BAUX COMMERCIAUX

Rentabilité, risque et indemnité d'éviction : pour un bon usage des méthodes d'évaluation 141d8

L'essentiel

Alors qu'un fonds de commerce répond à une logique financière certaine, il doit faire l'objet d'une évaluation tenant compte à la fois de la rentabilité actuelle et future de ses activités et du risque attaché à celles-ci. Cette évaluation est d'autant plus importante en matière d'éviction.

Étude par
Thierry BERGERAS
Président de Bergeras Expertises, expert en finance et en estimations immobilières près la cour d'appel de Paris, expert agréé par la Cour de cassation, *chartered surveyor*, SFAF

Il convient en premier lieu d'opérer un retour aux textes.

L'article 145-14 du Code de commerce dispose que l'indemnité d'éviction comprend notamment la valeur marchande du fonds de commerce déterminée suivant les usages de la profession, augmentée éventuellement des frais normaux de déménagement et de réinstallation ainsi que des frais et droits de mutation à payer pour un fonds de même valeur, sauf dans le cas où le bailleur fait la preuve que le préjudice est inférieur.

Faute d'un transfert possible du fonds sans perte significative de la clientèle existante, la valeur d'un fonds de commerce sert souvent de support à l'évaluation de l'indemnité principale constitutive d'une indemnité d'éviction.

La difficulté est de savoir ce que signifie l'expression « valeur marchande ». En réalité, quelle que soit la définition de la valeur marchande, entendue comme valeur de mise sur le marché, les outils de l'analyse financière sont nécessaires. La chose est certaine : la valeur d'un fonds de commerce répond à une logique financière. N'en déplaisent à ceux qui opposent finance et commerce, ces deux notions se recoupent et se rejoignent en vue d'un seul objectif : l'établissement d'une valeur par un expert.

C'est ici qu'interviennent les notions cumulées de risque et de rentabilité dans la gestion des méthodes. Un fonds de commerce doit être évalué par des méthodes qui tiennent compte de la rentabilité actuelle mais aussi future des activités exercées dans le fonds de commerce, ainsi que du risque attaché à cette activité.

Comment bien apprécier le risque d'une activité dans l'évaluation d'un fonds ? Tel est le problème récurrent rencontré par les experts. Quels sont les outils à sa disposition pour tenir compte du risque d'une activité ?

La problématique est nouvelle. Pendant longtemps, pour des fonds de commerce de boutiques traditionnelles, on prenait des méthodes, tout aussi traditionnelles, fondées sur des ratios issus de barèmes professionnels ou des ratios choisis à partir de transactions dites comparables.

Ces approches ne sont pas toujours transposables aux cas que les experts rencontrent fréquemment. En effet, les barèmes ne peuvent tenir compte de l'ancienneté des transactions, de la dispersion géographique de l'échantillon, de la disparité des fonds ainsi que de la déconnexion des barèmes d'avec le marché. Le développement des enseignes dans un monde de plus en plus atomisé avec souvent une surévaluation des éléments incorporels dans les bilans, amène progressivement à adapter nos méthodes avec de nouveaux paramètres.

Une nouvelle donne, un *new deal* de l'expertise est nécessaire et il reviendra aux experts d'apporter leur contribution à la mise en œuvre de méthodes étayées et fondées. Dans ce contexte, nous allons ainsi reprendre, pour cette étude, les grandes lignes en matière d'évaluation et indiquer comment les notions de rentabilité et de risque sont prises en compte en matière d'éviction, d'une part, à travers une approche comparative (I) et, d'autre part, à travers une approche globalisante (II).

I. L'APROCHE ANALOGIQUE : C'EST LA PLUS PERTINENTE ET, DE SURCROÎT, APPRÉCIÉE DE L'ADMINISTRATION FISCALE

Cette méthode, plutôt adaptée pour des grandes entreprises, consiste à estimer la valeur d'un fonds de commerce à partir d'informations issues du marché financier. La valeur obtenue correspond ainsi à la valeur qu'attribue le marché à des fonds de commerce comparables à celui que l'on veut analyser.

