

274 Un autre regard sur les arrêts du 30 septembre 2019 (*Sté Hôtel Restaurant Luccotel* et *Sté VP Santé*) : la reconnaissance implicite de la méthode DCF par la jurisprudence administrative

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



Les arrêts du 30 septembre 2019 du Conseil d'État ont été largement commentés¹. Les réflexions ont porté essentiellement sur la méthodologie d'évaluation d'un usufruit temporaire de parts sociales d'une SCI par la méthode des « *Discounted Cash-Flows* » ou DCF. Nous n'ajouterons pas d'observation sur cette question largement développée par des annotateurs autorisés.

En revanche, nous examinerons les rapports, longtemps tumultueux, entre les adeptes de la méthode DCF, l'Administration et la jurisprudence.

À la lecture des arrêts du Conseil d'État du 30 septembre 2019, il semblerait que l'on puisse entrevoir une reconnaissance implicite de la méthode DCF en matière d'évaluation des entreprises et des droits sociaux.

Cette analyse est la conséquence d'une évolution générale des pratiques et des états d'esprit.

1. Propos introductifs

1 - La présente note se limitera à une lecture purement financière des arrêts *Sté Hôtel Restaurant Luccotel* et *Sté VP Santé* en centrant le

propos sur la méthode DCF qui apparaît, *in fine*, trouver sa place dans la panoplie des méthodes d'évaluation.

2 - En finance, actualiser c'est chercher la valeur d'aujourd'hui d'une somme future, c'est la valeur temps de l'argent. Par ailleurs, une entreprise s'achète sur ses résultats à venir et non ses résultats passés, aussi florissants soient-ils. Ce sont les raisons pour lesquelles la doctrine et les praticiens considèrent que la méthode DCF (*Discounted Cash Flows*) est la technique d'évaluation fondamentale des entreprises.

3 - Si on en croit une source d'information grand public (Wikipédia en l'occurrence), les calculs des flux de trésorerie actualisés ont été

1. CE 9^e et 10^e ch., 30 sept. 2019 n° 419860, *Sté VP Santé* : *JurisData* n° 2019-016700 et n° 419855, *Sté Hôtel-Restaurant Luccotel* : *JurisData* n° 2019-016700 ; Dr. fisc. 2019, n° 48, comm. 465, concl. É. Bokdam-Tognetti, note P. Fernoux. – V. également, M. Buchet, *Méthode d'évaluation d'un usufruit temporaire de parts de SCI. À propos de CE, 30 septembre 2019, n° 419855, Hôtel Restaurant Luccotel* : Dr. fisc. 2019, n° 42, étude 443. – L. Benoudiz, *L'évaluation d'une SCI par la méthode des flux : tous les flux, rien que les flux !* : Dr. fisc. 2020, n° 2, étude 52. – L. Benoudiz, *Et s'il était désormais plus complexe de valoriser une pleine propriété que des droits démembrés ?* : FR 44/2019. – L. Benoudiz, *Et s'il était désormais plus complexe de valoriser une pleine propriété que des droits démembrés ?* : FR 44/2019. – L'évaluation de l'usufruit de titres selon les flux de trésorerie doit se fonder sur les distributions : FR 43/2919. – J.-C. Bouchard, *Méthode d'évaluation d'un usufruit temporaire*

de parts de SCI, *Option Finance* n° 1532, 4 nov. 2019. – S. Glogowski, *Discours de la méthode d'évaluation de l'usufruit des titres* : RTDC 2019, p. 807. – A. Pando, *Usufruit temporaire de parts sociales – Le Conseil d'État précise la méthode d'évaluation* : LPA 6 févr. 2020, n° 27.

utilisés, sous une forme ou une autre, depuis que l'argent a été prêté pour la première fois avec intérêt dans l'Antiquité. Des études sur les mathématiques égyptiennes et babyloniennes suggèrent qu'elles ont utilisé des techniques similaires à l'actualisation des flux de trésorerie futurs. La finance est donc, comme la mode, un éternel recommencement !

4 - Plus près de nous, après le krach boursier de 1929, l'analyse des flux de trésorerie actualisés a gagné sa reconnaissance en matière d'évaluation des actifs.

Irwin Fischer, dans son livre de 1930, *The Theory of Interests* et John Burr Williams dans son ouvrage de 1938, *The Theory of Investment Value* ont exprimé la méthode DCF en termes économiques modernes.

Dans les années 1950-1960, les travaux académiques de William F. Sharpe, Franco Modigliani, Merton Miller, Tyron S. Gordon, Eli Shapiro, entre autres, ont entraîné une vulgarisation de la méthode DCF.

Les grands cabinets de conseil ou d'audit, puis les banques, ont rapidement développé l'usage de la méthodologie de sorte qu'elle a été largement utilisée devant les tribunaux américains dans les années 1980 et 1990.

5 - Les praticiens français se sont progressivement saisis de la méthode et des applications pratiques.

Le rapport présenté lors de la journée d'étude de l'Ordre des experts-comptables et de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes de 1974 l'évoque timidement au paragraphe 199 du document.

La première édition de l'ouvrage de Pierre Vernimmen de 1974², qui deviendra la bible de la finance d'entreprise, explicite la méthodologie. L'auteur expose le principe de la technique, les modalités d'évaluation, les avantages et les inconvénients en soulignant qu'elle a le mérite de soulever des problèmes conceptuels, mais qu'elle demeure difficile à appliquer en raison de son caractère aléatoire.

Par la suite, des praticiens tels Jean Brilman et Claude Maire³ et Henri Mauguère⁴ ont contribué à faire connaître la méthode DCF au monde de la finance.

À partir des années 2000, le sujet a fait florès et on ne compte plus les manuels d'évaluation, les colloques et publications consacrés au thème de l'évaluation des entreprises au sein desquels la méthode DCF occupe une place de premier rang.

6 - La jurisprudence qu'elle soit administrative ou commerciale, n'a pas eu à connaître pendant longtemps de cette nouvelle méthode d'évaluation des entreprises. De surcroît, il faut un certain temps avant que les contentieux soient portés devant le Conseil d'État ou la Cour de cassation et connaître leur position respective.

7 - Pour sa part, l'Administration a ignoré la méthode DCF, dans ses guides de l'évaluation des biens de 1982 et 1989. Il a fallu attendre la publication du Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés fin 2006, et dans un contexte particulier rappelé ci-après, pour que l'Administration soit contrainte à s'intéresser au sujet.

8 - Par la suite, on a vu la jurisprudence s'intéresser timidement à la méthode DCF. De même, l'Administration, de plus en plus confrontée au sujet, a été amenée à prendre position et progressivement s'est mise à l'utiliser, mais pas toujours à bon escient en fautant parfois par anachronisme et en prenant des positions peu réalistes dans le choix des paramètres construisant les taux d'actualisation.

9 - L'analyse des arrêts du Conseil d'État du 30 septembre 2019, dans une optique purement financière, permet de faire un point sur

l'agrément de la méthode DCF parmi celles qui sont à la disposition des utilisateurs.

De ce fait, dans le cadre d'une analyse multicritère (praticiens) ou d'une combinaison de méthodes (Administration), la méthode DCF peut désormais être citée parmi les techniques d'évaluation avec la valeur mathématique, la capitalisation des bénéfices, la valeur de productivité, la marge brute d'autofinancement, la survaleur ou rente du goodwill...

2. La « malentente » initiale sur la méthode DCF entre les praticiens et l'administration fiscale

A. - Le contexte d'élaboration du guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés (Le Guide) publié en novembre 2006

10 - Contexte technique. – Il est précisé en préambule du nouveau Guide.

Le précédent guide de l'évaluation publié en 1982 (puis réédité en 1989) par l'Administration avait été conçu pour apporter une aide aux services et aux usagers, notamment en matière de valorisation d'entreprises. Toutefois, l'évolution de la vie économique et financière avait rendu nécessaire un certain nombre d'adaptations et une modernisation des méthodes d'évaluation.

11 - Contexte politique. – Il visait à pacifier les relations, parfois tendues, entre l'Administration et les contribuables.

La publication du Guide fin 2006 s'insère entre le rapport de septembre 2004 de Bruno Gibert⁵ et celui de juin 2008 d'Olivier Fouquet⁶.

Bien que publié fin 2006, le Guide était en gestation depuis un certain temps, car ses grandes lignes (accompagnées des fiches d'évaluation) avaient été présentées en novembre 2001 lors d'un colloque sur « l'évaluation fiscale des biens et services » organisé par l'IACF.

