

Evaluation d'entreprises : comment estimer l'avantage fiscal de déductibilité des charges financières ?

Par Hubert de La Bruslerie
Professeur de Finance, DRM Finance,
Université Paris Dauphine,
Expert financier près la Cour d'Appel

Les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie sont devenues des standards dans l'évaluation des entreprises. Des difficultés subsistent néanmoins qui sont d'origine à la fois théorique ou pratique. Les dispositions nouvelles limitant la déductibilité des frais financiers viennent ainsi réagir sur le choix du taux d'actualisation. Les retraitements techniques qui permettent le passage de la valeur d'entreprise à celle des capitaux propres sont encore plus sensibles.

Les pratiques de l'évaluation d'entreprises se sont structurées et, avec le temps, ont convergé vers les méthodes de flux. L'évaluateur se focalise sur ce qui compte, c'est à dire l'avenir du projet économique de l'entreprise. Cependant, la structuration des pratiques vers les méthodes de flux, notamment des flux de trésorerie, ne constitue pas un aboutissement. Des difficultés techniques de mise en œuvre existent encore, qui renvoient à des problèmes de fond pas toujours bien résolus. Tout d'abord, le calcul du taux d'actualisation par la méthode du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) devient compliqué par les limitations fiscales apportées à la déductibilité des charges d'intérêt. Se pose donc un problème théorique de connaître l'adaptation qu'il faut faire dans la formule du taux d'actualisation. Faut-il alors privilégier la méthode APV (*Adjusted Present Value*) ?

Taux d'actualisation dans la méthode des FCF (*free cash flows*) et déductibilité des frais financiers

Le taux d'actualisation standard utilisé dans l'évaluation par les flux est le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Celui-ci tient compte du risque du projet et il se calcule après impôt. Dans cette formule, traditionnellement le coût de la dette considéré est le coût net après impôt sur les bénéfices. Cette formulation fait l'hypothèse d'une totale et complète déductibilité des frais d'intérêt de la base de l'impôt.

Le CMPC est un outil pratique qui se détermine traditionnellement après incidence de l'impôt à un taux unique τ :

$$CMPC = k_e^L S / (S + D) + (1 - \tau) k_d D / (S + D) \quad (1)$$

k_e^L, k_d : coût des capitaux propres de l'entreprise endettée, coût de la dette de l'entreprise prenant en compte son risque de crédit
 S, D : valeur des capitaux propres et valeur de la dette
 τ : taux de l'impôt.

L'application d'un coût du capital unique type CMPC sur l'horizon des flux de trésorerie futurs fait l'hypothèse implicite que la structure de

financement de l'entreprise est (i) constante dans le temps, (ii) qu'elle est à son bon niveau et (iii) que les économies d'impôts sont de durée infinie. On reconnaît ici une vision théorique de la politique financière de l'entreprise qui identifie une structure optimale du capital ou un levier d'endettement « cible » vers lequel doit tendre l'entreprise. L'endettement dans ces conditions est à un niveau qui génère des économies fiscales supposées infinies.

Mais cet avantage fiscal est-il pérenne ? A quel taux doit-il lui-même être évalué ? Est-il totalement certain ? Si oui, il sera actualisé au taux d'intérêt sans risque. Est-il incertain et de même niveau de risque que la dette ? Alors il faudra l'actualiser à un taux tenant en compte le risque de faillite de l'entreprise. Est-il fragile avec un niveau de risque lié au projet économique de l'entreprise ? Il faudra alors retenir le coût du capital de l'entreprise non endettée. Les formules à appliquer ne sont pas les mêmes. Les résultats non plus. Nous reviendrons sur ces choix.

La démarche traditionnelle d'évaluation par les flux de trésorerie repose sur la Valeur d'Entreprise (VE) avec un CMPC supposé constant, tout comme la structure financière de l'entreprise. On actualisera les *Free Cash Flows* (FCF, ou flux de trésorerie libre) sur l'horizon de vie de l'entreprise au CMPC.

Exemple 1

Hypothèse : CMPC de 10 %.

