

Lettre trimestrielle n°25 – 1^{er} trimestre 2019

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Info News
Page 2
- La problématique du
risque pays en
évaluation
Page 6
- La juste valeur
a-t-elle sa place en
fiscalité ?
Page 13
- La prise en compte du
taux d'impôt dans les
multiples
Page 17
- L'éclairage des flux de
liquidité
Page 23

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur pour chaque numéro.

L'évolution des marchés boursiers est toujours aussi déconcertante, notamment lorsque l'on essaye de faire le lien entre les commentaires et les évolutions réelles.

Nous abordons pour la 1^{ère} fois dans une lettre A3E le sujet passionnant et d'actualité de la prise en compte du risque pays. Après avoir rappelé la définition du risque pays, l'article analyse la prise en compte du risque pays dans l'évaluation, tant au niveau du taux d'actualisation, de la construction du business plan, que de la valeur terminale. Cet article met en évidence à la fois la difficulté et la nécessité de conduire cette démarche.

Alors que la notion de juste valeur est rentrée dans le langage commun, et est devenu un concept clé de nombreux référentiels comptables, notamment les normes IFRS, l'article analyse notamment les divergences fiscales par rapport à la pratique des affaires, et les incidences de la juste valeur sur les processus d'optimisation fiscale.

Dans un contexte de très forte évolution, voire de volatilité des taux d'impôts sur les sociétés, les variations d'impôts ont des impacts directs sur certaines méthodes, comme la méthode des DCF. L'impact est moins facile à appréhender dans le cadre d'autres méthodes, et notamment la méthode des multiples. L'article propose une réflexion sur la prise en compte des taux d'impôts dans le cadre de la mise en œuvre des multiples.

Enfin, le dernier article apporte l'éclairage de la pratique « expertale » par l'analyse des flux de liquidités pour déterminer la valeur d'un fonds de commerce de détail.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Julien HERENBERG,
Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

INFO NEWS (1/4)

Christophe VELUT, Président de l'A3E et Directeur Général d'Orfis

Activités du 1^{er} trimestre 2019 :

A3E a organisé le 7 février 2019, en partenariat avec LPFT, la CRCC de Lyon et la DFCG le 2^{ème} atelier du cycle « valorisation de l'innovation dans le domaine de la santé ». Thème de l'atelier : comment évaluer des projets innovants dans le domaine de la santé.

L'atelier a été co-animé par Christophe VELUT et Jean-Pierre LAC, Président de LPFT.

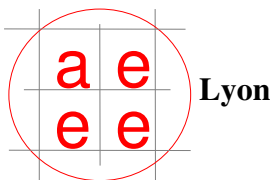
Intervenants :

- François VALENCONY (Mérieux Equity Partners),
- Fabrice ROMANO (KERANOVA),
- Mehdi BOULAHIA (OMNIPHARM).

Le support de présentation de la conférence est disponible sur les sites A3E Lyon et LPFT.

Eddy BLOY, Bertrand MANET et Christophe VELUT ont contribué à la rédaction d'un livret sur les opérations de LBO « (9 idées en tête pour bien réussir son LBO) » : ils ont été en charge des parties sur le panorama des LBO, sur la valorisation, et sur comment choisir son investisseur. Ce livret a été publié en mars 2019 par LPFT.

Ce livret est disponible sur les sites de LPFT et A3E.



INFO NEWS (2/4)

Un peu de lecture :

- Articles de **Julien HERENBERG**, membre d'A3E Ile de France :
 - o « comment défendre votre évaluation face au fisc ? » - INNEO DAF – 25/05/2018,
 - o Comment sécurisez vos clauses d'ajustements de prix - GESTION FINANCE - mars 2018 .
- Article de **Thierry Saint BONNET**, membre d'A3E Ile de France, et Dominique LEDOUBLE – la juste valeur a-t-elle sa place en fiscalité – LAMY LINE – 2019 (cf. synthèse ci-après).
- Billet rédigé le 21/02/2019 par la Banque de France et la BCE sur l'écart croissant entre le rendement du capital et le taux sans risques.
- Hors série n°5 – Convergence – CCEF – janvier 2019 – Observatoire des valorisations 2019 – taux d'actualisation et multiples de valorisation.
- Etude du Bureau van Dyjk / France M&A Review et Global M&A Review / January 2019
- Synthèse des contrôles spot de l'AMF sur la valorisation des participations non cotées dans les sociétés de capital investissement – décembre 2018.
- Etude sur les primes de risques pays et les taux sans risques utilisés dans 69 pays – IESE Business School – janvier 2019.

INFO NEWS (3/4)

L'évolution du CAC 40 sur le 1^{er} trimestre 2019 a de quoi être déconcertante !

Vous trouverez ci-après un extrait (choisi !) des publications d'Option Finance sur le 1^{er} trimestre 2019 :

- *10 janvier 2019* : marchés, l'espoir ne suffit plus,
- *14 janvier 2019* : les marchés européens ont débuté dans le rouge, sur fonds d'inquiétude concernant la santé de l'économie chinoise,
- *22 janvier 2019* : les craintes s'accumulent sur la santé des économies mondiale et chinoise, les bourses fléchissent,
- *4 février 2019* : les marchés boursiers européens débutent la semaine sans entrain, en l'absence de catalyseurs haussiers,
- *18 février 2019* : marchés, une hausse en trompe l'œil,
- *28 février 2019* : les bourses européennes surmontent les inquiétudes sur le commerce international,
- *7 mars 2019* : les bourses terminent dans le rouge, la BCE a pris acte du ralentissement économique,
- *12 mars 2019* : les incertitudes sur le Brexit pèsent,
- *15 mars 2019* : le CAC 40 au plus haut de l'année,
- *22 mars 2019* : les bourses européennes pénalisées par la résurgence des craintes sur la croissance économique,

Au vu des commentaires ci-dessus, on pourrait penser que le CAC 40 a connu un 1^{er} trimestre très difficile,..., suite page suivante....

INFO NEWS (4/4)

Suite... et bien non, Option Finance du 29 mars 2019 : « le CAC 40 signe son meilleur début d'année depuis 2015, le Brexit toujours en suspens ».

Le CAC 40 a ainsi progressé de 14% sur le 1^{er} trimestre 2019, et même de 19% à fin avril 2019.