12 - Processus suivi. – Dans le cadre des consultations organisées avant la publication par l'Administration de la nouvelle version du Guide, le chef du service juridique de la DGI (devenue DGFIP par la suite) a adressé, en mars 2006, un exemplaire du projet aux diverses institutions intéressées par le sujet. Il était également précisé que les éventuelles observations étaient les bienvenues et qu'une réunion d'harmonisation serait organisée, le cas échéant, avec chacun des organismes concernés destinataires du projet.

Cette démarche a permis d'insérer dans le préambule du Guide l'affirmation selon laquelle cette nouvelle édition était le fruit d'une large consultation.

B. - Position originelle de l'Administration

13 - Le projet de Guide, soumis aux institutions concernées en vue de recueillir leurs commentaires, excluait la méthode dite des *cash flows* actualisés (*Discounted Cash Flows* ou DCF). Deux raisons majeures étaient invoquées :

2. P. Verminen, *Finance d'Entreprise* : Dalloz, 1974.

3. J. Brilman et C. Maire, *Manuel d'évaluation des entreprises* : Les Éditions d'Organisation, 1988.

4. H. Mauguère, *L'évaluation des entreprises non cotées* : Dunod, coll. *Entreprise*, 1990.

5. B. Gibert, *Améliorer la sécurité du droit fiscal pour renforcer l'attractivité du territoire* : Rapp. min. des finances, 2004, p. 66, disponible sur <https://www.vie-publique.fr/rapport/26656-ameliorer-la-securite-du-droit-fiscal-pour-renforcer-lattractivite-du-t>.

6. O. Fouquet, J. Burguburu, D. Lubek et S. Guillemain, *Améliorer la sécurité juridique des relations entre l'administration fiscale et les contribuables : une nouvelle approche. Rapport au ministre du budget, des comptes publics et de la fonction publique (juin 2008)* : Dr. fisc. 2008, n° 27, étude 403. – V. aussi, www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000360.pdf.

– la première était d'ordre légal et jurisprudentiel : la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existants à cette date ;

– le second obstacle résidait dans le constat qu'il n'est pas réaliste de considérer que l'Administration puisse établir des plans d'affaires à des fins de contrôle.

C. - La réaction des professionnels

14 - Bien évidemment les rédacteurs du nouveau Guide ont dû faire face à une levée de boucliers dans la mesure où les évaluateurs considèrent que la méthode DCF est la technique la plus usitée en pratique quels que soient les intervenants (banques, fonds d'investissements, experts...) et le contexte de l'évaluation.

La réplique des professionnels aux deux arguments soulevés par le Service juridique de la DGI peut être synthétisée comme suit :

- 1^{er} argument sur la date du fait générateur :
 - la méthode DCF n'utilise que des prévisions existant à la date de l'évaluation ;

- les prévisions prennent en compte les tendances du marché (ce qui est recommandé par ailleurs dans le Guide), les perspectives d'avenir⁷, à condition qu'elles soient en germe au moment du fait générateur. Il peut donc être tenu compte des évolutions supposées en se plaçant rétroactivement à la date du fait générateur de l'impôt, mais non de l'évolution effective. La nuance est subtile, mais il faut se garder du péché d'anachronisme.

- certaines autres méthodes d'évaluation intègrent aussi des éléments prévisionnels ;

- la méthode de la survaleur retenue dans le projet du Guide, conduit, en théorie, au même résultat que la méthode DCF ;

- la capitalisation d'un résultat récurrent revient à actualiser une somme de flux à l'infini. Or, « l'infini » est toujours plus aléatoire qu'un business plan sur une durée explicite, bien qu'on ajoute une valeur terminale capitalisée à l'infini au titre de la durée implicite.

- 2^e argument sur l'ingérence de l'Administration dans les plans d'affaires : dans la mesure où il n'existe pas d'« évaluation fiscale », le fisc devrait s'aligner sur le droit des sociétés qui prévoit l'intervention des commissaires aux apports ou à la fusion, chargés de contrôler les valeurs mais pas de les établir. Il est vrai cependant que les textes ne visent que la surévaluation et non la sous-évaluation ou la « juste valeur ».

3. Le Guide concédé : le positionnement réservé de l'Administration

15 - La version du Guide publié en novembre 2006 sur le site internet de la DGI précise qu'il reprend pour l'essentiel la démarche des praticiens privés et intègre désormais la méthode DCF comme approche de cohérence.

16 - Une concession sous condition de principe. – Dans le chapitre sur l'utilisation des méthodes, le Guide énonce :

« Cependant, parmi les méthodes couramment utilisées, l'Administration privilégie celles qu'elle peut directement appliquer. Ce principe de symétrie, facteur de clarté ne peut que faciliter le dialogue.

En effet, l'Administration ne peut mettre en œuvre directement une méthode fondée sur l'actualisation à partir de flux futurs dès lors qu'elle ne peut elle-même établir des prévisions de croissance. En outre, la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existants à cette date.

Par ailleurs, si la Cour de cassation a jugé que pouvaient être retenues les données d'un exercice comptable clôturé après le fait générateur, elle n'a fait que confirmer une pratique de bon sens de l'Administration en expliquant que ne devaient être prises en compte que les seules perspectives d'avenir de l'entreprise à évaluer existant au jour du fait générateur. Ces perspectives, qu'un bilan en cours d'élaboration peut aider à appréhender, sont par nature différentes des prévisions sur lesquelles reposent les plans de développement des entreprises.

Pour autant, les méthodes prospectives sont présentées dans le guide. Ainsi, l'Administration examinera lorsqu'ils lui seront exposés les plans d'affaires et les valorisations par la DCF qui lui permettront d'affiner son analyse et d'ajuster éventuellement les valeurs dégagées ».

17 - Une concession limitée. – La fiche 2 du Guide sur les méthodes d'évaluation consacre 11 pages à la valeur mathématique ou patrimoniale, 3 pages à la valeur de productivité, 2 pages à la valorisation par un multiple, 1 page à la méthode de la marge brute d'autofinancement, 1 page à la valeur de rendement, 2 pages à la méthode de la survaleur et ½ page à la méthode des cash-flows actualisés (DCF). Cet ordre préférentiel se traduit d'ailleurs dans les propositions de rectification qui débutent le plus souvent par la détermination de la valeur mathématique ce qui est au plan économique un contresens⁸.

Pour souligner la réticence des rédacteurs du Guide à la reconnaissance de la méthode DCF, il est instructif de comparer la version « projet » de la version définitive de la fiche 2.

Certes, le paragraphe du projet :

« Différents modes de calcul sont proposés par les experts-comptables, ils ne sont pas décrits dans ce guide, dès lors que cette technique ne peut être mise en œuvre directement par l'Administration car elle nécessite l'obtention des données prévisionnelles de résultats de l'entreprise »

est remplacé dans la version finale par :

« L'Administration ne met pas en œuvre directement cette méthode car elle ne peut établir des plans d'affaires. Mais lorsque cette méthode est proposée, elle l'examine et éventuellement l'utilise pour affiner les résultats obtenus avec d'autres méthodes. Aussi l'évaluateur doit-il être en mesure d'apprécier la cohérence entre les flux futurs retenus et le taux d'actualisation utilisé ».

Mais les trois autres paragraphes conservent la même rédaction :

« Avec cette méthode, la valeur de l'entreprise correspond à la somme de ses cash-flows disponibles prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (C.M.P.C.) et de la valeur terminale actualisée.

Cette approche est plus particulièrement adaptée pour les sociétés de taille importante qui montrent des perspectives de développement, car elle présente une difficulté supplémentaire par rapport aux autres méthodes, à savoir, la fiabilité de ces prévisions, et la capacité de l'entreprise à les réaliser.

En revanche, elle ne présente pas d'intérêt pour les petites sociétés comme celles qui exploitent un fonds de commerce ou pour les sociétés dont la seule activité est la détention d'un patrimoine ».

On peut donc en conclure que l'Administration utilisera avec réticence la méthode DCF, seulement pour affiner son analyse et ajuster éventuellement les valeurs dégagées.

On verra cependant qu'au fil du temps certains vérificateurs se lanceront dans l'aventure avec des résultats composites.

18 - Une circonspection persistante. – En dehors des deux obstacles rappelés ci-dessus, il en existe une troisième⁹.