Année	1	2	3 à l'infini
1- FCF en M€	100	150	170/an
2- Coef. d'actualisation à 10 %	0,9091	0,8264	0,7513
Valeur de continuation à l'infini			VC = 170/10 % = 1 700
3- Valeur actuelle	90,91	123,97	1 277,24
VE : Valeur de l'entreprise	1 492,11		

La VE base de discussion est de 1 492,11 M€.

Rappelons que l'évaluation dans l'optique du vendeur va faire référence à la structure des capitaux du vendeur et au CMPC de l'entreprise cible, qui peut très bien être différent du taux d'actualisation utilisé par l'acquéreur pour ses choix internes. Cette première difficulté est une source de débat entre experts financiers de chaque partie. L'acquéreur peut avoir tendance à utiliser son taux d'actualisation surtout s'il est plus élevé. Ce désaccord se résout dans le cadre de la négociation. Le chemin commun étant que les deux parties peuvent prendre le coût des capitaux propres d'une entreprise-type du secteur de la cible qui est supposée non endettée.

Une méthode alternative consiste à objectiver la valeur d'entreprise indépendamment de sa structure de financement ; il s'agit de la méthode APV (*Adjusted Present Value*)¹. Celle-ci devrait dominer dans le futur. Elle pose que la valeur d'entreprise endettée, VE^L , est égale à la valeur des FCF actualisés au coût des capitaux propres d'une entreprise similaire non endettée augmenté de la valeur actuelle des économies d'impôts de la société à évaluer. Cette entreprise similaire est sans dette ; c'est un pur projet économique sans endettement. Sa valeur est VE^U . Elle est obtenue en utilisant un taux d'actualisation qui n'est plus le CMPC mais le taux de rentabilité économique k_e^U . Les économies d'impôts découlent de charges financières d'intérêt déductibles, les VACFD (pour Valeur Actuelle des Charges Financières Déductibles).

$$VE^L = VE^U + VACFD$$

Exemple 2

Supposons que l'entreprise précédente se finance par une dette de 500 M€ au taux nominal de 6 % et que cette dette est une perpétuité. Les frais financiers annuels sont égaux à 30 M€. Ils seront évalués au taux de la dette de 6 %. L'économie d'impôt au taux d'IS de 33,33% est égale à 20 M€/an. Actualisée à l'infini, la valeur actuelle des économies d'impôts est simplement :

$$VACFD = \frac{(0,3333) \times 60 \text{ M€}}{0,06} = 166,66 \text{ M€}$$

La valeur d'entreprise nue VE^U se calcule comme précédemment dans l'exemple 1 mais avec un taux d'actualisation de 11,12 % qui s'obtient par la formule du CMPC. En appliquant ce taux à l'évaluation des FCF, on trouve VE^U égal à 1 325,6 M€. L'addition de VE^U et de VACFD donne bien la valeur d'entreprise réelle de 1 492,1 M€.

Année	1	2	3 à l'infini
1- FCF en M€	100	150	170/an
2- Coef. d'actualisation à 11,12%	0,8999	0,8099	0,7288
Valeur de continuation à l'infini			VC = 170/11,12 % = 1 528,77
3- Valeur actuelle	89,99	121,48	1 114,21
VE : Valeur de l'entreprise	1 325,68		

La méthode APV met bien en évidence que la valeur d'entreprise correspond à la valeur des actifs économiques opérationnels et des

économies d'impôts. La valeur d'entreprise est aussi égale à la valeur des droits des créanciers économiques que sont les actionnaires et les prêteurs. La valeur des capitaux propres CP est classiquement égale à VE^L corrigée des dettes.

$$\text{Valeur des capitaux propres} = VE^L - \text{dettes}$$

Tout le problème pratique de l'évaluation se concentre dans les deux derniers termes de l'équation fondamentale : l'estimation des VACFD et le montant de dettes à déduire. Bien évidemment, il faut rappeler le travail crucial en amont d'estimation des *cash-flows* futurs qui doit être effectué dans le cadre d'un plan d'affaires rigoureux et cohérent.