Vous êtes « un peu perplexes »,..., bienvenue au club !



La problématique du risque pays en évaluation

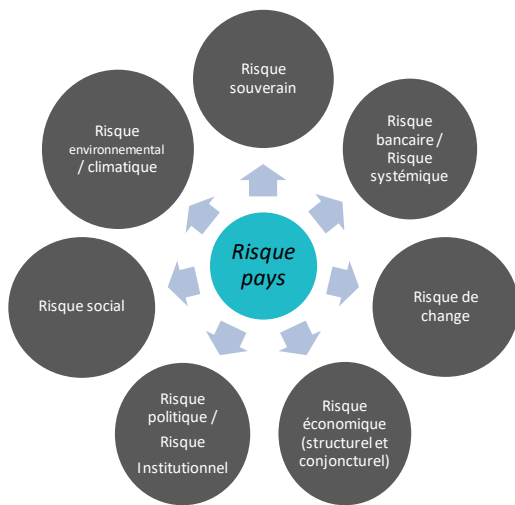
Armelle Brossard Laborderie – Consultante Corporate Finance, Elidia Capital, membre de Finaura Partners

Le *risque pays* est une notion parfois oubliée, parfois sous-estimée, mais toujours difficile à prendre en compte dans les modèles d'évaluation.

1. Qu'est-ce que le *risque pays* ?

Pour la Coface, le *risque pays* est « le risque d'impayé des entreprises d'un pays » et permet « d'évaluer la qualité globale de l'environnement des affaires du pays ».

Le *risque pays* est une notion développée depuis les années 60, qui englobe la réalité complète des risques liés à un pays : risques souverains, risques institutionnels, risques économiques, risques financiers, risques sociaux, risques climatiques, etc.



L'analyse du *risque pays* varie selon :

- les critères (indicateurs) sélectionnés,
- les méthodes utilisées,
- l'horizon de l'analyse (court terme vs long terme, conjoncturel vs structurel).

Lorsque ces risques sont avérés, ils affectent l'écosystème d'un pays, à degrés variables (liquidité, solvabilité, défaut). Dans tous les cas, le *risque pays* induit une notion de résilience.

Les indicateurs d'alerte du *risque pays* :

<p>Structure économique Corruption Économie de marché vs protectionnisme Disparités sociales / développement (éducation) / marché du travail Efficacité et résilience du secteur financier / disponibilité du crédit / dépendance vis-à-vis du secteur bancaire Efficacité du secteur public Compétitivité des entreprises privées Système fiscal</p>	<p>Perspectives économiques Croissance du PIB Investissements (domestiques et étrangers) Balance des paiements</p>	<p>Flexibilité monétaire Politique monétaire / Banque centrale (efficacité / gouvernance) Construction des prix Taux de change / dollarisation de l'économie Réserves Taux d'intérêt</p>
	<p>Risque politique Stabilité institutionnelle Démocratie Transparence Sécurité / Risque géopolitique</p>	<p>Endettement Dettes publiques (valeur et % PIB) Service de la dette Déficit / excédent budgétaire</p>
	<p>Dépendance aux matières premières</p>	

L'analyse du *risque pays* permet de détecter les facteurs qui peuvent impacter la rentabilité d'un investissement, d'estimer la rémunération attendue d'un projet (rapport rendement/risque), d'ajuster et de critiquer le Business Plan, avec des hypothèses crédibles.

2. Risque pays et méthodes d'évaluation

2.1. Distorsion des données, les méthodes usuelles d'évaluation

Les marchés émergents induisent davantage de distorsions entre l'analyse théorique et l'application des modèles d'évaluation : incertitudes, volatilité, faible liquidité voire illiquidité, asymétries d'information, conflits d'intérêts, inefficiences, phénomènes autoréalisateurs, perception exacerbée des risques, coûts de transaction, etc.

- **L'approche de marché**, quasi absence de comparables : risque souverain spécifique (propre à un pays), marchés des capitaux non organisés (à faibles volumes), difficulté à identifier des sociétés similaires (marchés, taille, produits...);
- **L'approche patrimoniale**, quid de la juste valeur ? : volatilité de la valeur des actifs (valeur historique vs valeur actuelle vs valeur future);
- **Discounted Cash-Flows (DCF)** :
 - volatilité des variables et impacts sur les cash-flows opérationnels
 - difficultés à construire un Business Plan fiable : effets de l'instabilité politique, de l'inflation, du taux de change, du risque de contrepartie (fournisseurs, clients), des politiques fiscales, etc.
 - cash-flows financiers : remboursement des dettes (taux d'intérêt vs inflation), sorties/entrées de capitaux, régularité des dividendes (et fiscalité des dividendes)
 - biais des données : prime de risque, taux d'actualisation, coût des capitaux, coût de la dette, beta, taux de croissance à l'infini, etc.

2.2 La prime de risque pays (country risk Premium)

2.2.1 Définition :

La prime de risque traduit la rémunération du risque pris, et cela indépendamment des revenus de l'opération. Il s'agit de la différence (spread) entre le « taux sans risque » (taux d'intérêt auquel on prête, dans la même monnaie et pour la même échéance, à l'emprunteur le plus certain, l'Etat) et le rendement exigé d'un actif donné. Etant précisé que le « risque » en finance correspond à l'incertitude sur le montant et l'échéancier des flux, ainsi les rendements des emprunts d'Etat sont considérés comme des taux « sans risque » car le montant et l'échéance des flux sont tous deux parfaitement connus à la différence des flux futurs d'une entreprise.

En théorie, et de façon usuelle, dans le cas des pays émergents, la *prime de risque pays* est calculée en utilisant le spread entre les emprunts d'Etat du pays concerné et les emprunts d'Etat de pays dits « développés » ou les mieux notés (exemple USA) qui présentent un faible risque de contrepartie ou de défaut (risque que les échéances ne soient pas honorées). Il existe cependant plusieurs indicateurs possibles (cf. ci-après).

