

## **Actif fiscal : problématiques de valorisation**

Edouard Camblain – Analyste financier chez Société Générale et Membre de la SFEV, Société Française des Evaluateurs

Le cadre juridique et fiscal des opérations de fusions et acquisitions est évidemment primordial. Les aspects fiscaux sont divers mais nous nous intéressons ici à un aspect bien particulier : celui des actifs fiscaux (mis en avant dans la récente annonce de fusion Suez/GDF). Nous nous concentrons ici sur les aspects de valorisation des déficits reportables qui peuvent être intéressants aussi bien dans une société sans changement de périmètre que dans le cadre d'une opération de croissance externe.

### ***L'impact des déficits reportables sur les valorisations par multiples***

La question de la valorisation du déficit fiscal se pose différemment dans la méthode des multiples boursiers et dans le cadre d'un DCF.

Dans le cadre de multiples n'incluant pas les impacts fiscaux au dénominateur (CA, EBTIDA, EBIT), l'absence de valorisation séparée de l'actif fiscal tend à minorer la valorisation de la société. En effet, seuls sont prises en compte les éléments opérationnels sans tenir compte de l'absence de paiement d'impôts (qui permet une génération de Free Cash Flow plus élevée, un dividende plus attractif, ...). Pour les multiples qui incluent le paiement des impôts (PER, rendement du FCF), le dénominateur intègre au contraire l'absence d'impôts sur l'année mais valorise implicitement la société sur la base d'une absence perpétuelle d'impôts (les valorisations par multiples étant équivalents à une approche par la méthode des cash-flows actualisés).

Dans la méthode des multiples, nous aurons tendance à privilégier une approche dissociant la valorisation des fondamentaux par la méthode d'un PER retraité (résultat retraité d'un taux d'impôt normatif) et en valorisant séparément l'actif fiscal.

### ***L'impact des déficits reportables sur les DCF***

Dans le cas d'une actualisation des cash-flows qui permet de dissocier les flux annuellement, deux approches peuvent être envisagées :

- Une actualisation de l'ensemble des free cash flows avec l'application d'un taux d'impôt normatif et une valorisation séparée de l'actif fiscal (voir plus bas);
- Une actualisation des flux hors impôts pour les années de monétisation de l'actif fiscal puis avec impôts une fois l'ensemble de l'actif fiscal épuisé.

Nous insisterons sur une erreur assez « classique » dans ce genre de valorisation : certains évaluateurs choisissent en effet la seconde méthode mais actualisent les flux sans retenir d'impôts y compris pour le flux terminal. Comme la valeur terminale repose précisément sur ce flux terminal, si celui-ci est estimé hors paiement d'un impôt au taux normatif, cela revient à valoriser l'actif fiscal à perpétuité, ce qui paraît totalement illusoire !

### ***La prise en compte dans les opérations de fusions et acquisitions***

L'actif fiscal (déficits reportables) peut être monétisé de deux manières :

- Par des bénéfices ultérieurs qui seront générés par le périmètre actuel de la société ;
- Par une opération de croissance externe permettant « d'acheter » du résultat sur lequel on imputera les déficits fiscaux.

Dans ce dernier cas, les règles sont relativement complexes, aussi nous nous garderons de les lister toutes ici mais les principes généraux pour l'utilisation des déficits fiscaux sont les suivants :

- les déficits subis par la société « apporteuse » (ou absorbée) ne peuvent être imputés sur les bénéfices ultérieurs de la société bénéficiaire des apports sauf dérogations ;

- le cadre général de la dérogation prévoit une détention minimum de 95% de la société bénéficiaire.

Les opérations de fusions et acquisitions permettent éventuellement de monétiser les actifs fiscaux d'une société qui sera soit acquise (société absorbée) soit acquéreuse, auquel cas on procédera à une « fusion inversée » (les actionnaires de la cible deviennent majoritaires dans la nouvelle société).