L'inadéquation du CMPC et l'estimation des VACFD

L'estimation des économies d'impôts est classiquement faite en appliquant le taux d'impôt standard à la charge d'intérêts : un montant de charges d'intérêt de 100 € est à l'origine d'un gain fiscal de 33,33 € pour un taux d'IS de 33,33 %. Or il est légitime de s'interroger sur la prévisibilité des taux futurs de l'impôt au regard du report de la baisse de l'impôt sur les sociétés pour certaines entreprises². Dans ce contexte, l'hypothèse d'un taux d'impôt unique et stable semble hardie.

L'estimation des économies fiscales sur l'avenir suppose que l'économie d'impôt est pérenne, et donc que l'entreprise est bénéficiaire et que sa survie est assurée. Renouveler l'économie d'impôt chaque année future repose sur l'hypothèse que le montant des dettes et des taux d'intérêts facturés sont constants puisque la charge financière est constante. C'est cette hypothèse qui est retenue dans le cadre d'analyse traditionnelle de l'actualisation au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) qui est « la » méthode d'évaluation standard. Le CMPC retient systématiquement le coût de la dette après impôts. Il procède à l'actualisation d'un flux infini de charges financières d'intérêt sur une dette nominale constante, multiplié par le taux de l'impôt, source d'économie fiscale, et actualisé au taux de la dette. On retrouve le cadre de raisonnement de Modigliani-Miller qui considèrent une entreprise sans croissance, avec une dette de montant nominal constant qui est sans risque particulier, d'où l'actualisation d'une économie d'impôt infinie au taux de la dette.

Cette méthode, et en particulier le CMPC comme outil d'évaluation, doit être revue pour trois types de raison :

- l'entreprise ne peut déduire aucune charge d'intérêt si elle est en perte fiscale. Elle identifie alors un report déficitaire ;
- le levier d'endettement de l'entreprise varie dans le temps ;
- l'économie d'impôt est supposée suivre une règle simple : les charges d'intérêt sont fiscalement déductibles sans limite.

Le premier point est standard. Le report déficitaire et la constatation de crédits d'impôt futurs fait le calcul d'un retour ultérieur de l'entreprise à une profitabilité et donc à une économie d'impôt décalée³. Or, le retour à la profitabilité d'une entreprise « en détresse », comme le financement de projets, sont des paris sur l'avenir pour lesquels la création de valeur liée à la déductibilité des charges d'intérêt doit être pondérée par une probabilité de retour à bonne fortune.

Le levier d'endettement varie mécaniquement dans le temps lorsque l'entreprise évaluée n'est pas à son optimum d'endettement tel qu'il est mis en œuvre dans l'optimisation du CMPC. C'est par définition le cas des montages LBO qui sont, au départ, excessivement endettés, par exemple à 80 %. Tout le travail de l'investisseur financier va consister à désendetter la cible à marche forcée pour aboutir à des

1. Introduite par Brealey et Myers à la fin des années 1990.

2. Projet de loi portant création d'une taxe sur les services numériques et modification de la trajectoire de baisse de l'impôt sur les sociétés, texte adopté par l'assemblée le 4 juillet 2019.

3. Sauf possibilité de transfert immédiat de pertes au sein d'un groupe.



structures d'endettement soutenable, par exemple 50 %. C'est aussi le cas dans le financement de projets ou d'infrastructures où le taux d'endettement au départ peut être de 80 %.

Impact de la limitation en cours de la déductibilité des charges financières

L'économie d'impôt annuelle valorisée sans limitation comme étant égale au taux de l'impôt multiplié par les charges financières d'intérêt nettes est une simplification grossière qui ignore les changements de règles fiscales. La déductibilité illimitée des charges financières pour l'entreprise bénéficiaire n'est plus de mise. Le schéma général est que la déductibilité des charges financières devient plafonnée à un certain pourcentage de l'EBITDA⁴ (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) correspondant à peu près à notre excédent brut d'exploitation), dans la limite d'une enveloppe égale à 30 % de l'EBITDA pour les entreprises en dehors d'un groupe fiscalement intégré (ou de 3 M€ si ce dernier chiffre est supérieur à 30 % de l'EBITDA).