7. Cass. com., 7 déc. 1993, n° 91-21.795, Cts Delloye ; JurisData n° 1993-002475 ; Bull. civ., IV, n° 460 ; Dr. fisc. 1994, n° 21-22, comm. 1064 ; RJF 3/1994, n° 356. – CE, 9^e et 8^e ss-sect., 3 oct. 1984, n° 48928 et n° 50420 ; Dr. fisc. 1985, n° 7, comm. 319, concl. P.-F. Racine ; RJF 12/1984, n° 1444.

8. Th. Saint-Bonnet, La valorisation fiscale des droits sociaux : Actes pratiques et stratégie patrimoniale 2016, § 28.

9. S. Jemmar, L'évaluation des biens et services en droit fiscal : L'Harmattan, 2010, n° 315 et s.

La méthode DCF reflète, en général, la vision de l'acquéreur qui demeure intéressé par les perspectives de l'entreprise qu'il s'apprête à acquérir. Or, selon l'auteur, l'Administration privilégie des méthodes faisant ressortir une valeur à la vente. Ces méthodes basées sur l'« existant » et tournées vers le passé, garantissent, en quelque sorte, à l'Administration une masse imposable minimale aisément déterminable.

L'Administration privilégie une approche juridique dans laquelle il est plus aisé de « constater » une valeur que de « reconstituer » celle-ci à partir d'une analyse économique.

4. La jurisprudence

A. - Rappel de la compétence juridictionnelle

19 - Le contentieux fiscal de l'évaluation ressort des juridictions judiciaires ou administratives, selon la nature des impositions.

Les juridictions de l'ordre administratif sont compétentes en matière d'IR (plus-values), alors que les tribunaux de l'ordre judiciaire ont la compétence pour les droits d'enregistrement (donations, successions) et l'ISF devenu l'IFI.

Selon le Conseil d'État, le critère principal qui doit être privilégié sur tous les autres est la comparaison du prix stipulé avec celui auquel ont été conclues d'autres transactions portant sur les titres de la même société, pour une quotité proche, effectuées antérieurement et dans un délai raisonnable¹⁰.

Pour la Cour de cassation, la valeur réelle des droits sociaux doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui de l'offre et de la demande¹¹.

Ce n'est qu'en l'absence de comparables issus de transactions récentes, que d'autres méthodes d'évaluation peuvent intervenir, mais à titre subsidiaire.

En résumé, la jurisprudence de la Cour de cassation marche la « main dans la main » avec celle du Conseil d'État¹², en privilégiant le prix auquel s'est faite une transaction comparable par rapport au prix résultant d'une méthode multicritère. Dans l'hypothèse où le prix d'une transaction invoquée comme terme de comparaison reflète la valeur du marché, compte tenu par exemple des intérêts contraires du vendeur et de l'acquéreur, il n'y a pas lieu de recourir aux méthodes de calcul multicritère¹³.

Heureusement pour les évaluateurs, les jurisprudences de la Cour de cassation et du Conseil d'État ne sont pas divergentes en matière d'évaluation de droits sociaux.

On peut donc s'attendre à une appréciation convergente de la méthode DCF.

B. - La crainte d'une certaine consanguinité

20 - a) Le préambule du Guide précise que l'Administration veille à respecter les jurisprudences de la Cour de cassation ou du Conseil d'État, ce qui ressort du truisme.

b) En revanche, on pouvait redouter une réaction tautologique des tribunaux, car à l'époque de la publication du Guide, l'Administration soulignait l'existence de nombreuses chapelles d'évaluateurs et l'absence d'études spécifiques, alors qu'elle n'avait qu'une seule doctrine.

Ce constat n'était pas tout à fait objectif car l'Ordre des experts-comptables et la Compagnie nationale des commissaires aux comptes avaient organisé deux journées d'études les 17 et 18 octobre 1974 qui avaient été suivies de la publication d'un ouvrage sur « *Le commissariat aux apports et les méthodes d'évaluation* » qui a fait autorité.

La Compagnie nationale des experts-comptables de justice (CNECJ) avait pour sa part organisé son 33^e Congrès national le 21 octobre 1994 sous la présidence du Président de la chambre commerciale de la Cour de cassation, sur le thème « L'expert-comptable judiciaire et l'évaluation des entreprises » dont le rapporteur général était Jean-Claude Caillau.

À compter de cette époque, des universitaires et des praticiens se sont saisis du sujet et ont régulièrement publié des manuels d'évaluation.

c) Dans la mesure où il n'existe pas de définition légale de la valeur, il y a parmi les évaluateurs une grande diversité d'intervenants, ce qui pourrait rendre plus difficile l'application de règles communes.

Pendant :

– les méthodes d'évaluation constituent un corpus de conventions généralement admises et de bonnes pratiques mises en œuvre par les praticiens ;

– divers organismes nationaux et internationaux s'efforcent de définir un ensemble structuré de principes et de règles susceptibles de faire l'objet d'un consensus.

Ce mouvement s'est puissamment accéléré au cours des quinze dernières années, les publications, colloques ou autres études se sont développés et l'Administration n'hésite plus à utiliser ces supports lors des vérifications fiscales. C'est une reconnaissance de leur rigueur technique.

d) Fort heureusement la jurisprudence a toujours su faire preuve d'indépendance.

Les arrêts du Conseil d'État du 16 octobre 2013¹⁴ ont relevé « qu'après avoir regardé à bon droit ce guide comme ne constituant pas une interprétation formelle de la loi fiscale dont les contribuables peuvent se prévaloir sur le fondement de l'article L. 80 du Livre des procédures fiscales ».

Bien que ces arrêts se rapportent au Guide de 1982, nul ne peut douter de leur validité actuelle.

e) En conséquence, le Guide n'a pas de valeur juridique. Cela signifie que ses prescriptions ne sont pas opposables aux contribuables, ni... à l'Administration !

Conçu comme un outil au service tant des usagers que de l'Administration, le Guide ne saurait constituer une « Bible » comme parfois brandie par les vérificateurs. En tout cas, la jurisprudence ne l'a jamais considérée comme telle.

C. - Une synthèse de la jurisprudence

21 - La jurisprudence ne s'est pas prononcée explicitement sur la méthode DCF dans un arrêt de principe.

M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti, alors maître des requêtes au Conseil d'État, a évoqué la technique dans une étude publiée à la RJF de janvier 2014 intitulée « *Évaluation des titres de société : (trouver) le juste prix, c'est le but !* ».

En soulevant le dilemme du juge face « à la jungle des méthodes d'évaluation », elle souligne :

« Enfin, la méthode des flux futurs de trésorerie actualisée (« *Discounted Cash Flows* » ou DCF) tranche avec les approches précédentes en ce qu'elle apparaît résolument tournée vers les performances futures plutôt que vers l'historique de l'entreprise. Cette

10. CE, 8^e et 9^e ss-sect., 25 juin 1975, n° 92185 et 92186 ; Dr. fisc. 1975, n° 40-41, comm. 1291 ; RJF 9/1975, n° 399.

11. Cass. com., 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D, DGFIP c/ Zorn ; JurisData n° 2009-049195 ; RFP 2009, comm. 174 ; JCP E 2009, 1894, note R. Poirier.

12. O. Fouquet, L'évaluation des titres non cotés : Rev. adm. 2010, n° 373, p. 35.

13. Cass. com., 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D, DGFIP c/ Zorn, préc.

14. CE, 10^e et 9^e ss-sect., 16 oct. 2013, n° 339166, SAS Adélaïde, n° 339165 et 329420 ; JurisData n° 2013-027148 ; Dr. fisc. 2014, n° 7-8, comm. 165, concl. D. Hedary ; RJF 1/2014, n° 36, chron. E. Bokdam-Tognetti, p. 3.

méthode, très utilisée par les praticiens, part en effet des états prévisionnels de l'entreprise et tient compte de la période de récupération de son investissement exigée par l'acquéreur ainsi que du taux de rentabilité attendu. Elle permet notamment de pallier l'inconvénient qui s'attache aux précédentes méthodes dans le cas d'entreprises qui connaissent des difficultés au moment de l'évaluation mais présentent un important potentiel de croissance.

Elle suppose toutefois d'avoir des informations suffisantes sur l'entreprise, sur son activité attendue sur ses besoins d'investissement et sur le développement de son secteur pour pouvoir faire des précisions, et que ces perspectives soient suffisamment connues et solides au moment de la cession ».

M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti ne cite pas dans son étude de 2014 de référence à une jurisprudence précise sur la méthode des DCF.