Elle consiste à déduire les multiples applicables à notre société analysée en rapprochant les valeurs d'entreprise d'un échantillon de sociétés avec leur chiffre d'affaires ou leurs résultats nets (vous calculez les ratios valeurs d'entreprise/chiffre d'affaires ou valeurs d'entreprise/excédent brut d'exploitation ou valeurs d'entreprise/résultat net). On en déduit ensuite les multiples de valorisation des sociétés de l'échantillon. Enfin, on estime la valeur du fonds de commerce de la société que nous devons expertiser en s'appuyant sur les multiples constatés pour les sociétés de l'échantillon.

Quel est le bon agrégat comptable à retenir ? Le chiffre d'affaires ? Le résultat net ? L'excédent brut d'exploitation (correspondant à la somme du résultat d'exploitation + les dotations aux provisions et amortissement moins les reprises sur provisions et amortissement) ?

Tout dépend du degré de dépendance de la société analysée à l'agrégat retenu. Si une société est dans le domaine

de la grande distribution et ainsi très dépendante de la marge d'exploitation on retiendra l'excédent brut d'exploitation (EBE) comme un bon indicateur. Si une société démarre une activité, le chiffre d'affaires constituera un bon indicateur. Si une société est peu endettée, le résultat net est à son tour un indicateur fiable.

Quel est le bon échantillon ? Afin de parvenir à de bons résultats, l'expert doit choisir un large échantillon. Cela permet ainsi de gommer les différences et de limiter les effets des situations extrêmes.

Prenons un exemple pour mieux apprécier la méthode.

Vous travaillez sur une société AAA intervenant dans le domaine du prêt à porter. Vous avez estimé l'EBE de cette société de 2 M € et son actif net comptable est de 1 M € elle n'a pas de dettes. Combien vaut-elle ? À partir d'une base de données de sociétés sélectionnées, vous disposez d'un échantillon de sociétés cotées en bourse intervenant dans le domaine de l'habillement et qui présentent des ratios sur les agrégats comptables valeur d'entreprise (VE)/chiffre d'affaires (CA) et valeur d'entreprise (VE)/excédent brut d'exploitation (EBE) suivants :

Nom de la société	Date clôture	VE/CA n	VE/CA n+1	VE/CA n+2	VE/EBE n	**VE/EBE n+1**	VE/EBE n+2
A	**31/12/2012**	**1,08**	**1,07**	**1,04**	**7,80**	**5,97**	**5,53**
B	31/12/2012	3,98	3,36	2,73	23,01	**14,18**	10,45
C	31/12/2012	1,21	1,17	1,07	12,03	**6,49**	6,91
D	31/12/2012	0,21	0,24	0,24	1,86	-	-
R	31/12/2012	1,33	0,86	0,86	8,85	**6,81**	6,41
F	31/12/2012	0,98	-	-	NEG	-	-
G	31/12/2012	1,40	-	-	NEG	-	-
H	31/12/2012	3,05	2,95	3,05	8,06	**8,14**	7.99
I	31/12/2012	1,09	1,07	0,98	7,09	**5,92**	4,92
J	31/12/2012	1,24	-	-	4,16	-	-
K	31/12/2012	3,16	2,97	2,65	9,30	**8,98**	7,78
Moyenne		1,70	1,71	1,58	0,79	**8,07**	7,14

En votre qualité d'expert, vous décidez de retenir le ratio VE/EBE (après en avoir motivé les raisons) et vous prenez le résultat moyen prévisionnel de ce ratio constaté en n+1 soit 8,07. Ensuite vous allez vous servir de ce résultat pour l'appliquer à la société analysée selon la méthode qui suit.

On part des éléments comptables suivants connus de notre société analysée :

– EBE de la société AAA : 2 000 K € ;

– en s'appuyant sur le multiple précédent extrait de l'analyse de notre échantillon on en déduit une valeur de notre entreprise égale à : 2 000 x 8,07 = 16 140 K € ;

– soit une valeur d'entreprise à 16 140 K €.

Comment en déduire une valeur de fonds de commerce ?

On connaît l'équation suivante :

Formule

Valeur d'entreprise = Actif net comptable corrigé + Fonds de commerce + Dettes (VE = ANCC + FDC + Dettes)
ou
Fonds de commerce = Valeur d'entreprise – Actif net comptable corrigé = Dettes

Dans notre exemple (avec une société sans endettement et un ANCC de 1 000 K €) on en déduit ainsi la valeur de notre fonds de commerce :

soit fonds de commerce = 16 140 K € – 1 000 K € – 0 = 15 140 K €.