Ceci implique une adaptation de la formule de calcul du coût du capital, base de toute évaluation :

$$k_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + R_p \quad \text{avec } R_p = \text{prime de risque pays}$$

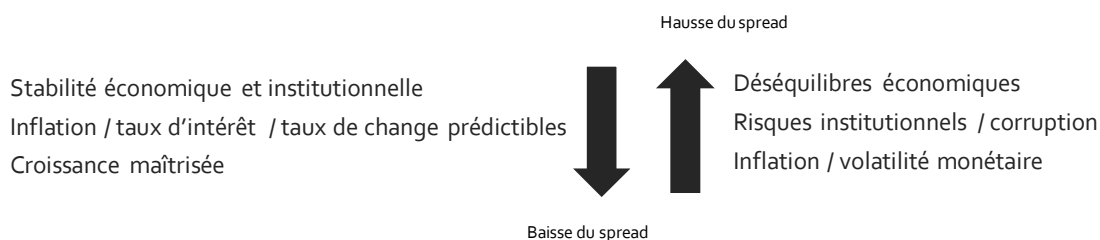
et k_e , le coût du capital

R_f , le taux sans risque (cf ci-dessus)

R_m , la rentabilité espérée par les investisseurs sur le marché, relativement à un actif sans risque ($R_m - R_f$ étant la prime de risque de marché)

β , la mesure du risque systématique – de la volatilité d'un actif par rapport au marché (risque non diversifiable)

La *prime de risque pays* dépend des signaux économiques (politique monétaire, équilibre budgétaire, endettement, réserves de change, etc.), des facteurs institutionnels, de la qualité de l'information, du risque d'illiquidité et de la probabilité de risque « extrême » (risque systémique). Néanmoins, la *prime de risque pays* est très corrélée à la volatilité des taux de change : plus le taux de change d'une monnaie est instable, plus elle apparaît risquée.



2.2.2 Les indicateurs : approximation de la *prime de risque pays*

- **L'EMBI (Emerging Market Bond Index - JP Morgan)** : approche par les spreads obligataires.

L'EMBI est l'Indice de référence pour mesurer le rendement des obligations d'État internationales émises par des pays émergents, considérés comme souverains et qui répondent à des exigences spécifiques de liquidité et de structure. Cet indice est à manier avec précaution, car il intègre la perception (anticipations) des marchés. Par ailleurs, les spreads sont très volatils (taux à utiliser dans le temps ?) et tous les pays ne sont pas concernés (marchés organisés à minima).

- **Le rating** : la notation pays, proposée par S&P, Fitch et Moody's, mesure la probabilité de défaut d'un pays (risque de liquidité à court terme / risque de solvabilité à long terme). Le bémol, les agences ne peuvent ajuster en temps réel les notations, et elles sont mandatées par les pays.
- **Les CDS (Credit Default Swaps)** : ces produits de marchés sont des outils de protection contre le risque de défaut (risque de crédit du pays). Le prix des CDS est vu comme un indicateur avancé du niveau de *risque pays* (hausse du prix corrélée à l'augmentation du risque). Les CDS, comme les spreads, ne sont pas prédictifs à long terme et sont soumis au contexte (opinion) des marchés financiers.

2.2.3 L'intégration de la *prime de risque pays* au coût des capitaux se doit d'être considérée avec prudence

L'exposition au *risque pays* est « relative » pour une entreprise donnée. Toutes les entreprises et tous les secteurs ne sont pas exposés de la même façon (diversification des revenus, effets réglementaires, résilience, capacité d'adaptation, marchés non comparables, etc.). Et les risques institutionnels ne sont pas quantifiables (indicateurs tels que l'indice de corruption de Transparency International, Indice de Gini...).

La *prime de risque pays* est une construction des marchés financiers, corrélée au risque d'un pays, et non d'une entreprise donnée. Ainsi, l'utilisation de la *prime de risque pays* dans la méthode des Discounted Cash-Flows (DCF) sous-entend que le risque est systématique (seul le risque non diversifiable/systématique détermine le taux d'actualisation). Or le *risque pays* est-il systématique ? Quel est le degré de diversification du risque pays ? Risque continu ou discontinu ?

L'objectif de la méthode DCF est d'estimer les cash-flows futurs, ajustés de la *valeur temps de l'argent*. Or la *valeur temps de l'argent* est plus sensible dans les pays émergents, et peut varier significativement, selon le taux de change (volatilité), les taux d'intérêt, l'inflation, etc.

Et si un Groupe international est présent dans des pays exposés à des risques différenciés, quel est le taux d'actualisation ? Une *prime de risque* « moyenne » se devrait d'être ajustée par des Business Plan spécifiques à chaque zone géographique, et pondérée par le poids des cash-flows de chaque filiale.

Dans ce contexte, l'évaluateur ne peut faire l'impasse d'une approche sur la base d'un Business Plan réfléchi, avec des hypothèses cohérentes, au vu de l'environnement économique et politique.

3. Les enjeux du Business Plan dans une situation de *risque pays*

3.1 Les conséquences du *risque pays* à l'échelle des entreprises

Le *risque pays* est souvent multiforme, avec des impacts à plusieurs niveaux, en cascade, et différenciés selon l'activité :

- **Clients locaux** : défaut/retards de paiement, perte d'activité, crise sectorielle (débouchés réduits), etc.
- **Fournisseurs** : hausse des prix (inflation), rupture de distribution, rupture de fabrication, rupture dans la chaîne de transport, etc.
- **Clients internationaux** : risque d'image (risque politique et institutionnel), rupture de distribution, etc.
- **Maison-mère** : risque de transfert, accès impossible aux marchés financiers pour les pays « sous sanction », etc.
- **Barrières à l'entrée** : faible protection des marques, corruption, etc.

3.2 Les points d'attention du Business Plan

Un des points d'achoppement de la construction d'un Business Plan, dans un environnement *de risque pays*, est la dichotomie de l'analyse court terme et de l'analyse long terme (impacts des changements de « trend » sur les variables, dans le temps et en intensité). L'amplitude des effets dans ces contextes spécifiques peut induire des biais très significatifs, qui dépendront de la diversification du *risque pays*, de la résilience de la structure analysée (l'adaptation ou non aux risques).

L'évaluateur s'interrogera également sur les effets du risque institutionnel, politique, législatif, sur l'importance des coûts liés à la corruption. Et il ne faudra pas oublier les distorsions sur les hypothèses terminales (plus le flux de trésorerie est éloigné, plus l'effet du *risque pays* sur sa valeur actuelle, difficilement prédictible, est élevé).

