

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 103

février 2017

EVALUATION D'ENTREPRISES : LES METHODES DE L'ADMINISTRATION FISCALE ET LES METHODES DES EVALUATEURS

Le guide publié par l'administration fiscale en novembre 2006 et intitulé « L'évaluation des entreprises et des titres de sociétés » (le « Guide ») a été rédigé afin d'apporter une aide aux services de la direction générale des impôts et aux usagers, notamment en matière de valorisation d'entreprises. A cet égard, le préambule fournit les précisions suivantes : « *Conçu comme un outil au service tant des usagers que de l'administration, le guide a vocation à apporter aux services de la direction générale des impôts le soutien nécessaire dans leur démarche d'évaluation, à réduire le contentieux en matière d'évaluation d'entreprises et de titres non cotés, et à permettre, conformément au principe de transparence, à tout usager qui le souhaite d'accéder aux principes et méthodes qui orientent l'administration fiscale dans ses travaux de liquidation de l'impôt* ».

L'objet du présent article est :

- dans un premier temps, de recenser les principales méthodes d'évaluation utilisées, d'une part par l'administration fiscale, d'autre part par la communauté des évaluateurs ; et
- dans un second temps, d'identifier les différences majeures entre les deux référentiels.

A ces fins, nous avons utilisé, outre les ouvrages de référence en matière de finance d'entreprise, les rapports d'expertise indépendante (disponibles sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers [AMF] - www.amf-france.org) établis dans le cadre d'offres publiques, qui fournissent, selon nous, un bon panorama des pratiques en vigueur en matière d'évaluation.

LES METHODES D'EVALUATION UTILISEES PAR L'ADMINISTRATION FISCALE

Concernant les méthodes d'évaluation, l'administration fiscale indique notamment :

« *Il existe deux grandes approches de la valeur d'une entreprise : une approche patrimoniale qui vise à cerner et valoriser le patrimoine de l'entreprise et une approche fondée sur la rentabilité dégagée par l'entreprise et qui fait appel à différents flux financiers ou économiques* ».

Ces deux approches sont présentées succinctement ci-après :

- Pour l'approche patrimoniale, il s'agit de la valeur mathématique. Elle s'obtient par la somme des valeurs vénales des différents éléments de l'actif diminuée de la somme des éléments du passif réel (dettes à long, moyen et court terme) et des provisions. Elle suppose donc un retraitement des bilans de façon à corriger les valeurs comptables et à leur substituer les valeurs réelles correspondantes. S'agissant des éléments incorporels, qu'ils soient inscrits ou non au bilan (marque, frais de développement, relation clientèle, goodwill, etc.), l'administration fiscale recommande de les valoriser selon la méthode de la survaleur¹. Cette dernière consiste à déterminer la valeur attribuable aux éléments incorporels, définie comme étant la valeur actuelle de la fraction de bénéfice qui excède la rémunération des capitaux engagés. Cet excédent, dénommé survaleur, est actualisé sur un horizon de prévision raisonnable correspondant aux perspectives de maintien de la survaleur, soit généralement de cinq à huit ans.

¹ Ou méthode de la rente abrégée du goodwill.

-
- Il existe plusieurs méthodes d'évaluation fondées sur la rentabilité (dénommées valeurs de rentabilité) :
 - la valeur de productivité, qui consiste à déterminer la valeur d'une entreprise en capitalisant à l'infini son résultat net, ce dernier correspondant au résultat net moyen hors éléments exceptionnels des trois dernières années, le taux de capitalisation² étant calculé à partir de la formule du MEDAF³ ;
 - la valorisation sur la base d'un multiple du résultat d'exploitation (RE) ou de l'excédent brut d'exploitation (EBE), qui consiste à appliquer un multiple au RE ou à l'EBE de l'entreprise et à diminuer le résultat obtenu de l'endettement financier net ; cette méthode suppose de déterminer le multiple à appliquer à partir de comparaisons boursières ou de transactions portant sur des entreprises du même secteur d'activité ;
 - la valorisation sur la base d'un multiple de marge brute d'autofinancement (MBA), qui consiste à appliquer un coefficient multiplicateur, qui peut varier de quatre à dix suivant notamment la nature des investissements, à la MBA ; le coefficient multiplicateur peut, le cas échéant, être déterminé par comparaison avec le rapport moyen capitalisation boursière/MBA observé dans des sociétés cotées ;
 - la valeur de rendement, qui consiste à capitaliser le dividende moyen des trois dernières années sur la base du taux de rendement moyen des actions cotées puis de corriger le résultat obtenu par un abattement de non liquidité de 30 %, cette méthode supposant implicitement que l'entreprise évaluée pratique une politique régulière de distribution de dividendes ; et
 - la méthode des cash-flows actualisés⁴ (DCF), qui se fonde sur une valeur de l'entreprise égale à la somme de ses cash-flows disponibles prévisionnels, actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (CMPC).