D. - Illustrations

22 - Une analyse de la jurisprudence permet d'illustrer le propos ci-dessus. Il ne s'agit nullement d'un examen exhaustif.

23 - Quelques exemples en matière judiciaire :

a) L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 19 décembre 2000¹⁵ considère que la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie consistant à actualiser les flux de trésorerie disponibles dégagés par l'exploitation courante permet de prendre en compte l'ensemble des paramètres de croissance et de rentabilité propres à la société, en intégrant les perspectives de l'entreprise, que cette méthode, associée à des critères complémentaires, est couramment utilisée pour l'évaluation des entreprises.

b) Le jugement du tribunal de commerce d'Évry du 2 avril 2008¹⁶ écarte le rapport de l'expert car il a exclu la méthode DCF, alors que dans le contexte le business plan établi était basé sur des objectifs, perspectives et rentabilité. De surcroît, le tribunal relevait que l'expert n'avait pas appliqué la méthodologie préconisée par l'Ordre des experts-comptables dans le cadre des start-up.

c) L'ordonnance du tribunal de grande instance de Paris du 30 mai 2013¹⁷ désigne un expert pour déterminer la valorisation de la société B. O. en utilisant les méthodes de valorisation par comparables et par « *Discounted Cash Flow* ». Il est vrai que l'ordonnance a été rendue en application d'un protocole de cession entre les parties.

d) L'arrêt de la cour d'appel de Bordeaux du 24 septembre 2013¹⁸ ne rejette pas la méthode DCF, mais reprend les conclusions de l'expert judiciaire qui soulignait que le travail de l'évaluateur reposait essentiellement sur des hypothèses purement théoriques.

e) Le jugement du tribunal de commerce de Toulon du 17 décembre 2015¹⁹ énonce que l'évaluation d'un fonds de commerce vient d'abord de l'accord des parties sur la chose et sur le prix, accord qui peut être éclairé par la méthode de l'actif net, du potentiel de développement, de la valeur de fonds de commerce similaires (offre/demande), de méthodes plus sophistiquées telles que le « *Discounted Cash Flow* » ou faisant appel à la rentabilité, et que, bien souvent en réalité, après avoir pu recourir à de telles approches, la valeur estimative d'un fonds de commerce résulte de l'accord des parties.

f) Les jugements du tribunal de grande instance de Paris du 8 juillet 2016²⁰ énoncent que s'agissant de la méthode d'évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie, comme le relève l'Administration, le recours à une telle méthode, fondée sur des estimations

prévisionnelles, n'est pas pertinent pour la valorisation d'une société ancienne, dont les filiales opérationnelles exercent la même activité depuis de nombreuses années, réalisent un chiffre d'affaires en faible progression et déclarent des résultats stables, pour laquelle les méthodes effectivement mises en œuvre par l'Administration apparaissent suffisantes.

La méthode DCF n'est pas mise en cause, mais le tribunal souligne une utilisation inappropriée.

g) L'arrêt de la Cour de cassation du 5 juillet 2017²¹ note que c'est par une appréciation souveraine de la cohérence et de la pertinence des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre et des critères utilisés, qu'elle a contrôlés, que la cour d'appel a décidé que les critiques du bien-fondé de la décision de l'Autorité des marchés financiers n'étaient pas fondées.

L'expertise indépendante reposait sur la mise en œuvre d'une évaluation multicritère, appliquant les méthodes de valorisation qui ont paru à l'expert les plus appropriées et dont il a justifié de la pertinence, en l'occurrence les méthodes fondées sur l'analyse du cours de Bourse, l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF) et les multiples boursiers, tout en tenant compte de l'incidence de la valeur des actifs immobiliers de la société E.

h) Le jugement du tribunal de commerce de Marseille du 1^{er} février 2018²² mentionne qu'en l'espèce, la méthode DCF utilisée, qui consiste à prendre en compte les éventuels profits futurs de la société T, avec un TRI de 35 % minimum, alors que l'exploitation de cette dernière est fortement déficitaire, ne peut être sérieusement utilisée.

La méthode DCF n'est pas écartée dans son principe, mais est inappropriée au cas d'espèce.

i) L'arrêt de la cour d'appel de Douai du 11 juillet 2019²³ relève que les experts ont indiqué que la seule méthode appropriée pour l'évaluation du prix de cession de 2012 était la méthode DCF (*Discounted Cash Flow* – méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie). Dès lors, celle-ci est adoptée par la cour.

24 - Quelques exemples en matière administrative :

a) L'arrêt de la cour administrative d'appel de Paris du 25 avril 1996²⁴ relève que si les experts ont pris en compte la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, c'est pour en définitive l'écarter en raison du caractère « particulièrement fluctuant » du secteur de l'audiovisuel en 1987 et du caractère aléatoire et contestable des hypothèses économiques sur lesquelles elle repose. Il s'agissait pour la cour de se prononcer sur la demande d'indemnisation de la société France 5, suite à la résiliation du traité de concession dont elle était titulaire pour l'exploitation de la 5^e chaîne de télévision en février 1987.

La position des experts a évité à la cour de trancher sur la méthode DCF. On retiendra de cet arrêt rendu il y a presque 25 ans, que la cour ne se prononce pas sur la méthode d'évaluation, mais observe que les experts avaient écarté la méthode DCF en raison des circonstances de l'espèce, mais aussi qu'elle était déjà usuellement pratiquée par les évaluateurs.

b) L'arrêt de la cour administrative d'appel de Paris du 17 juin 2010²⁵ considère qu'il découle du rapport d'expertise qu'à la date des décisions litigieuses, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, dont il ne résulte pas de l'instruction qu'elle ne pourrait s'appliquer de manière pertinente à la société I, conduit à estimer la valeur de cette société à zéro.

15. CA Paris, 19 déc. 2000, n° 2000/14483.

16. T. com. Évry, 2 avr. 2008, n° 2004F00560.

17. TGI Paris, 30 mai 2013 n° 13/53343.

18. CA Bordeaux, 24 sept. 2013, n° 10/04745.

19. T. com. Toulon, 3^e ch., 17 déc. 2015, n° 2012F00255.

20. TGI Paris, 9^e ch., 2^e sect., 8 juill. 2016, n° 15/05618 et 15/05617.

21. Cass. com., 5 juill. 2017, n° 15-25.121, P+B : JurisData n° 2017-013473.

22. T. com. Marseille, 17 ch., 1^{er} févr. 2018, n° 2016F02445.

23. CA Douai, 2^e ch., 1^{re} sect., 11 juill. 2019, n° 14/04996.

24. CAA Paris, 2^e ch., 25 avr. 1996, n° 93PA01359, Sté France 5 : JurisData n° 1996-043723 ; Lebon 1996, p. 572 ; Dr. adm. 1996, comm. 416.

25. CAA Paris, 1^{re} ch., 17 juin 2010, n° 06PA00904.

c) Le jugement du tribunal administratif de Rouen du 16 décembre 2010²⁶ énonce que l'application de la méthode des flux de trésorerie actualisés (« *Discounted Cash Flow* »), qui prend en compte les résultats prévisionnels de la société tels qu'ils ressortent des prévisions de son budget établi au titre de l'année 1999, conduit à retenir une valeur unitaire de la part de × francs.

d) Le jugement du tribunal administratif de Montreuil du 4 juillet 2013²⁷ constate que l'Administration et le contribuable ont utilisé la méthode DCF et que la critique du Service pris en compte ne constitue pas en tout état de cause une mise à mal de cette méthode.

Le jugement a été porté devant la cour administrative d'appel de Versailles²⁸.

Le requérant soutenait que la provision pour dépréciation des titres de la société C, calculée par l'Administration, basée sur la méthode DCF, qui reposait sur de simples conjectures, ne permettait pas d'évaluer la dépréciation de ces titres avec une approximation suffisante.

Il ajoutait que sur le terrain de la doctrine, il convenait de relever que l'Administration s'était opposée à la méthode DCF, tant dans son projet de Guide de l'évaluation des entreprises qu'à l'occasion de précédents contrôles fiscaux.

Ce à quoi l'Administration rétorquait qu'elle n'avait jamais remis en cause le principe de la méthode DCF et que les contrôles fiscaux antérieurs portaient sur des faits différents et n'avaient conduit qu'à une remise en cause des paramètres retenus par la mise en œuvre de la méthode DCF.