La première conséquence de cette limitation est qu'il faut revoir la formule du CMPC. La valeur modifiée est supérieure au coût du capital standard avec une déductibilité sans limite des frais financiers puisque si la limitation joue, on obtient : $30\% \times \text{EBITDA} < D \times k_d$. Dans un cas général, l'EBITDA ne peut être supposé stable, il est nécessaire alors de se référer aux différentes valeur d' EBITDA_t du plan d'affaires. On aura :

$$\text{CMPC}_{\text{mod}} = \frac{S}{(S+D)} k_e^L + \frac{D}{(S+D)} k_d - \frac{1}{(S+D)} k_d \sum_t \frac{\tau \cdot 30\% \cdot \text{EBITDA}_t}{(1+k_d)^t} \quad (3)$$

$$\text{CMPC}_{\text{mod}} = \frac{S}{(S+D)} k_e^L + \frac{D}{(S+D)} k_d - \frac{1}{(S+D)} k_d \left(\frac{\tau \cdot 30\% \cdot \text{EBITDA}}{k_d - g} \right) \quad (3\text{bis})$$

Si les EBITDA sont variables au cours des années, il faut actualiser les plafonds en fonction des EBITDA_t sur l'horizon en suivant la formule (3). On peut aussi supposer que les EBITDA croissent à l'infini au taux g . La formule est alors adaptée et donne l'équation (3bis). La question du taux d'actualisation à appliquer aux économies d'impôts est un problème extrêmement important en évaluation qui est occulté derrière une formule standard de type CMPC où on pose que les économies d'impôts sont valorisées comme la dette et supportent le même risque d'aléa que la dette.

Les formules du CMPC modifié pour tenir compte des nouvelles règles fiscales sont en fait des adaptations qui restent insuffisantes. Elles identifient le problème délicat de la valeur actuelle des économies d'impôt mais proposent un rattrapage bancal par la correction du CMPC dans la méthode standard des FCF actualisés. En outre, le recours à un CMPC unique tout au long du projet économique fait l'hypothèse d'une stabilité de la structure d'endettement de l'entreprise et d'une stabilité de la déductibilité des charges financières qu'il n'est plus possible de retenir comme hypothèse standard⁵. La faiblesse fondamentale du CMPC qui fige la structure financière du passif n'est pas traitée. Il convient de changer de démarche. L'outil CMPC en tant que référence intangible et exogène à l'acquisition n'est plus adapté dans la mesure où il est trop simplificateur dans la manière dont sont traitées les économies d'impôt futures.

La limitation de déductibilité est indissociable des prévisions dans le plan d'affaires. L' EBITDA_t annuel est une information importante car on ne peut plus supposer que les dettes ou les charges d'intérêt sources de déductibilité sont stables. De même, en toute rigueur l'équation du CMPC devient contingente au projet d'acquisition car les EBITDA futures et la structure d'endettement sont ceux de l'acqui-

tion envisagée et non celle de l'acquéreur. La facilité d'utilisation d'un CMPC unique tombe.

Le renouveau de la méthode APV

La méthode APV (*Ajusted Present Value*) est l'occasion d'une véritable interrogation sur la politique financière future de la société à évaluer. Elle permet d'intégrer la dynamique de cette politique d'endettement, ce qui est un apport. Elle permet aussi d'évaluer une valeur d'entreprise « nue » résultant des FCF actualisés au coût des capitaux propres sans dette qui est représentatif du risque économique. Cette base de travail commune entre experts et conseils de l'acheteur et du vendeur permet de développer un cadre de négociation et des méthodes communes.