Par ailleurs, l'approche « Business Plan » permet d'intégrer les effets parfois positifs du *risque pays*, et non intégrés à la *prime de risque pays* (ex. situation de rente, *courbe en J* après une dévaluation etc.).

3.3 Focus taux de change et inflation

L'ajustement du taux de change passe par la balance des paiements. Quant à l'inflation, elle est intimement connectée aux mouvements des devises (et à l'évolution des taux d'intérêt). La hausse des taux d'intérêt entraîne une appréciation de la monnaie : une meilleure rémunération de la monnaie provoque un afflux relatif de capitaux, qui fait augmenter le prix relatif des actifs. Pour finir, il existe une relation inverse entre inflation et taux d'intérêt (la hausse des taux pouvant être un outil de politique monétaire de lutte contre l'inflation).

Dans un premier temps, l'inflation implique une hausse des taux d'intérêts nominaux, les taux d'intérêts réels pouvant devenir négatifs mais pas nécessairement d'ailleurs. La hausse des taux d'intérêts directs peut être un moyen de prévenir l'inflation plus que de la combattre (comme en cas de surchauffe forte de l'économie).

L'inflation induit une distorsion majeure sur les cash-flows. En théorie, le taux sans risque d'une monnaie doit incorporer l'inflation dans la monnaie, et l'espérance de rendement (réel). Ainsi, le taux sans risque dans un environnement inflationniste est plus élevé.

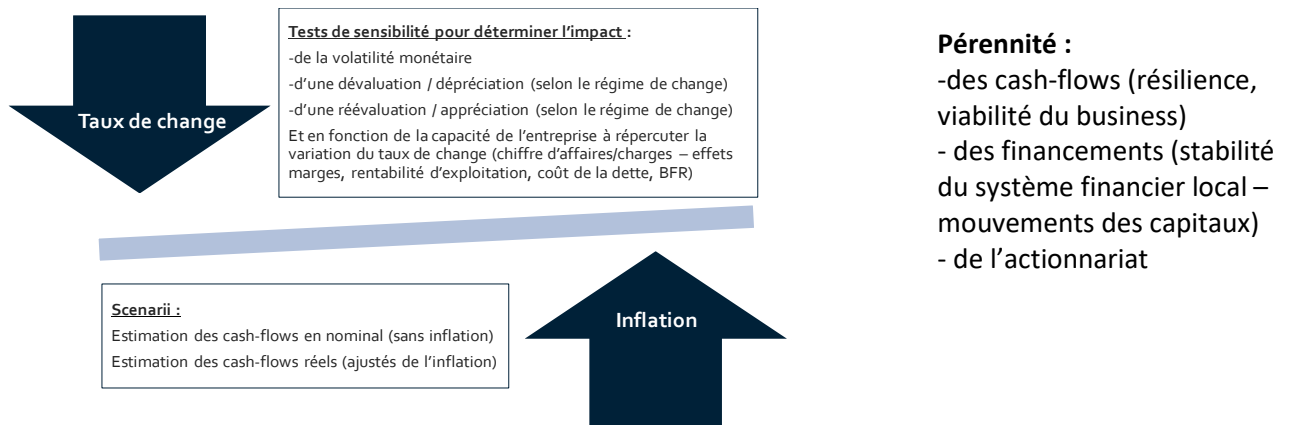
L'effet est donc significatif sur l'estimation des cash-flows et sur le taux d'actualisation. Et il ne faut pas négliger la sensibilité des investissements et de l'endettement à l'inflation (et aux taux d'intérêt).

4. Scenarii et probabilités sur la pérennité des cash-flows : la valeur terminale

Dans l'environnement volatil et instable des pays émergents, il est délicat de fiabiliser le Business Plan, et encore plus le taux de croissance à l'infini et la valeur terminale des cash-flows.

Il s'agit donc de réaliser une analyse critique « classique » du Business Plan : stratégie, fournisseurs (politique d'achats, pouvoir de négociation, local vs international), clients (pouvoir de négociation, possibilité d'augmenter les prix, marchés locaux vs internationaux), coûts fixes/coûts variables, dépendance aux financements locaux, accès aux marchés internationaux des capitaux.

Cette démarche devra prendre en compte des scenarii de risque, avec probabilité de réalisation, et tests de sensibilité, en fonction des grands indicateurs macroéconomiques propres au pays concerné.



Dans la mesure où une économie émergente, sur le long terme, soit converge vers les économies développées (croissance faible), soit reste enlisée dans des difficultés structurelles (alternance de phases de croissance forte et de phases de récession), le taux de croissance à l'infini de ces économies doit être corrigé à la baisse (niveau raisonnable et cohérent au vu de l'activité).

Pour conclure, il ne faut pas négliger l'effet du *risque pays* (et les biais induits) dans les modèles.

Ainsi, le Business Plan (et l'ajustement des cash-flows) capte plus finement le *risque pays* que la *prime de risque pays*.

L'analyse différenciée des effets macroéconomiques à court et à long terme permet de déterminer une valeur terminale retraitée des effets conjoncturels (trend de long terme).

Et l'analyse stratégique de l'entité évaluée relativise les impacts du *risque pays* (notion de résilience, capacité d'adaptation aux risques, part relative du pays dans l'activité Groupe, industrie, structure de coûts, poids du BFR, poids de la dette, etc.) Si la *prime de risque pays* doit rester une des variables du calcul du coût des capitaux, elle est à retraiter dans la majeure partie des cas : volatilité/liquidité des marchés à un moment donné (effets des spreads), anticipations des marchés, l'historique n'augure pas le futur. Les canaux de transmission du *risque pays* sont multiples et complexes (biais de calcul significatifs sur le long terme).

La *prime de risque pays* doit permettre d'intégrer le surcoût relatif à une situation durable, de long terme (structurelle), et ne peut être considérée comme une variable fondamentale du modèle, surtout si elle est utilisée en période de forte volatilité conjoncturelle (surestimation ou sous-estimation du risque à long terme).

En synthèse, l'évaluateur doit plus que jamais fiabiliser, tester, scénariser, probabiliser ses modèles – et éventuellement distinguer valeur réelle et valeur nominale (en cas de forte inflation), l'important étant de conserver la cohérence des paramètres. Il ne sert à rien de multiplier les hypothèses, au risque d'ajouter des distorsions, aux distorsions déjà inhérentes aux pays émergents (imbrications macroéconomiques, difficultés prédictives).