En conclusion, le fonds de commerce de notre société vaut 15 014 000 euros.

L'expert se doit parfois d'appliquer une décote de taille si la société analysée est de taille très différente de celle de la plupart des valeurs de notre échantillon.

C'est une méthode fiable même si tout expert ne peut nier certaines difficultés ou biais dans sa mise en œuvre et notamment concernant les points suivants :

– choix de l'échantillon ;

– connaissance des plus ou moins values latentes qui affectent les capitaux propres comptables ;

– cette méthode peut conduire à exclure certains éléments incorporels tels que la marque, le savoir faire, la notoriété le potentiel humain ou le climat social.

II. LA MÉTHODE GLOBALISANTE : LE FONDS DE COMMERCE EST ÉVALUÉ PAR LA RENTABILITÉ HISTORIQUE D'UNE ACTIVITÉ (CA, EBE) OU PRÉVISIONNELLE (FLUX FUTURS)

Le fonds de commerce dans une démarche globale peut s'évaluer en fonction des trois paramètres suivants les plus usités : le chiffre d'affaires, l'EBE et les *cash flow* (flux futurs d'une activité).

A. La méthode fondée sur le chiffre d'affaires

Cette méthode a vocation à utiliser le chiffre d'affaires comme élément de valorisation du fonds de commerce en prenant un pourcentage sur le chiffre d'affaires pour en déduire une valeur de fonds de commerce.

La première difficulté est de définir un juste pourcentage basé sur le chiffre d'affaires. Cela se fait par plusieurs étapes. Le point de départ est l'observation de transactions portant sur des fonds comparables. Ensuite, on rapproche

le montant de la cession du chiffre d'affaires de la nature de l'activité. De ce calcul, on en déduit un pourcentage qu'on applique à l'évaluation de notre fonds de commerce.

La valorisation du fonds de commerce a lieu par application d'un pourcentage du chiffre d'affaires hors taxes. Il convient de souligner que les chiffres d'affaires doivent être pris en compte hors taxes (HT) et non toutes taxes comprises (TTC), car les comptes de résultats sont publiés en hors taxes.

Le fait d'exprimer une valeur de fonds de commerce en pourcentage du chiffre d'affaires introduit l'idée d'un standard de rentabilité implicite. Admettre qu'un fonds vaut 1 % du CA et qu'un autre vaut 3,2 % du CA, c'est admettre que le second fonds rapporte normalement 3,2 fois plus de bénéfices à chiffre d'affaires comparable.

Ces pourcentages en chiffre d'affaires montrent que les évaluateurs tiennent compte du risque d'une activité et de sa rentabilité historique et escomptée. Cela conduit logiquement au résultat suivant : les pourcentages les plus élevés sont appliqués aux commerces de prêt à porter et les pourcentages faibles sont réservés aux activités porteuses de risques spécifiques.

Prenons un exemple pour mieux apprécier la méthode.

Une transaction récente d'un fonds de commerce situé dans la même artère que notre fonds de commerce analysé fait apparaître le ratio suivant : Valeur du fonds de commerce/CA = 80 %.

Cette référence va servir à évaluer notre fonds de commerce sous étude dont le chiffre d'affaires annuel est de 2 M €.

Application du même multiple du chiffre d'affaires soit 80 %.

On en déduit notre valeur de notre fonds à 1,6 M €.

Reste qu'un acheteur souhaite acquérir la certitude que le fonds ne génère pas pour autant une activité déficitaire. En effet, le seul chiffre d'affaires ne garantit pas les résultats. Des fonds de commerce peuvent générer un chiffre d'affaires important et des résultats faibles. Ce qui intéresse l'investisseur n'est pas tant le chiffre d'affaires que le montant du retour sur investissement.

Pour améliorer l'appréciation du fonds de commerce et lever l'hypothèque de la non-rentabilité, il faut corroborer cette méthode avec d'autres méthodes faisant intervenir d'autres agrégats comptables. Il faut aussi analyser les raisons d'une éventuelle hausse du chiffre d'affaires : elle peut être passagère ou résultante d'une augmentation mécanique des prix des produits vendus.