L'équation générale d'évaluation, « $VE = VE^U + \text{VACFD} = S + D$ », reconnaît que la valeur d'entreprise VE est la somme de la valeur d'une entreprise sans dette à laquelle on ajoute la valeur actuelle des économies d'impôts. Cette valeur d'entreprise est égale à la somme des actifs financiers qui ont des droits de créance économique sur elle, c'est à dire les capitaux propres et les dettes. Cette décomposition rappelle que les économies d'impôts sont au cœur de la méthode des flux de trésorerie actualisés et de celle de l'APV utilisée en situation d'acquisition avec effet de levier. Cette dernière formulation présente l'avantage de suivre année après année les économies d'impôts prévues sur la dette⁶. En retenant un plafonnement fiscal de déductibilité, on actualisera les économies d'impôts annuelle à un taux d'évaluation à discuter :

$$\text{VACFD} = \sum_t \frac{\tau \cdot 30\% \cdot \text{EBITDA}_t}{(1+k_{\text{tax}})^t} \quad (4)$$

Exemple

Évaluation des économies d'impôts en fonction de l'EDITDA de l'entreprise. On prendra pour simplifier une actualisation des économies fiscales au taux de la dette de 6 %. Le plafonnement de déductibilité joue à l'année 1 et à l'année 2. La valeur actuelle des économies d'impôts n'est plus que de 155,5 M€. En conséquence la valeur d'entreprise sera de 1 481 m€ et est inférieure à celle estimée sans plafonnement (1 492 m€).

Année	1	2	3 à l'infini
EBITDA	80	90	120
FCF	100	150	170
Frais financiers	30	30	30
30 % x EBITDA	24	27	36
Plafonnement	oui	oui	non
Gain sur déductibilité	8,00	9,00	10,00
Gain sur continuation à l'infini			10,00/6 % = 166,67
Coef. d'actualisation à 6 %	0,9434	0,8900	0,8396
Valeur actuelle	7,55	8,01	139,94
VACFD	155,49		

~~Estimation de la valeur actuelle des économies d'impôt avec plafonnement.~~

4. Art. 212 bis, loi 2018-1317 de finances pour 2019.

5. Ce point est analysé par exemple par Thauvron (2013), ouvr. cit. p. 117-119.

6. Dans cette méthode les économies fiscales prévisionnelles sont identifiées et actualisées.

Les *VACFD* sont les économies d'impôts de la cible dont profitera l'acquéreur d'une entreprise avec une dette existante qui est génératrice de charges financières déductibles. Dans le cas standard il s'agit de la dette financière de la cible. Mais ce point délicat fait référence au lieu de génération de l'économie d'impôts qui peut être différent du lieu d'imputation de la déductibilité. Ce point technique a son importance quand les charges financières de la filiale s'imputent sur le bénéfice de la société mère (ou inversement). Les régimes de consolidation fiscale expliquent cette différence car ils permettent de transférer des charges déductibles sur des profits imposables. Cette différence a tout son sens lors d'opération de type LBO ou de fonds de *Private Equity*. C'est d'ailleurs tout l'intérêt des montages de type LBO que d'utiliser largement la dette de la société mère comme génératrice de puissantes économies fiscales qui vont s'imputer sur le bénéfice de la société fille acquise.

Cela pose une première difficulté théorique dans l'estimation du taux d'actualisation et des économies d'impôts futures : la visibilité quant au traitement fiscal futur des intérêts.

Le taux d'actualisation des économies d'impôts

Une deuxième difficulté théorique est le choix du taux d'actualisation pour actualiser les économies d'impôts. Faut-il retenir le taux d'actualisation de la dette ou celui des fonds propres ?

C'est l'un ou l'autre, et il faut à notre sens éviter une solution moyenne. La question est celle de la nature du risque qui pèse sur la visibilité et la pérennité des économies d'impôts liées aux intérêts de la dette. La question est celle du risque dominant qui pèse sur les flux d'économies d'impôt. Soit ces *cash-flows* sont des accessoires de la dette qui se rattachent aux flux d'intérêt, c'est-à-dire qu'ils ont une visibilité équivalente à celle de la dette et que leur horizon est celui de maturité financière de la dette, alors le taux d'actualisation des économies d'impôts est le taux de la dette. Le taux de la dette inclut une probabilité de défaillance par les prêteurs, mais la dette est considérée comme globalement visible. Même si l'entreprise fait défaut, il existe une très forte probabilité que les intérêts soient payés et que l'entreprise survive. C'est le cas pour les entreprises ayant un plan d'affaires bien visible.

