

# Guide de l'évaluation des entreprises et des titres des sociétés

\* \*  
\*

## Commentaires de la Société Française des Evaluateurs

\* \*  
\*

### Remarques préalables :

La Société Française des Evaluateurs (SFEV) a réuni un groupe de travail présidé par Pierre-Jean Gaudel afin d'étudier le projet de refonte du « guide de l'évaluation des entreprises et des titres des sociétés » qui présente les principes et méthodes qui orientent l'administration fiscale dans ses travaux de liquidation de l'impôt. Le conseil d'administration a revu les travaux de ce groupe et présente ci-après sa position officielle.

La SFEV a conscience des contraintes jurisprudentielles françaises auxquelles l'administration est confrontée et qui empêche l'adoption des principes et méthodes d'évaluation qui sont communément acceptées par les évaluateurs professionnels et les financiers d'entreprises en France et dans le monde. Les commentaires qui suivent ne concernent que les éléments que nous considérons comme essentiels dans une démarche d'évaluation. Cette réponse ne peut être considérée comme une approbation de tout ou partie du texte de l'Administration dont la philosophie générale est très éloignée de la pratique internationale en matière d'évaluation.

Cependant, la majorité des participants a salué les efforts et les progrès faits par l'administration pour actualiser ce guide de l'évaluation des entreprises. Il a également été souligné que, sur le terrain, l'administration se montrait ouverte à la discussion et prête à admettre des spécificités en matière d'évaluation, pour autant que leur pertinence soit démontrée. Néanmoins, le risque a été avancé que ce degré d'ouverture ne soit pas le même de la part d'un vérificateur fiscal en région (parfois moins « rodé » aux techniques d'évaluation) qu'à Paris.

### Remarques techniques :

- **Sur le rejet de la méthode DCF :**

- Analyses des deux arguments utilisés par l'Administration (p 6) pour rejeter la méthode DCF :
  - 1<sup>er</sup> argument : « la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existant à cette date ». Or :
    - La méthode DCF n'utilise que des éléments prévisionnels existant à la date de l'évaluation ;
    - Cela permet de prendre en compte les tendances de marché et les perspectives de la société, comme préconisé dans le guide (p 4 et 5)

- Les autres méthodes d'évaluation (multiples, calcul du fonds de commerce dans l'ANR, survaleur) intègrent aussi ces éléments prévisionnels
    - Exemple développé page 33 du guide : « l'évaluateur retire les produits financiers, correspondant à la rentabilité des réserves destinées à être distribuées dans les 2 ans. »
  - La méthode de la survaleur, retenue dans le projet de guide, conduit au même résultat que la méthode DCF.
  - La capitalisation à l'infini d'un résultat récurrent revient à actualiser une somme de flux à l'infini.
  - La lecture de la Jurisprudence (arrêts Charlot et autres, évoqués p 8 du Guide) ne nous semble pas conduire à interdire la méthode DCF.
- 2<sup>nd</sup> argument : « Pas réaliste de considérer que l'administration fiscale puisse établir des plans d'affaires à des fins de contrôle »
    - cela correspond pourtant à la pratique, largement répandue, des commissaires à la fusion ou aux apports, chargés de contrôler les valeurs mais pas de les calculer.
- Les nouvelles règles comptables (sociale et consolidées) ont consacré la méthode DCF pour déterminer la valeur des actifs (tests de dépréciation).
    - Le rejet de la méthode DCF par l'administration ne va-t-il pas à l'encontre du principe de non déconnexion entre le résultat fiscal et le résultat comptable ?
  - Il est indiqué au §3 que : « *lorsque ceux-ci sont produits, l'administration peut mieux connaître les perspectives de la société grâce aux plans prévisionnels de croissance établis par l'entreprise, à partir desquels les experts privés calculent la valeur de l'entreprise par la méthode DCF* ».
    - Pourtant, selon le §6 du guide : « *l'administration ne saurait retenir cette méthode* ».

On comprend de la rédaction actuelle du projet de guide que l'administration rejette la méthode DCF.

Si ce n'est pas le cas (comme les représentants de l'administration l'ont dit lors de la matinale à la SFEV et comme cela ne semble pas être le cas dans la pratique), la rédaction mériterait d'être clarifiée.

- **Sur les méthodes conduisant à la valeur de rentabilité de l'entreprise :**

- Sur la méthode de la valeur de productivité (capitalisation du résultat net courant récurrent) :
  - Il serait souhaitable de capitaliser un résultat d'exploitation (donc de neutraliser les effets de la structure financière), conduisant à la valeur d'entreprise, puis de retirer de cette valeur le montant des dettes financières nettes pour obtenir la valeur des fonds propres.
  - Le guide indique, au paragraphe 25, que « le bénéfice à retenir est établi à partir (...) du résultat net courant moyen des 3 dernières années. » Or le périmètre et

la nature de l'activité ont pu sensiblement varier en 3 ans. Dans ce cas, le bénéficiaire à retenir devrait être le plus récent.