### ***La valorisation de l'actif fiscal***

Nous écartons d'emblée la valeur des actifs fiscaux retenue au bilan, celle-ci résultant généralement d'une valeur prudentielle (principe de prudence de la comptabilité). Cette approche minore la valeur des déficits fiscaux car elle ne prend en compte que les déficits reportables considérés comme très certainement imputables sur les profits à brève échéance (5 ans ?). A l'inverse, cette valorisation ne constitue pas une valeur actualisée des déficits fiscaux alors que le délai de récupération est précisément important dans cette problématique.

Nous privilégions donc une approche par la méthode de l'actualisation des flux d'économies d'impôts. Comme dans tout travail d'actualisation, la question du taux retenu est évidemment très importante. Nous considérons que le taux à retenir est celui du coût du capital de la société qui va générer le résultat permettant d'imputer les déficits fiscaux reportables.

En effet, la valorisation de l'actif fiscal est précisément liée à la génération de résultat dont le risque est très proche du risque sur le Free Cash Flow (le principal risque dans un FCF portant sur les éléments du compte de résultat). Dans le cas d'une valorisation des actifs fiscaux à périmètre constant, cela ne pose pas de problème. La question est différente si la réalisation des déficits fiscaux passe par une opération de croissance externe : Quel est le profil de risque de la société cible (métier, ...) ? Quel sera le profil d'endettement combiné (dont dette d'acquisition) ?

Cette approche est d'ailleurs très cohérente avec la méthode du DCF énoncée plus haut (hors flux terminal) dans laquelle les déficits fiscaux sont intégrés à la valorisation du groupe et donc évalués par actualisation au coût du capital.

Dans le cadre d'un scénario de fusions et acquisitions nous noterons que la valorisation de l'actif fiscal (pré-fusion) doit comprendre :

- la valeur de l'actif fiscal qui dépend du délai de récupération des déficits reportables (l'opération permet-elle de récupérer les actifs en 1, 5, 10 ans ?) ;
- la prime qui devra être payée (en négatif) sur l'acquisition à venir afin de détenir au moins 95% (seuil d'intégration fiscale et de retrait obligatoire en cas de société cotée) de la société ;

Notons que :

- la prime est éventuellement ajustée de la valorisation des synergies non financières (que l'on ne peut dissocier) ;
- dans un souci d'exhaustivité, doivent être rajoutés 1/les conséquences fiscales de la sortie d'un groupe du périmètre d'intégration fiscale (taxation éventuelles de plus-values intra-groupe, de subventions et abandons de créances intra-groupe de moins de 5 ans, ...), 2/les coûts associés à cette opération (juridiques, ...) ;
- la prime à prendre en compte est significativement plus élevée dans le cas où la société cible est cotée, les actionnaires minoritaires souhaitant partager avec l'acquéreur les bénéfices des synergies financières (et opérationnelles). Par ailleurs, de manière évidente, plus la cible est sous-valorisée plus la valorisation nette des synergies financières (prime – bénéfices des synergies) sera importante ;

Notons enfin que la loi française permet la génération de déficits reportables en cas de moins values court terme issues d'une acquisition surpayée (prime substantielle) et dépréciée dans les comptes de

l'acquéreur dans les deux ans suivant l'acquisition. Cette « astuce » permet donc à une société française de surpayer un actif et de récupérer environ 34% (taux IS, hors actualisation) de la destruction de valeur via les déficits fiscaux reportables des années suivantes.

### ***Conclusion***

Cet article attire l'attention de l'Évaluateur sur la problématique fréquente de sur-valorisation de l'actif fiscal qu'on trouve :

- lors de l'emploi de PER (avec des résultats non impactés par l'impôt) qui valorisent à perpétuité l'actif fiscal (et introduisent une distorsion lors de l'emploi de comparables) ;
- Dans les DCF lorsque le FCF terminal n'inclut pas d'impôt.

Si la valorisation de l'actif fiscal n'est pas forcément aisée, nous pensons que celle-ci doit être néanmoins intégrée par l'Évaluateur. L'actif fiscal constitue en effet une des synergies financières qui peuvent permettre d'offrir une prime lors de rachat de société.

\*\*\*\*\*

Cet article présente les opinions et réflexions personnelles de l'auteur et n'engage en aucun cas une tierce personne morale ou physique.

Achévé de rédiger le 27/01/2008