Cette méthode fait fi des éléments incorporels inclus dans la valeur du fonds tels que le droit au bail. Il est vrai que la méthode est souvent corrigée, de manière empirique et toujours approximative, en ajustant les pourcentages sur les chiffres d'affaires. Cela ne suffit pas et il apparaît clairement nécessaire de toujours corroborer avec des méthodes fondées sur des agrégats comptables autres.

B. La méthode basée sur l'excédent brut d'exploitation

L'excédent brut d'exploitation ne se lit pas dans les comptes en lecture directe. Il s'obtient en ajoutant au résultat d'exploitation les dotations aux amortissements et provisions et en soustrayant les reprises sur provisions et amortissements. En d'autres termes, on réintègre les charges calculées.

Reste qu'il est une donnée très importante dans l'analyse du compte de résultat.

Cette donnée fixe la performance économique de l'entreprise. C'est la trésorerie de l'exploitation. C'est la trésorerie restante après le personnel et les fournisseurs payés. Il permet de faire des comparaisons pertinentes. Elle fonctionne d'autant mieux pour des fonds de commerce qui déprécient peu leurs comptes dont les stocks varient peu et n'ayant pas besoin de trop provisionner le risque clients.

Mais pas de comparaison fiable entre fonds de commerce sans que l'EBE de la société analysée soit « nettoyé » de toutes les charges ou produits exceptionnels ou non récurrents qui pourraient occulter la véritable rentabilité du fonds analysé.

1. Première étape : déterminer l'EBE normatif de l'activité du fonds de commerce

Comment retraiter l'EBE pour éviter une « apparence » de rentabilité ? L'excédent brut d'exploitation doit être éventuellement retraité pour éliminer d'éventuelles plus values ou charges exceptionnelles. Si le résultat est négatif ou nul, la valeur du fonds est réduite à ses actifs : matériel et droit au bail essentiellement. En aucun cas, les retraitements proposés ne doivent procéder à une surévaluation de l'EBE sans mettre en péril l'évaluation finale d'un fonds de commerce. Le seul intérêt des retraitements est d'arriver à un résultat normatif.

Les principaux retraitements sont les suivants :

– la charge locative (réintégration au résultat de l'EBE d'un différentiel de loyer à la hausse ou à la baisse dans la perspective d'un motif de déplafonnement avec l'application d'un différentiel entre le loyer payé et un loyer judiciaire de renouvellement) ;

– la rémunération des dirigeants (sursalaires, membres du groupe familial non rémunérés) ;

– le contrôle des clés analytiques (frais de siège, définition de la contribution par les enseignes...) ;

– les taux de marge (réintégration de la marge de gros ou indemnisation de l'intégralité du préjudice).

> *« C'est par la pluralité des approches que l'expertise se rapprochera le plus de la réalité »*

Comment gérer l'EBE sur une période de référence qui peut s'étendre sur trois exercices ? Pour tenir compte des variations possibles au cours des années, et donc privilégier la dernière année d'exploitation, on retient habituellement l'EBE moyen pondéré des trois dernières années d'exploitation. L'EBE fera l'objet d'une pondération, par application de coefficients multiplicateurs différents selon les années de référence (3 pour la dernière année d'exploitation, 2 pour l'année précédente, et 1 pour l'antépénultième). En effet, une exploitation dont les résultats sont en baisse sur trois ans (300 – 200 – 100) ne peut être valorisée sur les mêmes bases qu'une exploitation dont les résultats sont en hausse (100 – 200 – 300), même si les moyennes arithmétiques sont identiques.

2. Deuxième étape : comment déduire de cet EBE la valeur d'un fonds de commerce ?

Une fois déterminée la valeur de l'EBE retraité, il faut lui appliquer un multiplicateur qui prend en compte les notions cumulées de la rentabilité et du risque de l'activité. La fourchette statistique du multiplicateur est de 3 à 8, voire 10 ou plus.

Comment un expert détermine-t-il ce coefficient ? Les critères généralement retenus sont les suivants :

– l'évolution historique du fonds sur une période de référence (croissance, stabilité, déclin et analyse de la courbe d'évolution) ;

– les perspectives de développement, qu'elles soient internes (surfaces, amplitude horaire, destination) ou externes (commercialité du site, actualité/obsolescence des produits ou services distribués, situation concurrentielle...) ;

– les atouts et faiblesses du fonds (la dépendance du fonds au dirigeant, l'environnement géographique, le contexte règlementaire).