- Le projet de guide (§ 29) indique qu'il est possible, à titre indicatif, de retenir une prime de risque historique du marché français de 5%, en précisant que « *la prime historique (...) est préférée à la prime actuelle résultant d'une analyse prospective...* ». Il conviendrait d'accepter aussi explicitement la prime calculée à partir d'analyses prospectives (ex : prime fournie par Associés en Finance), au moins aussi pertinente que la prime historique.
- Sur la méthode de la MBA (MBA de l'entreprise x ratio des comparables égal à Capi boursière / MBA) :
  - il serait souhaitable de privilégier la terminologie EBE (ou EBITDA), agrégat familier des évaluateurs et défini dans la normalisation comptable (c'est un solde intermédiaire de gestion, contrairement à la MBA) ;
  - il serait souhaitable de calculer le ratio à partir de la valeur d'entreprise des sociétés comparables puis de l'appliquer à l'agrégat (ex : EBE) de la société évaluée, conduisant à sa valeur d'entreprise. Enfin on minorait de l'endettement financier net de cette société ;
  - L'utilisation de multiples du résultat d'exploitation après impôts ou du cash flow est souvent moins biaisé que les multiples d'EBE.
  - le guide précise (§ 31) que « le multiple retenu à partir des comparaisons boursières devra être minoré d'une décote de non-liquidité ». Mieux vaudrait appliquer la décote de liquidité à la valeur des fonds propres obtenue (plus facile et conforme à la pratique).

- **Sur la valeur de rendement :**

- Cette méthode, peu utilisée en pratique compte tenu de la difficulté à définir un niveau de distribution moyen et un taux de capitalisation, devrait être mise en œuvre à titre exceptionnel, uniquement à titre de recoupement.
  - Exemple de difficulté : les taux de distribution à l'intérieur d'un même secteur d'activité sont très fluctuants et rendent difficiles le recours aux comparaisons boursières.
- Selon le guide (§35) : « ce taux est ensuite majoré d'une prime de 30% environ pour tenir compte de la liquidité réduite des titres de la société non cotée par rapport à celle des actions cotées. »
  - L'absence de liquidité devrait être appréhendée à travers une décote globale appliquée à la valeur des fonds propres obtenue.

- **Sur la survaleur :**

- Selon le guide (§39) : « Le taux de rémunération des capitaux engagés correspond au taux de base sans risque du marché financier. »
  - En pratique, le taux de rémunération est égal au WACC. La survaleur correspond en effet à l'EVA ou profit économique.

Une entreprise qui a une rentabilité supérieure au taux sans risque mais inférieure à la rentabilité exigée par les pourvoyeurs de fonds (actionnaires et créanciers), c'est-à-dire au WACC, détruit de la valeur.

- Nous rappelons que la méthode de la survalueur conduit au même résultat que la méthode DCF. Elle prend bien en compte les perspectives, comme indiqué au paragraphe 40 du projet de guide qui fait référence aux : « *perspectives de maintien du superbénéfice...* ».

- **Sociétés holdings superposées (p 42) :**

- Selon le guide : « Les sociétés intermédiaires ne font pas l'objet de décote particulière ».
- D'après les observations du marché (valorisations des sociétés holding cotées, de deuxième ou troisième niveau), il existe bien une décote de deuxième, troisième... holding ;
- La prise en compte de ces décotes devrait être admise dans les cas où les deuxième, troisième... holding ne sont pas de simples coquilles vides (rapides à supprimer comme à créer).

- **Sur l'utilisation de moyennes pondérées :**

- Il serait pertinent de ne pas faire de moyenne de données extrêmes si les résultats obtenus selon les différentes méthodes sont très éloignés.
- Les pondérations ne devraient pas être mécaniques mais adaptées au contexte et à la nature de l'activité exercée (ex : problème des activités libérales).
- Les praticiens ont une approche multicritères qui ne consiste pas à effectuer une moyenne pondérée, mais à choisir la méthode la plus adaptée aux circonstances, et à utiliser les autres méthodes comme autant de moyens de corroborer les résultats de l'approche privilégiée (voir le rapport Naulot de l'AMF sur l'expertise indépendante).

- **Sur les engagements hors bilan :**

- Ils sont évoqués au paragraphe 1 du guide à propos de l'analyse financière.
- Mais il n'est pas écrit que leur existence peut/doit conduire à minorer la valeur obtenue par les méthodes d'évaluation proposées qui ne les prennent pas en compte.

- **Intégrer une décote pour absence de diversification lorsque la situation de l'actionnaire le justifie**

- Une telle décote est admise par les praticiens dans les évaluations d'actions ou de stock-options détenues par des dirigeants lorsqu'une part significative de leur patrimoine est investie dans les actions de leur entreprise.

- **Autre remarque :**

- Le guide ne précise pas comment évaluer les actions de préférence.

Pour tous renseignements complémentaires, contacter

- Pierre-Jean Gaudel, Associé, Bellot Mullenbach & Associés :+33 1 40 08 99 93
- Jean-Florent Rérolle, Managing Director, Houlihan Lokey Howard & Zukin :  
+33 1 75 00 14 03