La juste valeur a-t-elle sa place en fiscalité ?¹

Thierry Saint-Bonnet, Expert près la Cour d'Appel de Paris, membre d'A3E

1. Introduction

Les concepts de juste valeur ou de prix de marché envahissent l'ensemble des compartiments de la vie des affaires. On relève de manière concomitante une évolution fondamentale de la doctrine comptable.

Comment cette évolution doctrinale va-t-elle marquer son empreinte sur le droit fiscal ?

Le propos se limite à l'évaluation des droits sociaux non cotés.

2. Comment se pose la question de la valeur des titres non cotés ?

2.1. Les situations classiques d'évaluation

Les classifications possibles :

- Selon qu'il s'agit d'un flux ou d'un stock : achat/vente/fusion/donation/succession... ou ISF/IFU/exit tax/provision...,
- Selon la nature monétaire ou non de la transaction (acquisition/cession ou apport/fusion/aliénation à titre gratuit...),
- Selon le type d'imposition (droits d'enregistrement, PV BIC, IS, IR...),
- Selon la nature des dispositions légales en cause (règles de fond/règles de procédure).

La question de la juste valeur des titres se pose lorsque l'opération n'a pas d'expression monétaire directe ou lorsqu'une disposition oblige à vérifier le prix ou pour vérifier une valeur antérieure.

2.3 L'irruption de la juste valeur dans les règles comptables

2.4 La juste valeur dans le droit fiscal reste à parfaire

¹ D. LEDOUBLE et Th. SAINT-BONNET – Etude 123 Le Lamy Optimisation fiscal de l'entreprise – décembre 2018

3. Comment est conduite l'évaluation des droits sociaux

3.1. Définition du concept de valeur

- La valeur vénale,
- La juste valeur,
- La notion s'oppose au coût historique,
- La valeur est relativement objective et ne fait pas référence au contexte,
- La valeur suppose des intervenants indépendants.

3.2. Vers une stabilisation des pratiques de l'évaluation : l'ébauche d'un droit de l'évaluation

3.2.1. Quelques règles générales fixent le cadre de l'évaluation

- Le rôle des experts et la réponse ministérielle du 18 mai 1974.
- La COB en 1977,
- Le Conseil constitutionnel en 1982-1986,

3.2.2. Vers une pratique généralement reconnue en matière d'évaluation

- Les approches substantielles ou intrinsèques,
- Les approches analogiques ou comparatives

4. Les divergences fiscales par rapport à la pratique des affaires

4.1. La définition fiscale de la juste valeur

- La valeur réelle des titres doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi proche que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande (Cour de cassation).
- La valeur vénale d'actions non cotées en bourse sur un marché réglementé doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où la cession est intervenue (Conseil d'Etat).
- Les Hautes Juridictions « marchent la main dans la main ».

4.2. L'application des principes généraux de la jurisprudence

- Une seule méthode, fût-elle la valeur « mathématique » ne suffit pas,
- Le rattachement impose d'évaluer l'entreprise au jour où l'impôt est dû, mais rien n'interdit de tenir compte des perspectives d'avenir dès lors qu'elles sont appréciées au moment du fait générateur,
- Une décote « générale » pour non liquidité et habituellement pratiquée,
- L'Administration utilise peu les primes ou autres décotes et préfère la moyenne pondérée de méthodes,
- Il y a lieu de tenir compte de l'incidence positive ou négative des dispositions statutaires ou contractuelles,
- L'approche principale à retenir aux yeux de la jurisprudence est l'approche comparative (interne).

4.3. Les approches fiscales de l'évaluation en matière d'enregistrement ou d'IFI

- Le guide de la DGFIP de 2007 (qui n'a aucune valeur juridique),
- Les méthodes :
 - valeur mathématique : ANR,
 - valeur de productivité tirée de l'importance du bénéfice,
 - valeur de rendement établie par capitalisation du dividende,
 - valeur tirée de mutations antérieures,
 - perspectives d'avenir et notamment sa capacité d'autofinancement.
 - Ces méthodes font abstraction du futur.
 - Aucune véritable approche comparative
- Les divergences avec la pratique :
 - sur le choix des méthodes : réserve de l'Administration à l'usage des DCF,
 - sur l'application des méthodes :
 - mécontente sur les taux d'actualisation ou de capitalisation,
 - réserve de l'Administration à l'emploi de comparables externes,
 - persistance de la méthode patrimoniale conduisant à une valeur plancher constituée par les capitaux propres.

4.4. Une autre lecture des principes en matière d'IS

- Les règles comptables relatives aux actifs ont désormais une portée fiscale, pour apprécier la valeur actuelle, il est fait usage soit d'une valeur vénale, soit d'une valeur d'usage calculée par le recours aux flux nets de trésorerie attendus. Les prévisions en matière d'évaluation sont consacrées,
- La convergence entre les deux branches fiscales est en marche.

4.5. Les procédures fiscales en matière d'évaluation

- Les divergences avec la pratique des affaires s'atténuent (diagnostic préalable, DCF admis comme révélateur de cohérence...),
- La procédure fiscale offre des ouvertures :
 - rescrit fiscal,
 - spécialisation des agents,
 - désignation d'un expert devant les commissions paritaires (art. 1651 M et 1653 du CGI),
 - recours à l'expertise dans la phase contentieuse (art. R. 202-3 du LPF).

5. Les incidences de la juste valeur sur les processus d'optimisation fiscale

5.1. Réduction de la liberté de choix de l'entrepreneur

L'évolution de la normalisation comptable depuis une dizaine d'années vise à renforcer la comparabilité et la fiabilité des comptes.

Cet objectif doit être partagé avec l'Administration.

5.2. Niveaux de réduction de la liberté de choix

La réduction des degrés de liberté ouverte à l'optimisation fiscale peut se mesurer à plusieurs niveaux :

- Découplage entre variation de valeur et variation de trésorerie : une variation de valeur constitue-t-elle un résultat, de surcroît imposable ?
- Réduction de situations « anormales » : mali technique, compte d'ordre...

Cette différence n'a rien à voir avec le « résultat » de l'exercice : la variation de valeur d'une participation mesurée selon la méthode DCF n'a évidemment aucune raison d'être égale au bénéfice de cette participation au titre de l'exercice ; elle dépend de la modification des anticipations de cash-flows futurs.

