la décision d'exclure toute méthode ou toute référence de valorisation précédemment citée (en particulier s'il s'agit des cours de bourse historiques ou d'une moyenne des cours de bourse), en exposant, lorsque cela est possible, les résultats auxquels la méthode ou la référence exclue aurait conduit.

Dans la réalisation de ses travaux, l'expert indépendant respecte le principe de transparence. Les sources des informations et des données utilisées sont clairement indiquées et les écarts éventuels constatés entre différentes sources sont mentionnés dans son rapport. Pour l'application de la méthode des comparables, l'expert indépendant explique le choix de l'échantillon et les retraitements auxquels il a procédé afin de rendre les données utilisées homogènes.

L'expert indépendant applique les principes de cohérence et de pertinence. Il s'assure notamment, pour la méthode analogique, que :

- les sociétés de l'échantillon sont suffisamment comparables en termes de risques, de rentabilité et de croissance,
- les multiples tiennent compte des spécificités de l'entreprise et des comparables à évaluer,
- l'échantillon des comparables boursiers est composé de sociétés dont les titres sont suffisamment liquides,
- la méthode des transactions comparables est utilisée avec un échantillon de transactions récentes, d'autant plus récentes que la valorisation du marché boursier aura pu évoluer fortement au cours des deux dernières années.

25 – Il ressort de la recommandation de l'Autorité des marchés financiers :

- l'existence de deux grandes familles d'évaluation,
- des références de valorisation,
- l'expert indépendant met en œuvre, lorsqu'elles sont pertinentes, les deux familles d'évaluation, puis confronte les résultats obtenus aux références disponibles et explique clairement la démarche qui l'a conduit à privilégier telle méthode ou référence par rapport à une autre,
- les références peuvent porter sur des sociétés externes ou sur les opérations significatives réalisées, sur les titres de la société faisant l'objet de l'évaluation,
- elle n'exclut pas l'utilisation d'une seule méthode d'évaluation si elle s'avère pertinente.

C. - Les normes en matière d'évaluation

1° Les IFRS et la jurisprudence

26 – Depuis 2005, les IFRS (*International Financial Reporting Standard*) sont le référentiel applicable aux sociétés cotées sur un marché européen. Un référentiel comptable est un ensemble de normes (règles) définissant les méthodes de comptabilisation, chaque pays ayant son propre référentiel qui peut être plus ou moins éloigné des IFRS. Il n'empêche que ces dernières influencent fortement la pratique des évaluateurs. Les normes IFRS sont produites par l'IASB (*International Accounting Standard Board*).

L'utilisation des normes IFRS par les entreprises est un gage de transparence et de comparabilité accrue (O. Ramond, L. Paugam, J.-F. Casta et L. Batsch, *Évaluation financière et normes IFRS : Économica*, 2017).

Schématiquement, la détermination de la juste valeur d'un actif financier (ou d'un passif financier) repose sur la démarche synthétique suivante constituée de trois étapes.

27 – **Le bien fait-il l'objet d'une cotation sur un marché actif ?** Un marché est considéré comme « actif » si les informations relatives aux cours sont « aisément et régulièrement » disponibles auprès d'un tiers (une bourse par exemple). Les prix doivent représenter des transactions réelles et intervenant régulièrement sur le marché dans des conditions de concurrence normale. On parle de « *mark-to-market value* », c'est-à-dire de valeur de marché de niveau 1. Dans le cas contraire, il faut passer au niveau 2.

28 – **Existe-t-il une transaction récente sur un bien similaire ?** L'IASB admet le recours à l'utilisation de transactions récentes, réalisées dans des conditions de concurrence normale entre parties informées et consentantes, comme référence à la juste valeur actuelle d'un autre instrument identique en substance. On parlera de « *mark-to-transaction value* ». En cas d'inexistence de tels comparables, la norme IAS 39 préconise l'utilisation de modèle permettant l'évaluation de l'instrument financier par recours au niveau 3.