La cour a considéré finalement que lorsqu'elle a été mise en œuvre la méthode DCF a été combinée avec d'autres facteurs et ses résultats ont été corroborés au terme d'une analyse précise avec d'autres paramètres d'évaluation. La cour valide ainsi la méthode mais confirme en l'occurrence la nécessité d'une approche multicritère. Elle ajoute aussi, et c'est un peu excessif, que la version définitive du Guide, intègre la méthode DCF comme méthode d'évaluation des titres de sociétés, alors que nous avons vu que la méthode DCF était désormais agréée, mais seulement comme approche de cohérence.

Le dossier examiné successivement par le tribunal administratif de Montreuil puis la cour administrative de Versailles, démontre que l'évaluation des droits sociaux est toujours une affaire d'espèce, mais que selon ses intérêts on peut reprendre les arguments généralement développés par son contradictoire.

Par la suite, le Conseil d'État²⁹, n'a pas évoqué ce point technique, dans son arrêt qui a porté son l'applicabilité de la règle d'intangibilité du bilan et qui a fait l'objet de nombreux commentaires.

e) Le jugement du tribunal administratif de Montreuil du 13 décembre 2013 valide le résultat de la méthode DCF fixé par l'expert³⁰.

Il constate également que l'Administration a utilisé la méthode DCF.

Le jugement a été porté devant la cour administrative d'appel de Versailles³¹, puis devant le Conseil d'État³² avant d'être renvoyé devant la cour administrative d'appel de Versailles³³.

Les juridictions successives n'ont pas remis en cause l'utilisation par le contribuable, l'Administration puis l'expert de la méthode DCF. L'arrêt du Conseil d'État du 12 juillet 2017 a largement été commenté³⁴, mais à propos de la très intéressante question du traitement fiscal de la survaleur payée lors de l'acquisition de titres.

La méthode DCF n'a pas été réellement critiquée dans cette affaire, ce qui permet de penser qu'elle fait partie des méthodes usuelles aux yeux du juge.

f) Le jugement du tribunal administratif de Paris du 28 novembre 2014³⁵ considère que la société M se prévaut de la documentation administrative 4 B-3112 selon laquelle les titres de sociétés non cotées sur un marché réglementé s'apprécient à leur valeur probable de négociation, laquelle varie en fonction de tous les éléments permettant d'obtenir un montant aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande, que ces préconisations ne s'opposent pas par elles-mêmes à ce que soit écartée la méthode DCF retenue par la société requérante.

Cependant, le jugement relève que si, dans son avis rendu le 27 novembre 2012, la Commission départementale des impôts a admis l'inadéquation de la méthode DCF, elle a estimé également inappropriée la méthode retenue par l'Administration, à savoir la méthode mathématique.

g) L'arrêt de la cour administrative d'appel de Versailles du 11 octobre 2016³⁶ relève que la méthode DCF, méthode dont le vérificateur a estimé dans la proposition de rectification du 15 juillet 2008 qu'elle était suffisamment précise et rigoureuse pour permettre d'apprécier la déductibilité, tant dans son principe, que dans son montant, de la provision pour dépréciation des titres FP.

25 - Observations :

- Il va de soi que cet échantillon ne peut en lui-même synthétiser la jurisprudence en la matière. Il ne s'agit que de quelques illustrations.

- On s'aperçoit que les jugements cités sont assez récents. À cet égard, on peut formuler deux explications :

- la première est que la base de données privilégie les décisions les plus proches ;

- la seconde, et c'est assez logique, compte tenu de la date de début des contentieux et de l'évolution technique, voit la méthode DCF instiller progressivement la pratique de l'évaluation,

- Il est également possible de souligner que la méthode DCF est pratiquée par les contribuables (ou leurs conseils), l'Administration et naturellement les experts de justice.

Il en ressort un certain consensus qui ne pouvait qu'être intégré par les tribunaux :

- Certaines affaires ressortent davantage du contentieux « *commercial* » que du contentieux « *fiscal* » pour les litiges portés devant les tribunaux de l'ordre judiciaire.

Ils n'ont cependant pas été écartés, car la Cour de cassation n'a pas une jurisprudence « *commerciale* » différente de sa jurisprudence « *fiscale* » en matière d'évaluation d'entreprises ou de droits sociaux.

26. TA Rouen, 16 déc. 2010, n° 0400162.

27. TA Montreuil, 1^{re} ch., 4 juill. 2013, n° 1110039, Sté France Télécom SA : RJF 11/2013, n° 1063 ; BDCF 11/2013, n° 118, concl. V. Restino.

28. CAA Versailles, 3^e ch., 18 févr. 2016, n° 13VE02491, SA Orange : JurisData n° 2016-003990 ; Dr. fisc. 2016, n° 20, comm. 323, concl. B. Coudert ; RJF 2016, n° 461.

29. CE, plén. fisc., 5 déc. 2016, n° 398859, Sté Orange : JurisData n° 2016-026287 ; Dr. fisc. 2017, n° 28, comm. 394, concl. V. Daumas, note M. Masclat de Barbarin.

30. TA Montreuil, 13 déc. 2013, n° 1009522.

31. CAA Versailles, 14 avr. 2016, n° 14VE01083.

32. CE, 8^e et 3^e ss-sect., 12 juill. 2017, n° 400644 : RJF 11/2017, n° 1017, concl. R. Victor C 1017.

33. CAA Versailles, 3^e ch., 3 juill. 2018, n° 17VE02466.

34. RJF 11/2017, n° 1017, préc.

35. TA Paris, 28 nov. 2014, n° 1318449.

36. CAA Versailles, 3^e ch., 11 oct. 2016, n° 15VE00951.

5. Les pérégrinations des affaires SARL Hôtel Restaurant Luccotel et SAS VP Santé

A. - Les arrêts du 15 février 2018 de la cour d'appel de Nantes

26 - Une démonstration pertinente :

● M. Thurian Jouno a présenté, en qualité de rapporteur public, ses conclusions à la cour administrative de Nantes, chargée d'examiner l'affaire SARL Hôtel Restaurant Luccotel à la suite du jugement du 23 février 2016 du tribunal administratif d'Orléans³⁷.

Par ailleurs, un dossier analogue (SAS VP Santé) était soumis à la cour et les conclusions étaient communes aux deux affaires.

● Il s'agissait pour la cour de se prononcer sur la cession de l'usufruit de droits sociaux (parts sociales de la SCI LBA en l'occurrence) pour un prix minoré selon l'Administration.

● Pour déterminer la valeur vénale de l'usufruit des parts sociales de la SCI, l'Administration a fait explicitement application de la méthode DCF. Elle a estimé, en dernier lieu, que les flux de trésorerie futurs correspondaient aux résultats de la SCI prévisibles, déterminés selon les règles applicables en matière de revenus fonciers, et minorés d'un impôt sur les sociétés théorique au taux de 33,33 %. Le taux d'actualisation a été évalué forfaitairement à 5 %.

● Le rapporteur public a estimé que l'Administration n'avait pas violé l'article 38, 2 du CGI en recourant, à juste titre, à la méthode DCF pour évaluer la valeur de l'usufruit de droits sociaux.

● Après avoir rappelé que la méthode comparative demeurait prioritaire, mais qu'elle était inapplicable au cas d'espèce, qu'il était possible pour l'Administration de se fonder soit sur l'une des méthodes subsidiaires, telle que la méthode DCF, soit sur la combinaison de plusieurs méthodes, M. Thurian Jouno a observé que l'Administration avait eu le bon goût de choisir la méthode DCF, qui a les faveurs des praticiens de l'évaluation.

● Le rapporteur public souligne dans ses conclusions que la méthode DCF, décrite par les auteurs de la « Bible » de la finance d'entreprise « le Vernimmen », comme la « méthode d'évaluation fondamentale », repose sur le postulat qu'une « entreprise s'achète pour son avenir, et non sur son passé, aussi glorieux soit-il »³⁸.

Elle consiste à valoriser l'entreprise en fonction des flux de trésorerie disponibles (*Free Cash Flows*) que les investisseurs pourront effectivement appréhender, année après année, tout en tenant compte du poids de la dette. Le raisonnement est assez rudimentaire selon M. Thurian Jouno.

● La méthodologie est ensuite précisée par le rapporteur public :

- définir un plan d'affaires,
- établir la prévision des flux de trésorerie disponibles,
- évaluer la valeur terminale,
- déterminer le taux d'actualisation des flux.

Ces quatre étapes permettent de calculer la valeur de l'actif économique de l'entreprise (VE), à savoir la somme des actifs immobilisés (d'exploitation) et de son besoin en fonds de roulement (d'exploitation).