La mise en œuvre de ces méthodes par l'administration fiscale appelle les commentaires suivants :

- à l'instar de la pratique des évaluateurs, l'administration fiscale privilégie une approche d'évaluation multicritères⁵, la valeur finale retenue résultant d'une moyenne pondérée des valeurs issues des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre ; notons néanmoins que la pondération, qui résulte d'une analyse préalable des caractéristiques de l'entreprise (en particulier sa taille), suppose une part de jugement non négligeable de la part de l'administration fiscale ;
- dans la mesure où l'administration fiscale n'est pas en mesure d'établir elle-même de prévisions, et que la méthode DCF, bien qu'admise, ainsi que les méthodes prospectives sont exclues de l'approche d'évaluation multicritères, elle s'appuie sur des données historiques, généralement les bilans et les soldes intermédiaires de gestion (SIG) des trois derniers exercices ; et
- bien que le Guide privilégie la mise en œuvre de méthodes fondées sur les marchés, en particulier la méthode des transactions comparables (cf. infra), l'administration fiscale y a peu recours dans la mesure où elles sont difficiles à mettre en œuvre, ces dernières supposant la sélection rigoureuse d'un échantillon de sociétés comparables (marché boursier) ou de transactions récentes portant sur le capital de sociétés comparables⁶, condition rarement applicable en pratique.

² A noter que le taux est déflaté car il sert à capitaliser un revenu constant.

³ Modèle d'équilibre des actifs financiers.

⁴ Actualisation des flux de trésorerie disponible.

⁵ Le Guide propose en effet le recours à « une combinaison de méthodes ».

⁶ En termes de taille et de secteur d'activité en particulier.

En définitive, il apparaît que les méthodes généralement mises en œuvre par l'administration fiscale sont les suivantes : la valeur mathématique, la valeur de productivité et la valeur de rendement voire, à titre de recoupement, la valorisation sur la base d'un multiple du RE ou de l'EBE.

LES METHODES D'EVALUATION UTILISEES PAR LES EVALUATEURS

Les évaluateurs s'appuient sur huit méthodes et références d'évaluation, utilisées à titre principal ou secondaire⁷, afin d'évaluer les actions d'une entreprise⁸ :

- 1) la référence au cours de bourse, soit le cours de bourse spot ou le cours moyen pondéré par les volumes calculé pour différentes périodes (s'étalant de quelques jours à un an) ;
- 2) l'approche par les flux, correspondant généralement à la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible⁹, fondée sur la capacité bénéficiaire de l'entreprise évaluée (méthode dite intrinsèque) ;
- 3) la méthode des comparables boursiers, méthode de valorisation analogique consistant à calculer la valeur d'entreprise par application des multiples implicites issus d'un échantillon de sociétés cotées dites comparables aux soldes intermédiaires de gestion (SIG) jugés pertinents par l'évaluateur ;
- 4) la méthode des transactions comparables, méthode de valorisation analogique consistant à calculer la valeur d'entreprise par application de multiples implicites issus de transactions portant sur des sociétés dites comparables aux SIG jugés pertinents par l'évaluateur ;
- 5) la référence à des transactions sur le capital, soit le prix explicite ou implicite résultant d'une opération récente portant sur le capital de l'entreprise évaluée ;
- 6) la référence à l'actif net comptable (ANC) / actif net réévalué (ANR), soit le montant des capitaux propres comptables s'agissant de l'ANC ou le montant des capitaux propres réévalués s'agissant de l'ANR ;
- 7) la référence aux objectifs de cours des analystes financiers, soit la moyenne des objectifs de cours des analystes qui suivent l'entreprise évaluée ; et
- 8) l'approche par la somme des parties, correspondant à la somme des valeurs contributives de chacune des activités de l'entreprise évaluée ; cette approche est particulièrement adaptée pour les holdings.