29 – **Le bien est-il modélisable selon une technique d'évaluation consensuelle ?** Dans le cas où il existerait une méthode d'évaluation fréquemment utilisée par les intervenants sur le marché pour évaluer l'instrument (par exemple un modèle DCF) et s'il a été démontré que cette technique produit des estimations fiables, l'entité peut y recourir. On parlera alors de « *mark-to-model value* » ou valeur de modèle de niveau 3. On peut aussi y voir une démarche reposant sur les critères Daubert (arrêt du 28 juin 1993 de la Cour suprême des États-Unis) qui a déterminé les éléments de référence de crédibilité et d'acceptabilité d'une expertise présentée comme scientifique. La technique d'évaluation choisie utilise au maximum des données de marché et repose aussi peu que possible sur des données spécifiques à l'entité, à l'exception du plan d'affaires de la société. Elle intègre tous les facteurs que les intervenants sur le marché prendraient en considération pour fixer un prix et est conforme aux méthodes économiques acceptées pour la fixation du prix d'instruments financiers. L'entité calibre périodiquement la technique d'évaluation et en vérifie la validité en utilisant les prix de transactions courantes sur le marché qui peuvent être observés pour le même instrument (sans modification, ni reconditionnement) ou selon des données de marché observables.

30 – Dans le cas où aucun modèle ne permettrait d'évaluer, de manière fiable, la valeur de l'instrument, les normes IFRS prévoient la possibilité de ne pas appliquer la norme IAS 39 à l'instrument financier en question. Il s'agit de l'« *overriding principle* » ou principe dérogatoire. Les évaluateurs utiliseront alors des méthodes pragmatiques ou sectorielles.

2° Approche fondée sur le marché dans les normes IVSC

31 – L'approche fondée sur le marché consiste à comparer l'entreprise à évaluer avec des entreprises, des intérêts dans une entreprise et des titres comparables qui ont été échangés sur le marché et avec des transactions sur titres réalisées dans l'entreprise.

L'approche fondée sur le marché est commentée dans les Normes Internationales d'Évaluation publiées par l'*International Valuation Standards Council* (IVSC).

L'IVSC est un organisme international qui a pour objectif de traiter de la question des standards internationaux et de favoriser l'émergence de règles professionnelles. Son rôle consiste à mettre en place des standards d'évaluation applicables internationalement à tous types d'actifs et dans toutes circonstances. En France, la Fédération française des experts en évaluation (FFEE) est une association professionnelle qui prône et diffuse les normes de l'IVSC, et regroupe les principales associations ou institutions d'évaluateurs.

Les transactions antérieures ou les offres qui ont porté sur des actifs de la société peuvent également donner une indication de la valeur.

Les trois principales sources de données utilisées dans l'approche fondée sur le marché sont le marché boursier sur lequel des participations dans des entreprises similaires sont échangées, le marché des acquisitions sur lequel les entreprises sont cédées ou acquises, et les transactions antérieures qui ont porté sur des actions ou des offres de rachat de l'entreprise évaluée.

L'approche fondée sur le marché nécessite qu'une comparaison entre entreprises soit raisonnablement possible et qu'elle soit fiable. Ces entreprises similaires doivent appartenir au même secteur que l'entreprise évaluée ou à un secteur sujet aux mêmes variables économiques. Les facteurs à prendre en compte pour savoir s'il existe une base de comparaison raisonnable comprennent :

- la similitude avec l'entreprise évaluée en termes de caractéristiques qualitatives et quantitatives,
- la quantité et le caractère vérifiable des données concernant les entreprises similaires,
- si le prix de l'entreprise similaire correspond à des conditions de concurrence normale.

Une analyse comparative sur les similitudes et les différences qualitatives et quantitatives entre l'entreprise évaluée et les entreprises similaires doit également être réalisée.

Les ratios d'évaluation sont calculés en effectuant une analyse de sociétés cotées ou de transactions réalisées. Il s'agit généralement du cours rapporté au bénéfice ou à l'actif net. Pour calculer et sélectionner ces ratios, il est nécessaire de prendre en compte les éléments suivants :

- le ratio doit fournir des informations significatives sur la valeur de l'entreprise,
- des ajustements peuvent être nécessaires pour que le ratio corresponde davantage à l'entreprise évaluée. Il peut s'agir, par exemple, d'ajustements liés à des différences en termes de risque et d'anticipations entre les entreprises similaires et l'entreprise évaluée,
- des ajustements peuvent être nécessaires pour refléter les différences que présentent des participations évaluées sur le plan du degré de contrôle, de la cessibilité, ou de la taille.