Pour parvenir à la valeur des capitaux propres (c'est-à-dire des titres), il faut retrancher de la valeur d'entreprise (VE) l'endettement net.

● Sans rentrer dans la démonstration du rapporteur public, ce qui nous conduirait à commenter l'affaire, qui ne ressort pas de la présente étude, on soulignera les observations de l'auteur des conclu-

sions qui concernent les flux financiers (trésorerie disponible, investissements, remboursements d'emprunts...) qui seuls doivent être pris en compte dans la méthode, à l'exclusion des flux économiques (produits/charges). En outre, une attention particulière doit être portée à la détermination du taux d'actualisation. Le rapporteur public terminait ses observations en soulignant que la méthode était « la pire des méthodes à l'exclusion sans doute de toutes les autres [...] ».

● Selon M. Thurian Jouno, l'Administration avait usé dans son application de la méthode DCF, en n'ayant pas tenu compte des remboursements du capital emprunté qui devaient être effectués. Elle n'avait pas non plus justifié, dans la détermination du taux d'actualisation, du niveau du taux sans risque et de la prime de risque. L'Administration avait, en effet, retenu un taux forfaitaire qui s'avérait arbitraire.

● Dans la mesure où c'est à l'Administration qu'il appartient d'établir les faits sur lesquels elle se fonde pour invoquer le caractère anormal d'un acte de gestion et qu'elle avait eu recours à la seule méthode DCF, tout en l'appliquant de manière viciée, le rapporteur public concluait en invitant la cour à faire droit aux requêtes des contribuables.

27 - Une démonstration qui n'a pas convaincu la cour :

● La cour a considéré « que contrairement à ce que soutient la SARL Hôtel Restaurant Luccotel, le service, s'agissant d'une SCI relevant sur régime d'imposition prévu par l'article 8 du CGI et dont le résultat était, avant cession de l'usufruit de ses parts, soumis à l'impôt sur le revenu dans la catégorie des revenus fonciers entre les mains des personnes physiques détentrices de ces parts, a pu à bon droit estimer que les loyers issus de la location de l'immeuble constituait un revenu brut pertinent pour apprécier la valeur de cet usufruit, lors du démembrement de ces parts, en vue de sa cession ; que la société requérante n'est pas fondée à soutenir que le revenu futur attendu devait être apprécié au regard d'un résultat comptable distribuable et d'une situation de trésorerie disponible déterminant une valeur de rendement applicable aux seules sociétés de capitaux rémunérant leurs actionnaires ou porteurs de parts par des distributions, dès lors que ce n'était pas le cas du cédant et ne pouvait entrer en ligne de compte, du point de vue du cessionnaire, SARL soumis à l'impôt sur les sociétés, pour déterminer la valeur de l'actif incorporé à porter en immobilisation ».

En d'autres termes, l'Administration ne peut se contenter d'actualiser des résultats fiscaux, dans la méthode DCF, sans avoir à prendre en considération la trésorerie disponible. Cela dénote une incompréhension de la logique effectivement basée sur les flux de trésorerie.

● En outre, selon la cour, l'Administration peut retenir comme taux d'actualisation un taux fixé de manière forfaitaire, en justifiant l'application de celui-ci par son caractère habituel. En effet, le taux d'actualisation de 5 % retenu par le Service correspond au bas de la fourchette comprise entre 5 et 7 % habituellement retenue. Ce taux étant censé couvrir l'inflation, le coût du temps par référence au taux du marché des emprunts, et d'une prime de risque et de la communauté d'intérêts existant entre la SCI LBA et la SARL Hôtel Restaurant Luccotel.

Cette argumentation n'est pas fondée car la détermination du taux d'actualisation est au centre de la méthode. Celle-ci ne peut être basée sur des appréciations subjectives, mais sur des données financières précises et adaptées au contexte.

B. - Les arrêts du 30 septembre 2019 du Conseil d'État

28 - Une proposition de recadrage :

● Au préalable, il convient de rappeler le rôle du rapporteur public. Lors de l'audience publique, un membre du Conseil d'État appelé « rapporteur public » intervient pour éclairer la formation de jugement.

37. TA Orléans, 23 févr. 2016, n° 1502490.

38. P. Vernimmen, P. Quiry et Y. Le Fur, *Finance d'entreprise* : Dalloz, 5^e éd., 2020, p. 869 et 870.

Il prononce à cette fin des conclusions dans lesquelles il expose publiquement, et en toute indépendance, son opinion sur les questions soulevées par la requête et sur la solution qu'elle appelle.

Le rapporteur public expose d'abord les circonstances du litige, l'ensemble des arguments échangés entre les parties pendant l'instruction et les questions posées par l'affaire. Il rappelle les règles de droit applicables au litige et les décisions existantes en lien avec l'affaire (la jurisprudence) qui pourraient orienter la solution.

Puis il fait connaître son appréciation sur ces points et propose la solution qui, suivant sa conscience, lui paraît la plus appropriée.

Une fois l'audience publique terminée, la décision est mise en délibéré. Le rapporteur public peut assister au délibéré, sauf si une des parties s'y oppose. Cependant, il ne fait pas partie de la formation de jugement et ne participe donc pas à la prise de décision.

Il appartient aux seuls juges qui statuent sur l'affaire de décider s'ils suivent la proposition du rapporteur public ou s'ils adoptent un jugement en tout ou partie différent de cette proposition.

- M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti a établi à l'attention des 9^e et 10^e chambres du Conseil d'État, ses conclusions sur les deux affaires examinées, qui sont largement reproduites ci-après.

- Le rapporteur public prend soin de préciser que compte tenu des moyens soulevés, le Conseil d'État n'aura à se prononcer, ni sur la plus ou moins grande pertinence de la méthode financière par rapport à celle portant de l'évaluation en pleine propriété, ni sur l'éventuelle combinaison de cette méthode financière d'évaluation avec une approche plus patrimoniale et sur les éventuels correctifs à apporter à la valeur obtenue par la méthode DCF.

La Haute Juridiction n'aura pas davantage à se pencher sur l'une des principales difficultés rencontrées lors de la mise en œuvre pratique de cette méthode : celle du choix du juste taux d'actualisation.

- Ces limites évoquées, M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti précise que le Conseil d'État n'est saisi que de moyens portant sur la détermination, en cas de recours à la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés, des flux à prendre en compte. Rappelons à ce stade que la détermination des « *bons flux* » est le cœur de la méthode DCF.

Par ailleurs, ne pas statuer ne signifie pas un rejet des paramètres. On peut supposer que le juge se réserve le droit de se prononcer sur leur bien-fondé lorsqu'il les examinera.

- Après avoir rappelé que la première approche envisageable, préconisée par quelques auteurs, mais aussi par la DGFIP dans son Guide (remontant à 2006 et souvent taxé d'obsolescence par les praticiens) repose sur l'évaluation du titre en pleine propriété pour en déduire la valeur de l'usufruit, le rapporteur public commente une seconde approche envisageable.

Celle-ci consiste à évaluer directement la valeur de l'usufruit, par la capitalisation des fruits nets qui en sont attendus. Cette évaluation financière reposant sur la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés (DCF), est celle préconisée par la majorité des praticiens et auteurs, dans la ligne des travaux du doyen Aulagnier, notamment à propos de ses recherches sur le calcul de l'usufruit. Cette méthode apparaît, dans sa logique et son esprit particulièrement adaptée à la nature même de l'usufruit. Elle est toutefois parfois critiquée par certains comme méconnaissant l'unicité du bien démembré et la règle $PP = NP + U$, en ce sens qu'elle peut en certaines hypothèses aboutir à une évaluation de l'usufruit supérieure à la valeur de pleine propriété des parts, notamment lorsque cette dernière repose sur une combinaison de méthodes incluant une approche patrimoniale par l'actif net.

- Au cas d'espèce, les vérificateurs avaient retenu les loyers issus de la location des immeubles comme constituant le flux brut pertinent à capitaliser et à actualiser pour déterminer la valeur de l'usufruit.

La cour de Nantes en avait déduit que les requérantes n'étaient pas fondées à soutenir que le revenu futur attendu devait être apprécié au regard du résultat distribuable et en tenant compte de la situation de

la trésorerie disponible de la SCI. Mais ce raisonnement est assurément erroné car il ne s'agit en effet pas de capitaliser et d'actualiser le résultat fiscal des SCI, mais les flux de trésorerie. En d'autres termes, les flux à retenir ne sont pas les flux d'exploitation, mais les flux de trésorerie. Cette logique peut surprendre certains qui s'étaient habitués à voir la comptabilité d'engagements succéder à l'antique comptabilité de trésorerie.