6. Conclusion

Dans le monde économique actuel, il serait souhaitable que la « spécificité » du droit fiscal se fonde dans une pratique commune plus générale (sans particularisme de la part de l'Enregistrement), ce qui est d'ailleurs souvent le cas de la DVNI qui possède des vérificateurs de haut niveau permettant un dialogue constructif avec les entreprises et leurs conseils.

La prise en compte du taux d'impôt dans les multiples

Rémy PALIARD – ValoConsult SAS – membre d'A3E

Lors de l'utilisation de la méthode des comparables, pour la valorisation des entreprises, nous utilisons des multiples obtenus à partir de bases de données, ou nous construisons ces multiples sur la base de données boursières, en nous appuyant sur des transactions historiquement plus ou moins éloignées dans le passé (de quelques années à quelques jours).

Or un des éléments de l'environnement des entreprises est en train de changer : le taux d'imposition sur les bénéfices. C'est vrai aux Etats-Unis, et c'est vrai pour la France aussi, qui avec quelques années de retard s'apprête à rejoindre le peloton européen.

Et le taux d'imposition a bien évidemment un impact sur la valeur des entreprises, comme l'illustrent les deux formules théoriques suivantes (on trouvera les formulations mathématiques en annexe 3) :

1/ Valorisation par la formule de Gordon Shapiro appliquée aux free cash-flows :

$$VE0 = (NOPAT1 - g * CE0) / (Cmpr - g)$$

avec le NOPAT défini comme le produit du résultat d'exploitation par le terme (1 – taux d'IS)

2/ Valorisation par le multiple d'EBIT normatif :

$$VE0 = (1 - \text{taux IS}) * (1 - g/RCE) / (Cmpr - g)$$

avec g représentant dans les deux cas le taux de croissance à long terme, la RCE (Rentabilité des Capitaux Engagés) calculée comme le ratio du NOPAT divisé par les Capitaux Engagés de début d'exercice, et le Cmpr défini comme le coût moyen pondéré des ressources.

L'exemple simplifié ci-dessous illustre l'impact d'une modification du taux d'imposition sur la valeur d'entreprise et la valeur des Fonds Propres (calcul du Cmpr en annexe 1) :

Hypothèses	Taux IS du pair	Taux de la cible	Variation
Chiffre d'affaires	10 000	10 000	
EBITDA	1 400	1 400	
EBIT	900	900	
Frais financiers	40	40	
Résultat courant	860	860	
Taux d'Impôt Société	33,33%	25,00%	-25,0%
Résultat net	573	645	12,5%
Rotation des capitaux	2,0	2,0	
Capitaux Engagés	5 000	5 000	
RCE après impôt	12,0%	12,0%	
NOPAT	600	675	12,5%
Taux de croissance LT	3,0%	3,0%	
Free Cash Flow stabilisé	450	525	16,7%
Cmpr (voir le détail ci-dessous)	10,2%	10,6%	4,0%
Valeur d'Entreprise	6 421	7 089	10,4%
==> EV / CA	0,64	0,71	10,4%
==> EV / EBITDA	4,59	5,06	10,4%
==> EV / EBIT	7,13	7,88	10,4%
==> EV / CE	1,28	1,42	10,4%
Dettes fin.nettes / CE	40%	40%	
Dettes financières nettes	2 000	2 000	
Valeur des Fonds Propres	4 421	5 089	15,1%
Rentabilité des Fonds Propres	19,1%	21,5%	12,5%
PER normatif	7,38	7,57	
Valeur des Fonds Propres	4 234	4 883	15,3%
Market to Book	1,41	1,63	
Valeur des Fonds Propres	4 234	4 883	15,3%

On constate donc qu'une réduction du taux d'imposition, de 33,33% à 25,00%, soit un taux d'imposition en baisse de 25%, a un impact sur la valorisation de l'ordre de +15% dans cet exemple. Les multiples basés sur la valeur d'entreprise, constatés sur la base d'un taux d'IS entre temps modifié doivent donc être corrigés de cet impact, sous peine de fausser l'estimation du prix possible obtenu par comparaison.

Les tables ci-dessous illustrent la variabilité de l'écart de valeur selon les caractéristiques de l'entreprise en termes de croissance, d'endettement, de risque et de rentabilité :

Sensibilité de la variation de valeur des Fonds Propres à la croissance et l'endettement						
pour un taux d'IS passant de 33,33% à 25%		Taux de croissance à long terme				
	15,3%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
Taux d'endettement comptable (Dettes financières sur Capitaux Engagés)	0%	12,5%	13,6%	15,0%	16,7%	18,7%
	10%	12,5%	13,6%	14,8%	16,4%	18,2%
	20%	12,5%	13,5%	14,6%	16,0%	17,7%
	30%	12,5%	13,4%	14,5%	15,7%	17,1%
	40%	12,5%	13,3%	14,2%	15,3%	16,6%
Sensibilité de la variation de valeur des Fonds Propres à la rentabilité des capitaux engagés et à la rentabilité des capitaux engagés						
pour un taux d'IS passant de 33,33% à 25%		Rentabilité des capitaux engagés après impôt				
	15,3%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	10,0%
Beta opérationnel	1,20	14,2%	14,5%	15,0%	15,7%	16,9%
	1,00	14,2%	14,4%	14,9%	15,5%	16,6%
	0,80	14,1%	14,4%	14,8%	15,3%	16,3%
	0,60	14,1%	14,3%	14,7%	15,2%	16,0%
	0,40	14,0%	14,2%	14,6%	15,0%	15,8%

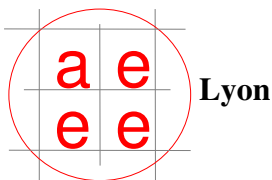
Le levier le plus puissant est la croissance à long terme, suivi de la rentabilité des capitaux engagés. Le risque opérationnel n'a qu'un impact négligeable, et la proportion des capitaux engagés financés par l'endettement vient modérer les effets positifs de la baisse du taux d'impôt.

Il ressort des tables ci-dessus qu'une correction des multiples historiques constatés sur la seule base de la modification du taux d'impôt, sans la moduler par l'ampleur de la croissance, la rentabilité et l'endettement constituerait une simplification discutable.