Les commentateurs du marché utilisent fréquemment des indicateurs d'évaluation comme un raccourci de l'approche fondée sur le marché. Toutefois, il convient de ne pas accorder trop d'importance à ces valeurs indicatives, sauf à pouvoir montrer que les vendeurs et les acheteurs se fient à ces indicateurs. Même quand c'est le cas, une vérification croisée doit toujours être entreprise en utilisant au moins une autre méthode.

Les prix de marché des actions ou des intérêts dans des *partnerships*, les prix d'acquisition d'intérêts dans des entreprises ou d'entreprises ayant des activités identiques ou similaires sont également utilisés pour vérifier de manière raisonnable la conclusion d'évaluation d'une entreprise obtenue en utilisant une autre approche.

D. - La mise en œuvre par les experts des méthodes analogiques

32 – Dans la mesure où il est assez illusoire de pouvoir se référer à des transactions strictement comparables, les évaluateurs procèdent par conversion (*Ph. Raimbourg, M. Boizard et O. Grivillers, Ingénierie financière, fiscale et juridique : Dalloz, chap. 3, 2015*).

33 – Transactions comparables. – Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise examinée correspond au prix payé sur le marché dans d'autres transactions.

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,
- 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 des fonds propres.

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 des bases de données ou de la documentation idoine est primordiale.

Cependant, le prix de vente d'une société étant le plus souvent confidentiel et étant susceptible de ne pas refléter le prix réel, les praticiens utilisent également les comparables boursiers pour les sociétés importantes.

34 – Comparables boursiers. – Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de l'entreprise les multiples de valorisation observés sur les sociétés cotées ayant des activités similaires.

L'objectif de l'évaluateur est de trouver des entreprises cotées :

- exerçant dans le même secteur professionnel et plus précisément sur le créneau dans lequel se situe la société à évaluer ; il peut donc parfois ne pas y avoir de comparaison possible,
- ayant une taille comparable ou suffisante,
- de préférence de même nationalité ou exerçant dans un pays dans lequel les structures économiques sont proches.

Si le multiple est tiré d'une comparaison boursière, il y aura lieu d'appliquer au résultat obtenu, une décote de taille (incluant la non-liquidité des titres).

35 – Rapprochement avec le Guide de l'évaluation. – La valorisation par le REX peut être mise en œuvre pour conforter une valeur de productivité.

La valorisation par l'EBE peut remplacer la méthode traditionnellement utilisée par l'administration fiscale dite MBA (Marge Brute d'Autofinancement).

Ces deux approches reposent sur une évaluation globale de l'entreprise établie par comparaison directe ou indirecte. Elles ont l'avantage de permettre la prise en compte de l'endettement financier et, par conséquent, d'affiner la valeur entre les sociétés qui n'ont pas toutes le même niveau de charges financières.

Ces multiples constituent des instruments d'observation très appréciés actuellement, de sorte que les ouvrages privés publient fréquemment des données statistiques de ces ratios pour les différents secteurs d'activité.

Malgré tout, ces méthodes, d'application délicate car la détermination de la valeur d'entreprise comme le choix du multiple, requièrent une attention particulière.

4. Considérations finales

36 – La démarche du régulateur est-elle si novatrice ? Ou la jurisprudence a-t-elle été créatrice de normes avant l'heure ?

Dans le cadre du présent article qui s'attache à présenter un tour d'horizon sur le modèle comparatif, il est possible de se montrer quelque peu fomentateur.

La démarche de l'IASB est certes scientifique, mais emprunte aussi de bon sens.

Le *decrecendo* est logique et permet de passer de l'évaluation d'un paquet d'actions d'une société cotée à la valorisation d'une TPE.

37 – La hiérarchie des modèles ne permet cependant pas au plan fiscal de prendre en compte toutes les situations.