Ce qu'il faut apprécier, c'est la faculté d'appréhension effective, et non purement fiscale, de bénéfices par l'usufruitier aux cas examinés. Dans l'application générale de la méthode, les bénéfices sont censés bénéficier en totalité aux associés.

- Autre discordance avec le raisonnement habituel de la détermination du résultat imposable et à la différence des intérêts, qui constituent des charges financières déductibles, les annuités remboursant le capital d'un emprunt ne grèvent pas le résultat comptable, mais ils affectent toutefois la trésorerie, à l'inverse des amortissements qui constituent des charges non décaissables. Il est donc certain qu'il convient de tenir compte de l'incidence de l'endettement sur la trésorerie de la société.

- Par la suite, M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti décrit la méthode DCF en rappelant que les analystes calculent la somme actualisée des flux de trésorerie disponibles de l'entreprise pendant une période donnée déterminée à partir de ses résultats d'exploitation majorés des dotations aux amortissements et diminués des variations du besoin en fonds de roulement et des investissements. Ils ajoutent ensuite la valeur terminale de l'entreprise réputée égale à la somme actualisée des flux dits normatifs (ceux attendus en période de « *croisière* » ou « *à maturité* ») tendant à l'infini.

Puis, les évaluateurs retranchent du total des flux futurs ainsi obtenus, le montant de l'endettement net aux fins d'identifier, au sein de cette valeur d'entreprise, le montant correspondant aux capitaux propres (par opposition aux flux de trésorerie générés par l'entreprise qui reviendront à ses prêteurs).

M. Thurian Jouno avait dans ses conclusions destinées aux magistrats de la cour de Nantes averti ceux-ci « *Carnaval approche. Les deux affaires qui viennent d'être appelées en sont le signe vivace. Elles vous contraindront à ôter brièvement vos habits de juges de l'impôt pour endosser ceux de professeurs de finance d'entreprise. N'oubliez pas également votre masque de civilistes !* ».

M^{me} Émilie Bokdam-Tognetti aurait pu prendre les mêmes précautions oratoires, mais les membres du Conseil d'État étaient déjà informés des difficultés techniques des dossiers à examiner du fait de leur parcours jusqu'à la Haute Assemblée.

- L'Administration ayant pu en l'espèce regarder les loyers issus de la location des immeubles comme le flux brut pertinent à capitaliser et actualiser et qu'il n'y avait pas lieu de prendre en compte les flux de trésorerie liés au financement de l'activité sociale, la cour de Nantes avait selon le rapporteur public commis une erreur de droit, et il convenait d'annuler les arrêts et de les lui renvoyer.

En somme, l'Administration avait fait usage d'une application vicieuse de la méthode DCF.

29 - Une proposition de solution entérinée par le Conseil d'État :

- Les arrêts du 30 septembre 2019 rappellent qu'à la suite d'un contrôle sur pièces, l'Administration a remis en cause l'évaluation de la valeur d'un usufruit qu'elle a estimée en application de la méthode d'actualisation des flux de revenus attendus (méthode DCF).

- 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'évaluation des titres peut légalement se fonder sur la combinaison de plusieurs méthodes alternatives ;

- Pour la Haute Assemblée, « il résulte des énonciations de l'arrêt attaqué que l'Administration a déterminé la valeur attendue de l'usufruit provisoire des parts de la SCI LBA sur la base de la capitalisation,

avec taux d'actualisation de 5 %, des résultats nets d'activité de la société avec un abattement de 33,33 % correspondant à une imposition théorique à l'impôt sur les sociétés. Or, il résulte de ce qui a été dit que l'évaluation du revenu futur attendu par un usufruitier de parts sociales ne peut avoir pour objet que de déterminer le montant des distributions prévisionnelles qui peut être fonction notamment des annuités prévisionnelles de remboursement d'emprunts ou des éventuelles mises en réserves pour le financement d'investissements futurs, lorsqu'elles sont justifiées par la société.

Par suite, en jugeant que la méthode d'évaluation de la valeur de l'usufruit acquis par la société Hôtel Restaurant Luccotel, retenue par l'Administration et fondée sur les résultats imposables prévisionnels de la société, était régulière alors qu'il convenait de déterminer cette valeur sur la base des distributions prévisionnelles, la cour a commis une erreur de droit ».

Le Conseil d'État confirme l'application viciée par l'Administration de la méthode DCF et qu'il en résulte que les requérantes sont fondées à demander l'annulation des arrêts qu'elles attaquent et renvoie les affaires devant la cour administrative d'appel de Nantes.

6. Considérations finales

30 - Limites. — Compte tenu des moyens soulevés par les contribuables, le rapporteur public a pris soin de rappeler que le Conseil d'État n'avait pas à se prononcer sur la pertinence de la méthode DCF au cas d'espèce, ni sur une éventuelle combinaison de celle-ci avec une approche plus patrimoniale. Le Conseil d'État n'avait pas davantage à se pencher sur l'une des principales difficultés rencontrées lors de la mise en œuvre pratique, à savoir le choix du taux d'actualisation, qui est au cœur de la méthode. Le Conseil d'État n'était saisi que de moyens portant sur la détermination des flux à prendre en compte.

En somme, l'appréciation des paramètres ressort des pouvoirs du juge, mais la méthode DCF n'est pas, en elle-même, exclue des techniques d'évaluation.

31 - Constatations. — Il faut relever que dans les affaires concernées c'est l'Administration qui a fait explicitement l'utilisation de la seule méthode DCF.

Elle a fait application des prescriptions du Guide qui stipule que la combinaison des méthodes ne constitue pas un principe intangible. En effet, lorsque dans un secteur donné il est avéré qu'une méthode est la plus couramment utilisée, il est préconisé de la privilégier et éventuellement de s'en tenir à cette seule approche.

Il s'agit d'une dérogation à la méthodologie générale rappelée par Alexandre Grevet³⁹ « l'emploi d'une combinaison de méthodes est privilégié et l'usage d'une seule méthode sera, sauf exception, moins probante qu'une combinaison de méthodes ».

32 - Réserves de principe d'une partie de la doctrine sur la méthode DCF. — Les évaluateurs de culture économique privilégient la méthode comparative au sens large⁴⁰, et les méthodes intrinsèques. En revanche, les évaluateurs de culture juridique demeurent toujours assez perplexes vis-à-vis des méthodes financières. Or, l'évaluation est l'affaire de tous.

C'est donc le contexte de l'évaluation qui devra guider l'évaluateur dans la mise en œuvre de sa démarche car il est difficile de conserver la même méthodologie quelles que soient les situations rencontrées.

33 - Dans leur importante étude, Claude Dantcheff et Ivan Dantcheff publiée dans la Revue⁴¹ les auteurs évoquent les méthodes de valorisation « financières ». Il s'agit en l'occurrence des méthodes, qui ont pour objet de déterminer la valeur d'un titre par la seule prise en compte de résultats ou rendements présents ou futurs.

Claude et Ivan Dantcheff estiment d'emblée qu'aucune méthode financière utilisée de manière exclusive leur semble capable de rendre compte pleinement de l'ensemble complexe que constitue une entreprise. Ils considèrent que les méthodes fondées sur les flux ont pris une importance injustifiée en raison des difficultés qu'elles soulèvent :

- choix et évaluation du résultat retenu pour servir de base aux calculs ;
- estimation de la durée probable de maintien des résultats à un niveau donné ou à leur évolution dans le temps ;
- détermination du taux d'actualisation ;
- estimation de la valeur résiduelle.

Ces observations sont recevables, mais il faut relever qu'elles vont à l'encontre de la pratique actuelle et qu'elles reposent sur le postulat que les plans d'affaires ne seraient pas suffisamment efficaces. Or, de nos jours, les dirigeants ne peuvent se passer de budgets et de plans à moyen terme rigoureux pour piloter leurs entreprises.

34 - Claude et Ivan Dantcheff résument l'approche prédominante des évaluateurs de la deuxième moitié du vingtième siècle. L'évaluation est dans la main des juristes et on passe progressivement du bilan au compte d'exploitation comme supports de la méthodologie.