A noter qu'en généralisant, on peut se demander si l'application des multiples sans intégrer d'éventuels différentiels de taux effectif d'imposition entre chaque pair et la cible évaluée est bien satisfaisante !

Si l'on utilise par exemple les multiples d'une société qui réussit à pratiquement échapper à l'impôt, pour valoriser une entreprise qui le subit de plein fouet, il est évident que l'on surévaluera la cible, pour tous les ratios fondés sur la Valeur d'Entreprise.

A noter aussi que lorsque le taux apparent d'imposition est biaisé par l'ampleur des avantages fiscaux consentis (de type CICE et CIR) il convient à notre avis, si cela n'a pas été fait dans les comptes, de procéder à un retraitement préalable, en déduisant ces crédits d'impôt des frais de personnels, avant de calculer les taux effectifs d'imposition, et ce, tant pour les pairs que pour la cible.



Proposition de mise en œuvre pratique :

Outre les multiples constatés pour les pairs, il nous faut donc disposer des informations permettant de déterminer la rentabilité, la croissance, et le risque de chaque pair, ainsi que de la cible.

Il s'avère nécessaire d'intervenir pour les seuls multiples de valeurs avant impôt : pour le PER ou le « Market to Book » les montants faisant l'objet du calcul du multiple ou de son utilisation étant après impôt, aucun correctif n'est nécessaire pour intégrer les modifications du taux d'imposition. En revanche on aura besoin d'un ajustement pour tous les multiples basés sur des éléments avant impôt, notamment :

- Le multiple du chiffre d'affaires
- Le multiple d'EBITDA
- Le multiple d'EBIT
- Le multiple VE/CE

Les données à rassembler sont relativement nombreuses, puisque l'impact du changement du taux d'imposition dépend à la fois de la rentabilité, de la croissance attendue, et du risque tel que mesuré par le Cmpr. Le tableau ci-dessous illustre la démarche sur un exemple (nous retenons un échantillon de pairs restreint, pour ne pas alourdir la démonstration) :

Données à rassembler sur les pairs	PAIR A	PAIR B	PAIR C	PAIR D	PAIR E
Résultat d'exploitation (EBIT)	1 200	1 320	1 597	2 338	5 013
Taux d'impôt effectif	33,3%	30,0%	28,0%	25,0%	15,0%
Taux de croissance à long terme	5,0%	4,5%	4,1%	3,6%	3,3%
Capitaux engagés (immos + BFR)	10 000	10 500	12 205	17 369	36 733
Fonds Propres	6 000	8 600	9 406	12 771	26 376
Valeur des Fonds Propres	4 438	7 484	11 183	19 391	52 866
Beta opérationnel	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Dettes financières	4 000	1 900	2 799	4 598	10 356
==> Gearing (VD/VFP)	90,1%	25,4%	25,0%	23,7%	19,6%
==> Beta endetté	1,28	0,94	0,94	0,94	0,93
Taux sans risque	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Prime de risque actions	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Prime de taille	4,5%	3,6%	2,9%	2,3%	1,8%
E(R) des actionnaires	14,5%	11,2%	10,5%	9,9%	9,4%
Coût de la dette avant impôt	3,0%	2,7%	2,4%	2,2%	2,0%
==> Cmpr	8,6%	9,3%	8,7%	8,3%	8,1%
VE/CE normatif : (RCE - g) / (Cmpr - g)	0,844	0,894	1,146	1,381	1,721
En utilisant le taux d'IS de la cible					
Valeur des Fonds Propres corrigée	5 607	8 504	11 941	19 391	44 674
Beta endetté corrigé	1,23	0,93	0,94	0,94	0,94
E(R) corrigée	14,1%	11,1%	10,5%	9,9%	9,4%
Coût de la dette après impôt	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%	1,5%
==> Cmpr corrigé	9,2%	9,5%	8,8%	8,3%	7,9%
VE/CE avec taux d'IS de la cible (25%)	0,961	0,991	1,208	1,381	1,498
Indice de correction à appliquer aux multiples					
donnant la Valeur d'Entreprise	1,14	1,11	1,05	1,00	0,87

Nous n'avons pas jugé utile de détailler la suite de la démarche. Il ne reste qu'à appliquer les indices de correction ci-dessus aux multiples constatés sur le marché ou sur les transactions et reposant sur la Valeur d'Entreprise, avant de les appliquer aux valeurs de la cible.

Annexe 1 : détail du calcul du Cmpr, pour la table 1

Estimation du Cmpr	Cmpr du pair avec IS à 33,33%	Cmpr de la cible avec IS à 25,0%	Variation
Beta désendetté	0,80	0,80	
Dettes financières nettes	2 000	2 000	
Gearing (VD/VFP)	47,2%	41,0%	
Beta endetté	1,052	1,046	
Taux sans risque	1,0%	1,0%	
Prime de risque	8,0%	8,0%	
Prime de taille	5,0%	5,0%	
Espérance de rendement	14,42%	14,37%	
Coût de la dette	1,3%	1,5%	
Cmpr	10,2%	10,6%	4,0%

Annexe 2 : formulation des multiples normatifs

$$\frac{EV}{sales} = (1-t) * Re x\% * \frac{1-g / RCEat}{cmpr - g}$$

$$EV/CE t = \frac{RCEat - g}{Cmpr - g}$$

$$EV/EBIT t = (1-t) * \frac{1 - g / RCEat}{Cmpr - g}$$

Le ratio EV/EBITDA se déduit du précédent en le multipliant par le ratio EBIT/EBITDA.

- RCEat est la rentabilité des capitaux engagés après impôt : NOPATn / CEn-1
- Rex% est le taux de marge opérationnelle : EBIT / Sales
- g est le taux de croissance à long terme unique équivalent au profil de croissance attendu (voir mon fichier « g équivalent » pour son calcul, à trouver sur www.ValoConsult.net).

Ces trois formules sont dérivées de l'application de la formule de Gordon Shapiro au Free Cash-Flow normatif, défini comme : $FCFn+1 = NOPATn+1 - g * Cen$

Je tiens à la disposition du lecteur qui le souhaite la démonstration de chacune des formules ci-dessus, à demander par mail : rpaliard@orange.fr, ou à trouver directement sur le site www.ValoConsult.net.