À cet égard, on rappellera qu'en matière de titres cotés, la loi traite de certaines situations :

- droits de donation : l'article 759 du CGI retient le cours moyen au jour de la transmission,
- déclarations d'ISF : l'article 885 T bis du CGI précise qu'il faut retenir le dernier cours connu ou la moyenne des 30 derniers jours,
- évaluation des titres de placement cotés : en vertu de l'article 38 septies de l'annexe III au CGI, celle-ci est effectuée au cours du dernier mois.

On relève dans l'analyse de la jurisprudence que les décisions du Conseil constitutionnel sur les nationalisations puis sur les privatisations (1982-1986) n'ont pas retenu comme seule méthode de valorisation le cours de bourse, mais une approche multicritères pour approcher au mieux la « valeur vénale ».

La Cour de cassation, pour sa part, n'admet aucune dérogation à la loi (*Cass. com., 8 juill. 1997, n° 95-16.803, M^{me} Bedrossian : JurisData n° 1997-003273 ; Dr. fisc. 1997, n° 42, comm. 1092 ; JCP E 1997, pan. 1082, p. 363 ; JCP G 1997, IV, 1950 ; JCP N 1997, n° 49, II, p. 1506 ; RJF 12/1997, n° 1196. – Cass. com., 12 janv. 1999, n° 97-11.590 : JurisData n° 1999-000073. – Cass. com., 23 févr. 1999, n° 96-19.507*).

En revanche, le Conseil d'État a une position plus souple, puisqu'une dérogation est possible si les justifications sont apportées (*CE, 7^e et 8^e ss-sect., 21 nov. 1980, n° 17055, Participations pétrolières : JurisData n° 1980-600332 ; Dr. fisc. 1981, n° 7, comm. 279, concl. P. Rivière ; RJF 1/1981 n° 10, chron. J.-M. Sauvé. – CE, 8^e et 7^e ss-sect., 6 juin 1984, n° 35415 et 36733, Sté Compagnie financière de Suez, préc. – CE, 8^e et 9^e ss-sect., 26 févr. 1990, n° 76860, C^{ie} financière de Suez : JurisData n° 1990-600568 ; Dr. fisc. 1990, n° 25-26, comm. 1225 ; RJF 4/1990, n° 397*).

38 – La démarche adoptée par la cour d'appel de Reims dans son arrêt du 12 mars 2013, n° 11/01583, précité est dans la ligne de réflexion de l'IASB, si on écarte les titres cotés (niveau 1). La cour relève que la valeur des parts, qui s'entend comme étant le prix qu'en offrirait un « acheteur quelconque » doit par principe être fixée par la seule méthode de comparaison concrète avec les prix de cession de biens intrinsèquement similaires dans un temps voisin de celui de la mutation taxée (niveau 2), les autres méthodes d'évaluation (niveau 3) ne devant être utilisées que par défaut, dans l'hypothèse où l'administration fiscale et/ou le contribuable sont dans l'incapacité de proposer des termes de comparaison utiles, concernant des mutations antérieures.

On observera cependant que si l'arrêt de la cour de Reims synthétise bien la démarche à adopter, la jurisprudence était fixée depuis une époque bien antérieure à l'arrêt de 2013.

39 – S'agissant d'une société non cotée, l'arrêt du Conseil d'État du 21 octobre 2016 ne se situe pas dans le champ du niveau 1 reflétant la

hiérarchie des normes telle que définie par l'IASB. En revanche, les opérations incriminées rentrent dans le cadre du niveau 2 puisqu'il existe des transactions récentes portant sur des biens similaires « purs » s'agissant de titres de la même société (transactions internes). À condition de s'assurer que les transactions en référence expriment le juste prix, il est fondé de recourir prioritairement à l'évaluation par comparaison avec des transactions pouvant servir de référence.

40 – La question soumise à la Haute assemblée touchait aux modalités d'articulation entre la méthode prioritaire et les autres modalités d'appréciation. Au cas d'espèce, le Conseil d'État a justement sanctionné une méthodologie qui combinait une valeur issue d'une situation de niveau 2, envisagée dans les normes de l'IASB, avec des méthodes de niveau de confiance inférieure.