L'influence de l'article 1832 du Code civil reste prégnante qui concilie les apports (valeur patrimoniale) et les bénéfices (valeur de rentabilité). C'est la raison pour laquelle les auteurs considèrent que la valeur d'un bien correspond d'abord à ce qu'il a coûté et que ce n'est que dans une seconde approche que la valeur du bien dépend également de ce qu'il rapporte. En d'autres termes, la valeur de rentabilité ne représente qu'un des aspects de la valeur de l'entreprise, celui qui répond à l'affirmation selon laquelle une entreprise vaut ce qu'elle rapporte mais qu'il convient aussi de tenir compte de la valeur mathématique.

35 - En commentant les diverses méthodes d'évaluation et plus particulièrement les « méthodes financières » Claude et Ivan Dantcheff posent comme postulat qu'aucune méthode financière utilisée de manière exclusive leur semble capable de rendre compte pleinement de l'ensemble complexe que constitue une entreprise.

Il ne ressort pas de nos propos de soutenir que la méthode DCF est devenue la méthode parfaite. En revanche, elle ne peut être ignorée car les financiers prennent désormais la main sur l'évaluation et pour leur approche passent du compte de résultat au tableau de trésorerie prévisionnelle pluriannuelle.

36 - À cet égard, il convient de rappeler les recommandations du rapport Naulot de 2005 publié par l'Autorité des marchés financiers sur la nécessité d'une approche multicritère.

Ce rapport souligne qu'il existe deux familles de méthodes d'évaluation :

- les approches analogiques qui consistent à évaluer une entreprise par référence à des entreprises comparables dont on connaît la valeur ;
- les approches intrinsèques qui consistent à déterminer l'entreprise à partir des éléments de rentabilité et de risques propres à celles-

39. A. Grevet, *Le juge de l'impôt et l'évaluation fiscale des titres non cotés* : Dr. fisc. 2020, n° 2, étude 54.

40. Th. Saint-Bonnet, *Un tour d'horizon de la méthode par comparaison*, note ss CE, 10^e et 9^e ch., 21 oct. 2016, n° 390421, Sté France Élevateur : JurisData n° 2016-026238 : Dr. fisc. 2017, n° 47, comm. 550.

41. C. Dantcheff et I. Dantcheff, *L'évaluation des entreprises (1^{er} volet) : L'utilité des évaluations et le concept de valeur. Les méthodes de valorisation* : Dr. fisc. 2016, n° 46, étude 583 ; *L'évaluation des entreprises (2^e volet) : la valeur mathématique* : Dr. fisc. 2017, n° 12, étude 207 ; *L'évaluation des entreprises (3^e volet) : La valeur de rentabilité* : Dr. fisc. 2017, n° 24, étude 342 ; *L'évaluation des entreprises (4^e volet) : de la théorie à la pratique* : Dr. fisc. 2017, n° 43-44, étude 519 ; *L'évaluation des entreprises (5^e volet) : les évaluations et la fiscalité* : Dr. fisc. 2018, n° 15, étude 250.

ci (méthodes des flux de trésorerie, des flux de dividendes et dans certains cas l'ANR).

Ensuite, les résultats obtenus sont confrontés à des indicateurs de valeur :

- la valeur comptable des actifs ;
- le cours de Bourse de l'entreprise ;
- les opérations significatives réalisées sur les titres objet de l'évaluation ;
- les cours-cibles des analystes.

La méthode DCF figure dans les méthodes préconisées par l'Autorité des marchés financiers, mais dans le cadre d'une approche multicritère.

37 - En définitive, les nouvelles techniques de valorisation ne résultent pas d'un phénomène de mode, mais d'une évolution du tissu économique et de la science financière.

Après les Trente Glorieuses, nous sommes passés dans un monde économique plus incertain avec des entreprises à intensité capitaliste plus faible, mais faisant ressortir de fortes valeurs incorporelles. Cette évolution a fait apparaître les limites des méthodes traditionnelles. L'impact de la technologie, la financiarisation de l'économie et la recherche en matière d'évaluation ont contribué à l'apparition de nouveaux modèles.

38 - Réserves spécifiques sur la méthode DCF portant sur l'usufruit de titres. – Dans un article, Stéphane Glogowski⁴² formule trois objections à l'application de la méthode DCF :

- la nature même de titres de société n'est pas adaptée à une méthode fondée sur la seule actualisation de flux de trésorerie car l'approche purement financière conduit à une forme de réductionnisme excluant toute intégration de paramètres patrimoniaux dans l'évaluation de l'usufruit ;
- l'appréciation directe de la valeur de l'usufruit peut aboutir à une somme des valeurs d'usufruit et de nue-propriété supérieure à la valeur en pleine propriété ;
- l'application de la méthode DCF peut faire encourir un réel risque juridique et fiscal lié à la surévaluation de l'usufruit.

Pour l'auteur, la méthode DCF, parce qu'elle repose sur une appréciation exclusivement financière, apparaît particulièrement périlleuse.

Cette position est également reprise par Maxime Buchet⁴³ qui conclut son article en soulignant que la décision du 30 septembre 2019 ne manquera pas d'alimenter des chroniques financières sophistiquées qui donneront une large place aux mathématiques financières. L'auteur se déclare perplexe sur la capacité de mise en œuvre de la méthode DCF sur des opérations d'une durée aussi longue généralement que sont les constitutions d'usufruits temporaires. Il conclut

en soulignant que l'application de la méthode patrimoniale, qui consiste à additionner la valeur réelle de tous les biens qui composent l'actif à valoriser tout en retranchant les dettes, permettrait sans doute des débats moins complexes avec l'Administration.

Il ne ressort pas de notre étude de répondre à ces argumentations et le lecteur est renvoyé vers les différentes contributions énoncées en début d'article, dans lesquelles la question est largement débattue.

39 - Actualité de la méthode DCF. – Les évaluateurs recourent habituellement à trois grandes familles de méthodes (approche patrimoniale, références analogiques – multiples boursiers et/ou multiples de transactions, approche intrinsèque – DCF principalement) dans le cadre d'une démarche multicritère.

En raison de la crise sanitaire liée à la Covid-19, la méthode DCF devient de fait la technique à privilégier à l'heure actuelle.

En effet, les méthodes analogiques et patrimoniales sont temporairement disqualifiées en raison de leur inapplicabilité à la période tourmentée que connaît l'économie.

On ne peut plus, momentanément, se référer à des transactions comparables – internes ou externes – ni se baser sur la reproduction de résultats passés.

Il faut donc passer du « *market-to-market* » au « *market-to-model* » et de fait la méthode DCF reste pratiquement seule en course dans le choix que doit opérer l'évaluateur.

Paradoxalement, la méthodologie qualifiée initialement de simple approche de cohérence pourrait devenir – au moins temporairement – la méthode à privilégier dans les évaluations.

L'évaluation n'est pas une technique combinant mécaniquement des formules, mais repose assurément sur une démarche économique et financière conduisant à sélectionner aux mieux les méthodes adaptées au contexte.

40 - Défis des évaluations d'aujourd'hui. – Le premier défi est de rendre compréhensible au plus grand nombre des approches de plus en plus sophistiquées dans un univers économique toujours plus effcient et internationalisé.

Les évaluations doivent reposer sur une démarche pédagogique et explicative, appuyées par une documentation fiable et accessible.

Les utilisateurs, et notamment les juges et les agents de l'Administration, doivent s'efforcer d'acquérir un socle de culture économique qui leur permette de comprendre la démarche d'évaluation et les pratiques d'aujourd'hui.

On peut estimer que la méthode DCF fait désormais partie des techniques reconnues et il est souhaitable que la Cour de cassation ait prochainement la possibilité de confirmer la position du Conseil d'État.

Enfin, on formulera le vœu qu'après le Guide « *octroyé* » de 1982 et celui « *concedé* » de 2006, la DGFIP soit à l'initiative d'un Guide « *négocié* » ce qui éviterait certaines des incompréhensions rencontrées dans la pratique actuelle.

MOTS-CLÉS : Évaluation d'un usufruit temporaire de parts sociales d'une SCI - Méthode des « *Discounted Cash-Flows* » ou DCF

42. S. Glogowski, *Discours de la méthode d'évaluation de l'usufruit de titres* : RTDC 3/2019, p. 807.

43. M. Buchet, *Méthode d'évaluation d'un usufruit temporaire de parts de SCI À propos de CE, 30 sept. 2019, n° 419855, Hôtel Restaurant Luccotel* : Dr. fisc. 2019, n° 42, act. 443.