L'éclairage des flux de liquidité pour déterminer la valeur des fonds de commerce de détail

Alain Marion, Expert près la Cour d'Appel de Lyon, Professeur émérite à l'Université Lyon 3, trésorier d'A3E

Dans leur pratique expertale, les experts judiciaires sont amenés, notamment dans le cadre du chiffrage des indemnités d'éviction, à apporter un éclairage sur la valeur des fonds de commerce de détail.

L'observation de la pratique montre que les méthodes d'évaluation des fonds de commerce de détail suivies par les experts sont fortement empreintes d'empirisme. Il est donc légitime de souligner le décalage qui caractérise cette pratique de l'évolution qu'a connue l'évaluation d'entreprise en liaison avec les avancées théoriques de la finance d'entreprise.

1. Limites des approches actuelles

L'observation de la pratique montre que la valeur d'un fonds de commerce de détail est souvent obtenue par l'application d'un multiple sur le chiffre d'affaires du commerce. L'utilisation du chiffre d'affaires répond au souci de prendre en compte un indicateur assurant la synthèse des composantes du fonds de commerce : composantes incorporelles (clientèle, achalandage, emplacement, enseigne ...) et composantes corporelles (agencements, mobilier ...).

L'expert est donc confronté à la nécessité de définir un multiple à appliquer au chiffre d'affaires. La démarche conduit à recourir à des barèmes dits professionnels et à valider ces barèmes par une recherche empirique conduisant à effectuer un rapprochement entre le prix de fonds de commerce vendus ou proposés à la vente et les chiffres d'affaires attachés aux fonds de commerce.

L'analyse des prix de vente des fonds de commerce vendus repose sur les prix de vente publiés dans les journaux d'annonce légale qui sont alors rapprochés des chiffres d'affaires du cédant. Cela suppose cependant que le cédant soit une société pour que ses comptes annuels puissent être consultés auprès du greffe du tribunal de commerce ou à partir d'une base de données financières.

Or une restriction dans la publication de l'information comptable des PME de petite taille rend cette pratique désormais inopérante et nécessite de rechercher la valeur d'un fonds de commerce de détail à l'aide d'une nouvelle approche. En effet depuis 2015 les PME dont le chiffre d'affaires est inférieur ou égal à 8M€ ou le total de bilan inférieur ou égal à 4 M€ ou les effectifs inférieurs ou égaux à 50 personnes, bénéficient de l'option de confidentialité de leurs comptes annuels jusqu'alors réservée aux micro-entreprises.

Rappelons que dans la pratique l'approche de valorisation du fonds de commerce à partir des chiffres d'affaires est complétée par une méthode de valorisation reposant sur la capacité bénéficiaire qui conduit à appliquer un multiple à un indicateur de mesure du bénéfice dégagé par l'exploitation du fonds de commerce.

La méthode conduit à retenir le bénéfice annuel moyen des trois dernières années et à lui appliquer un multiple se situant dans une fourchette comprise entre 3 et 5. Le bénéfice correspond à l'EBE (excédent brut d'exploitation) augmenté des charges sociales de l'exploitant dans le cas d'une entreprise individuelle. Si l'exploitation est assurée dans le cadre d'une société le salaire et les charges sociales du dirigeant sont réintégréés.

Le multiple évoluant dans une fourchette comprise entre 3 et 5, la méthode prête le flanc à la critique et conduit à des valeurs aléatoires qui, de ce fait, sont souvent utilisées par les experts comme valeurs venant en appui de la valeur déterminée par la méthode du chiffre d'affaires.

En réponse à l'appauvrissement des références de chiffre d'affaires consécutif à l'extension de l'option de confidentialité et au caractère subjectif de la valeur obtenue à partir des bénéfices, il nous paraît utile de proposer une méthode d'évaluation s'inscrivant dans la logique des méthodes reposant sur les flux de liquidité.

2. Approche reposant sur la capacité de remboursement

La méthode proposée conduit à calculer un flux de liquidité correspondant à la capacité de remboursement dégagée par l'exploitation.

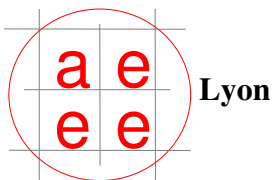
Ce flux permet d'appréhender le montant de la dette financière qui, associée à un apport de capitaux propres, permettrait à un exploitant d'acquérir le fonds de commerce. La détermination de la quotité de l'apport de capitaux propres permet de prendre en compte le risque du secteur d'activité.

2.1. Calcul de la capacité de remboursement

EBE

- Rémunération normative de l'exploitant
- Investissement normatif
- = capacité de remboursement

La rémunération normative de l'exploitation est obtenue à partir des données des Centres de Gestion Agréées qui indiquent une rémunération moyenne par tranche de chiffre d'affaires. L'investissement normatif peut être calculé à partir des montants réels des 3 ou 5 derniers exercices. Dans les faits, l'investissement normatif correspond aux amortissements constatés.



La capacité de remboursement permet de calculer le montant du prêt pouvant théoriquement être sollicité. Il est retenu une durée de 7 ans conforme à la durée des prêts accordés par les banques pour l'acquisition d'un fonds de commerce.

La formule de calcul du prêt est la suivante :

$$E = F/i \times (1 - (1/(1+i)^7))$$

Avec :

E : montant du prêt

F : capacité de remboursement

i : taux d'intérêt

2.2. Détermination de la valeur du fonds de commerce

Le montant de la dette représente une part de la valeur du fonds de commerce. Le principe est d'arrêter le poids relatif de la dette en fonction du niveau de risque du secteur, le poids relatif de la dette étant d'autant plus faible que le secteur présente un risque élevé.

Nous proposons de déterminer le poids relatif de la dette à partir des taux d'apport préconisés par les réseaux de franchise. Ainsi, un taux d'apport moyen de 32 % pour l'ensemble des enseignes recouvre un taux d'apport de 25 % dans l'alimentaire et un taux d'apport de 47 % dans les services (Source : Franchise Magazine).

Connaissant le montant du prêt et le taux d'apport personnel préconisé dans le secteur, la valeur du fonds de commerce est obtenue comme suit :

$$V = \frac{E}{(1 - a)}$$

Avec :

V : valeur du fonds de commerce

E : montant du prêt

a : taux d'apport personnel préconisé dans le secteur (en % de la valeur du fonds de commerce).