Pour le rapporteur public, la cour de Nancy avait commis le sacrilège d'accepter que soient combinées entre elles, non pas seulement les méthodes subsidiaires entre elles, mais certaines de ces méthodes supplétives avec la méthode de transactions comparables réputée prioritaire.

41 – Dans son arrêt du 26 mars 2015, la cour administrative d'appel de Nancy avait considéré que « dans ces conditions, la méthode des transactions comparables combinée aux autres méthodes de calcul,

a permis d'obtenir le résultat le plus proche possible de celui qui résulterait de la rencontre de l'offre et de la demande ». Cette décision a été censurée par la décision ici commentée du Conseil d'État, qui a renvoyé l'affaire devant la cour. Celle-ci s'est inclinée en considérant, dans son arrêt du 4 mai 2017 (*CAA Nancy, 3^e ch., 4 mai 2017, n° 16NC02420, Sté France Elévateur*), que le rapprochement entre le prix des cessions intervenues le lendemain sur des titres similaires restait sans portée sur le calcul effectué (moyenne arithmétique entre la valeur mathématique et valeur de productivité) et s'est rendue à la position de l'administration fiscale, sans faire référence aux cessions concomitantes dont le prix était pourtant proche (300 € contre 274 € par action).

42 – Le rapporteur public s'interroge finalement sur le bien-fondé d'une réflexion portant sur les comparables externes en se demandant s'il y a vraiment lieu de continuer à leur accorder la même priorité qu'à la comparaison avec des transactions sur les titres de la même société. Pour Monsieur Crépey, il n'apparaît pas certain que la com-

paraison avec des titres prétendument analogues ait une pertinence si évidemment supérieure aux méthodes dites alternatives qu'il faille la leur préférer au point d'exclure toute confrontation avec les résultats qu'elles produisent. Le rapporteur public incline à faire entrer la méthode de comparaison avec des transactions sur des titres de sociétés similaires dans le cercle des méthodes subsidiaires à combiner entre elles. Il s'agit en réalité de l'approche multicritères prônée par l'Autorité des marchés financiers.

43 – Observation faite qu'il y a peu (pas ?) de décisions portant sur l'application de la méthode utilisant des comparables externes, tels que l'entendent les praticiens, l'arrêt du Conseil d'État n'est pas en opposition avec les normes d'évaluation. En revanche, en matière de transactions comparables, on n'a pas souvent affaire à des transactions vraiment comparables, portant de surcroît sur les titres de la même société. Aussi, conformément à la pratique, il est désormais souhaitable que la jurisprudence et l'administration fiscale soient plus ouvertes à l'utilisation de comparables externes ou aux multiples de transactions. Certes, pour une bonne utilisation de ceux-ci, il est nécessaire de procéder à une sélection préalable rigoureuse, à une recomposition et à un retraitement des agrégats financiers, qui demandent au préalable l'acceptation d'une démarche financière, mais il n'est pas réaliste d'ignorer la pratique des évaluateurs qui accompagne les transactions constatées sur le marché.

De surcroît, les méthodes analogiques, qui sont souvent des instruments de recouplement des méthodes intrinsèques, peuvent devenir principales, voire uniques, lorsqu'il n'existe pas de prévisions crédibles ou que les autres approches ne s'avèrent pas pertinentes.

44 – Comparaison n'est pas raison, dit le proverbe. Les analogies fonctionnent parce qu'elles sont des images, apparemment faciles à apprécier, mais leur valeur est-elle en l'occurrence représentative du juste prix ? En tout état de cause, la comparaison des semblables, mais non identiques, est un moteur de réflexion intégré de plus en plus dans la démarche d'évaluation.

Thierry SAINT-BONNET,
commissaire aux comptes,
expert près la cour d'appel de Paris
et des cours administratives d'appel de Paris et de Versailles

MOTS-CLÉS : Évaluation des biens - Méthode comparative - Tour d'horizon

JURISCLASSEUR : Fiscal ID, fasc. 226-50, A.-G. Hamonic-Gaux