S'agissant des ouvrages de référence en matière de finance d'entreprise, les méthodes d'évaluation systématiquement mentionnées sont les suivantes :

- les méthodes intrinsèques : pour l'approche indirecte, l'actualisation des flux de trésorerie disponible, et pour l'approche directe¹⁰, l'actualisation des dividendes et l'actualisation des flux de trésorerie disponible pour l'actionnaire ;
- les méthodes comparatives : méthode des comparables boursiers et méthode des transactions comparables ;
- les méthodes patrimoniales : l'ANR et la somme des parties.

⁷ Des différences significatives entre plusieurs méthodes utilisées à titre secondaire ne permettent pas de conclure sur la valeur. Les méthodes retenues à titre secondaire sont généralement utilisées afin de conforter les résultats issus des méthodes retenues à titre principal.

⁸ Cf. la Lettre de Xavier PAPER d'avril 2016 - « *Expertises indépendantes : la cote des méthodes d'évaluation* ».

⁹ *Discounted Cash Flows* (DCF).

¹⁰ L'approche directe diffère de l'approche indirecte ; elle permet d'évaluer directement les capitaux propres de l'entreprise sans passer par l'intermédiaire de la valeur d'entreprise et de l'endettement net.

De manière générale, les évaluateurs appliquent les méthodes d'évaluation préconisées par les ouvrages de référence en matière de finance d'entreprise ; ils utilisent également les références d'évaluation (cours de bourse, transactions sur le capital et objectifs de cours des analystes financiers), qui ne constituent pas des méthodes d'évaluation proprement dites.

LES PRINCIPALES DIFFERENCES ENTRE LES METHODES DE L'ADMINISTRATION FISCALE ET LES METHODES DES EVALUATEURS

Après avoir présenté les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre tant par l'administration que par les évaluateurs, nous analysons ci-après succinctement trois des principales différences existant entre les deux approches :

- l'administration fiscale s'appuie sur les comptes historiques des trois dernières années pour réaliser ses évaluations, contrairement aux évaluateurs qui, sauf exception, s'appuient sur le business plan établi par le management de l'entreprise ;
- la mise en œuvre par les évaluateurs des méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie disponible et des comparables boursiers constitue un passage obligé dans le cadre d'une évaluation multicritères. A titre d'information, ils utilisent la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible de manière quasi-systématique et la méthode des comparables boursiers dans plus de neuf cas sur dix (cf. la Lettre de Xavier PAPER d'avril 2016 - « Expertises indépendantes : la cote des méthodes d'évaluation »). A contrario, l'administration fiscale ne les utilise pas ou très rarement ; et
- à l'instar des évaluateurs, l'administration fiscale s'appuie sur la formule du MEDAF pour déterminer le taux de capitalisation applicable. Néanmoins, alors que la grande majorité des évaluateurs utilisent une prime de risque de marché prospective, comprise entre 6% et 10% depuis la crise économique de 2008, l'administration fiscale retient une prime de risque de marché historique, généralement égale à 5%, de nature à surévaluer les entreprises.

CONCLUSION

En définitive, dès lors que l'administration fiscale et les évaluateurs utilisent des méthodes et des paramètres d'évaluation différents, il s'avère, en pratique, très difficile de faire converger les évaluations respectives en résultant. Ainsi, la valeur de rendement utilisée par l'administration fiscale ne l'est pas par les praticiens de l'évaluation ; elle n'est pas non plus visée par les ouvrages de référence en matière d'évaluation. La valeur de productivité utilisée par l'administration fiscale, qui s'approche plus ou moins de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, au sens où elle constitue une approche par les flux, utilise des SIG historiques ainsi qu'un taux de capitalisation fondé sur une prime de risque de marché historique, alors que les évaluateurs utilisent une prime de risque de marché prospective. De son côté, la valeur mathématique, qui conduit à évaluer les actifs incorporels sur la base de la méthode de la rente abrégée du goodwill, se situe probablement à mi-chemin entre la référence à l'ANR et la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com