Inversement, s'il existe une incertitude pour matérialiser les économies d'impôt en raison du risque économique qui pèse sur l'activité de l'entreprise, alors le risque dominant est le risque opérationnel, indépendamment de la structure financière de l'entreprise. Le risque des *cash-flows* opérationnel est mesuré par le coût des fonds d'une entreprise qui serait uniquement financée par capitaux propres. Le taux d'actualisation des flux d'économies d'impôts est alors le même que celui qui sert à actualiser les *cash-flows* opérationnels du projet économique « nu », c'est à dire hors levier d'endettement. Les économies d'impôts sont des flux qui se rattachent aux FCF et

sont soumis d'abord au risque de l'activité économique. C'est le cas des entreprises lourdement endettées, en situation de détresse, ou sous LBO.

Le choix du taux d'actualisation des économies d'impôts entre le coût de la dette et le coût des capitaux propres de l'entreprise non endettée est une décision en fait cruciale. Le choix entre ces deux bornes est très empirique car la qualification de « lourdement endettée » utilisée plus haut est assez floue. Cela explique pourquoi la littérature est elle-même assez floue sur ce point. Koller et al. (2005) distinguent bien ces deux choix, et laissent la décision à l'évaluateur sans se prononcer. Thauvron (2013) aussi. Kaplan et Ruback (1995) proposent d'utiliser le coût des capitaux propres non endettés, solution que nous retiendrons aussi par défaut car une acquisition est a priori un pari sur un projet économique. Choisir quelque chose entre ces deux bornes est une solution de compromis tout à fait critiquable, même si elle est retenue par Brealey et Myers (2013)⁷.

Une troisième difficulté apparaît dans l'évaluation lorsqu'il faut identifier l'évolution future de la structure de l'endettement de l'entreprise. Les évolutions peuvent être dues à des choix de levier d'endettement qui, importants au début, peuvent converger vers une valeur normale. C'est le cas pour les LBO ou les financements de projet. L'interrogation est complexe : qu'est-ce qu'un ratio d'endettement normal ? Celui du secteur ? Sera-t-il le même demain ? On sait très bien que les structures d'endettement d'opérations de LBO ont été cruellement revues à la baisse entre les années précédant la crise financière et les années post 2008. L'objectif de structure de capital peut aussi consister en un taux d'endettement normatif visé par l'entreprise.

Le cadre général de l'APV donne une méthode d'analyse très rigoureuse puisqu'il distingue la valeur « nue » d'un projet économique générateur de FCF qu'il faut analyser sur la base de coût des capitaux propres non endettés. Puis, il ajoute la valeur actuelle des charges financières déductibles.

* * *

Le changement de contexte fiscal introduit une évolution majeure des pratiques et des méthodes d'évaluation d'entreprise. Avec la limitation de la déductibilité des frais financiers, le CMPC devient un outil inadapté. Il n'est plus possible de faire l'impasse sur la nécessaire explicitation de la valeur actuelle des économies d'impôts futures lorsqu'on cherche à évaluer une entreprise en regardant ses flux de trésorerie futurs, ce qui est aujourd'hui la méthode standard. Il faut alors analyser la variable *VACFD*, ce qui commande d'explicitier :

- l'évolution et la dynamique **convergence** de la structure financière vers un levier d'endettement cible, ce qui conduit à la question : comment estimer ce niveau cible ? ;
- les niveaux des taux d'intérêt actuels et futurs, notamment en cas d'endettement à taux variable, c'est-à-dire intégrer une dynamique des taux d'intérêt ;
- la dynamique fiscale avec une possible incertitude sur les taux d'impôt ;
- enfin, l'évaluation de l'endettement de l'entreprise cible et du périmètre de dettes qu'il faut déduire pour obtenir la valeur des capitaux propres dans le processus d'évaluation. ■

7. Les fluctuations de la littérature sur les choix du taux d'actualisation en matière d'évaluation sont assez impressionnantes et sont à l'origine de nombreuses erreurs. Fernandez et Bilan (2010) illustrent magistralement dans une étude intitulée « 110 erreurs fréquentes en évaluation d'entreprises ».