C'est le maniement et le juste choix de ce coefficient multiplicateur qui permet d'apprécier le rapport du couple rentabilité/risque de ce fonds de commerce.

La méthode utilisée par de très rares experts en matière d'éviction (mise au point par Michel Marx) d'un retraitement atypique de l'EBE tenant compte de l'origine des capacités bénéficiaires de l'entreprise consistant à additionner la valeur du droit au bail et la valeur résiduelle du fonds (en situation d'un loyer normal) calculées respectivement avec deux coefficients différents pour aboutir à une valeur globale de fonds n'est pas appropriée.

C'est une construction purement intellectuelle qui ne correspond ni à une réalité économique (surévaluation de la valeur du fonds sans observation et vérification préalables de la réalité de la situation du locataire) ni à une réalité juridique (le loyer payé répond à un dispositif contractuel ; pourquoi alors lui substituer un loyer de marché ?). Elle ne résulte pas non plus « d'usages de la profession » et aucun fonds n'est évalué en utilisant une telle méthode.

C. La méthode basée sur les flux futurs d'activité d'un fonds de commerce

Avec cette méthode on s'attache plus à la rentabilité future d'un fonds de commerce.

Pour cela on utilise une formule d'actualisation qui est fonction de la durée et du taux d'actualisation retenu. Combien de temps peut-on s'estimer capable de maintenir un flux sur une longue durée ?

Quel flux retenir ? Quelle durée ? Quel taux d'actualisation ? Reprenons notre EBE et après avoir établi un EBE normatif ; il nous reste à fixer, sur une durée déterminée, des flux annuels avant de les actualiser à la date d'aujourd'hui pour en déduire une valeur de fonds.

Deux inconnues demeurent après avoir choisi le flux : quelle durée ? Quel taux ?

La durée sera celle que le titulaire du fonds peut assumer dans un budget prévisionnel sans exagération et sans pessimisme. Le taux sera fonction du risque associé aux résultats prévisionnels en tenant compte de l'environnement économique.

La valeur d'une entreprise sera égale à k x EBE normatif (V = k x EBE). Comment se calcule k, appelé coefficient d'actualisation (qui part du principe qu'un euro aujourd'hui vaut plus cher qu'un euro de demain), et qui consiste à ramener à une valeur d'aujourd'hui les flux prévisionnels établis sur une durée en principe limitée ?

La formule d'actualisation d'un flux identique perçu pendant n années actualisé au taux i est la suivante : $k = (1 - (1 + i)^{-n}) / i$ (avec i qui est égal au taux d'actualisation et n à la durée de perception du flux).

Si la durée est fixée à dix ans et le taux d'actualisation estimé à 11 %, le multiple d'actualisation (k) atteint 5,89. Si la durée est fixée à 15 ans et le taux d'actualisation calculé à 11 %, le multiple d'actualisation (k) atteint 7,19. Si le taux d'actualisation monte (donc le risque) le multiple k va diminuer. Si le taux d'actualisation baisse (le risque diminue), le multiple k va augmenter et corrélativement la valeur du fonds de commerce. Plus la durée de perception augmente, plus le multiple va augmenter à risque équivalent.

La valeur d'une boutique sur les Champs Élysées vaut très cher car le preneur peut escompter sans risque significatif percevoir des revenus importants sur une longue durée.

Le taux d'actualisation retenu gérera le risque du propriétaire du fonds de commerce.

En conclusion, nous aimerions dire que nulle méthode en matière d'éviction n'est parfaite. Chaque méthode a ses avantages et ses inconvénients. L'évaluateur se doit de gérer le couple rentabilité/risque d'une activité commerciale.

Toutefois – et c'est la première leçon de cette présentation –, c'est par la pluralité des approches que l'expertise se rapprochera le plus de la réalité. L'expert ne doit pas se contenter d'une méthode, mais, en confrontant les résultats divers, savoir donner son avis sur la valeur du fonds de commerce.

Longtemps, les analyses furent uniques – ce fut souvent la technique du pourcentage du chiffre d'affaires qui a éclipsé les autres. En effectuant les analyses financières, l'expert peut porter un chiffre le plus proche de la réalité économique et financière du fonds.

Le prix relève de la négociation bilatérale, la juste valeur du travail de l'expert.