

Evaluation de titres de sociétés non cotées

L'évaluation de titres de sociétés non cotées est une source majeure de redressements fiscaux, du fait de la technicité de l'exercice d'une part et d'autre part, de la sa subjectivité de l'analyse qualitative.

Si nombreux sont les redressements de l'assiette d'imposition, rares sont les contentieux qui débouchent sur une jurisprudence qui vient préciser la technique d'évaluation financière qui serait susceptible de mettre en difficulté l'administration fiscale sur ses propres pratiques.

Au cours du mois d'octobre 2016, le Conseil d'Etat a confirmé la jurisprudence antérieure sur la prépondérance de la méthode de comparaison. Il faut y voir une nouvelle occasion de rappeler que le contribuable a tout intérêt à justifier, au préalable, la construction du prix retenu pour une transaction, cet exercice nécessitant toujours plus d'expertise. De même, à l'aune de quelques exemples, l'une des expertises majeures reste l'analyse stratégique et financière préalable à tout exercice d'évaluation, seule analyse susceptible de mettre en évidence ce qui pèse sur la détermination d'un prix, selon le jeu de l'offre et de la demande.

Méthode prioritaire contre méthodes dites subsidiaires

La jurisprudence est constante sur l'esprit qui conduit à l'appréciation de l'évaluation de titres de sociétés non cotés : l'évaluation doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments disponibles, de façon à faire apparaître une valeur aussi proche que possible de celle qu'aurait entraînée le jeu normal de l'offre et de la demande.

Le 21 octobre 2016, le Conseil d'Etat¹ a confirmé une position jurisprudentielle déjà connue, à savoir que l'évaluation de titres de sociétés non cotés doit prioritairement s'appuyer sur des transactions récentes portant sur les titres de la même société. Il est également admis que la valeur de comparaison est déterminée par référence à des transactions ayant eu lieu sur des titres d'autres sociétés considérées comparables². Cette position de 2016 n'est pas qu'une confirmation de décisions antérieures. Le Conseil d'Etat juge que la méthode prioritaire

ne peut être combinée avec les méthodes dites "subsidiaires".

Que faut-il retenir de cet arrêt ?

- **Il y a bel et bien une hiérarchie des méthodes d'évaluation qui s'impose à l'administration** à l'instar du référentiel comptable international qui, dans sa norme IFRS 13 *Juste valeur*, établit différents niveaux de fiabilité de juste valeur :
 - le niveau 1 correspond à la valeur d'un actif sur un marché actif et liquide, sans avoir besoin de recourir à des ajustements de prix (notion de *mark to market*) ;
 - le niveau 2 correspond à la valeur d'un actif sur un marché peu actif ou actif, mais nécessitant des corrections, ou encore à la valeur relative à des transactions observables sur des actifs similaires (notion de *mark to transaction*) ;
 - le niveau 3, tout en gardant le même objectif, correspond à la détermination de la juste valeur de l'actif par tout autre modèle d'évaluation, fondé sur des informations non observables directement. Il s'agit là des approches d'évaluation dites intrinsèques (notion de *mark to model*) comme la capitalisation d'un bénéfice ou encore l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Ce sont ces approches qui sont désignées par la jurisprudence sous le terme "subsidiaires".
- **L'approche par comparaison, lorsqu'elle existe, ne peut être combinée avec les méthodes subsidiaires.** L'administration n'a pas d'autre choix que d'utiliser les méthodes de comparaison si celles-ci sont pertinentes, pour fonder son redressement. C'est uniquement si l'approche par comparaison n'est pas pertinente que l'administration devrait pouvoir invoquer la valeur par les approches subsidiaires. En d'autres termes, avant même de pouvoir proposer une rectification fondée sur les approches subsidiaires, l'administration devra démontrer, en premier lieu, que la méthode par comparaison n'est pas pertinente.



Par Julien Herenberg,
Expert-comptable,
commissaire aux comptes,
membre d'A3E, membre de la
commission Evaluation de la CNCC

Remarque : le meilleur moyen de se prémunir contre un redressement de l'administration est :

- de lui opposer une justification du prix retenue par référence à une valeur de comparaison argumentée ;
- d'établir cette justification dès le moment du fait générateur de l'opération taxable.

On ne saurait en définitive que trop insister sur l'expertise que nécessite la détermination d'une valeur de comparaison.

Une expertise indispensable sur l'analyse des transactions de référence

La dernière jurisprudence nous enseigne que dès lors qu'une transaction existe, soit sur le titre en lui-même, soit sur un comparable, il est essentiel de démontrer la pertinence de la comparaison, avant de pouvoir s'intéresser aux approches subsidiaires.

Une telle démonstration mérite le **développement d'analyses qualitatives sur les aspects stratégiques et financiers de la société évaluée**, afin de s'assurer que les transactions auxquelles il est fait référence sont bien comparables et que les transactions sur des sociétés autres présentent des similitudes.

Ces analyses seront d'autant plus efficaces si elles réunissent les compétences et l'objectivité d'un expert indépendant, grâce à sa démarche et ses outils.

La compétence de l'expert est fortement liée à sa démarche de travail : elle va consis-

Notes

1. CE 10^e-9^e ch., 21 octobre 2016, n° 390421.
2. CE 9^e-10^e ss sect., 20 octobre 2011, n° 313435.

ter à approfondir la situation de la société dans ses aspects les plus significatifs, au moment de la transaction, en ayant accès à des informations détaillées en provenance de l'entreprise, informations dont l'administration souffre de ne pas disposer. L'absence de telles analyses, aussi bien du point de vue de l'administration que du contribuable, mettent en risque la pertinence des valeurs de comparaison retenues. Ces analyses vont consister à comparer le *business model* de la ou des sociétés au moment de la transaction, sa situation juridique et financière, son marché et ses perspectives, son environnement concurrentiel, etc...

Remarque : *l'expert dispose d'outils pratiques, présentant de nombreux avantages. On peut citer l'analyse du modèle économique CANVAS, l'analyse de l'intensité concurrentielle par le modèle de M. Porter, l'analyse de l'environnement de l'entreprise par le modèle PESTEL. Enfin, les analyses de la performance financière et de la structure financière de l'entreprise sont autant d'éléments essentiels à étudier, pour s'assurer de la pertinence des transactions retenues en référence.*

La compétence de l'expert est fortement liée à sa capacité à réunir de l'information.

Son analyse sera d'autant plus crédible qu'elle reposera sur :

- des sources d'informations de marché reconnues et bien exploitées, comme les analyses sectorielles menées par des instituts spécialisés. Ces analyses sont le plus souvent payantes comme Xerfi ou encore les notes de brokers. D'autres sont gratuites, telles les tendances fournies par des syndicats professionnels. En tout état de cause, le temps à consacrer à ces analyses est majeur.
- des bases de données financières telles que :
 - les bases sur transactions comparables agrégées et rassemblées par des cabinets spécialisés (Epsilon Research, Capital Finance, etc.)
 - les bases de données financières sur sociétés cotées (bloomberg, datastream, Infinaancials, etc.)

Notes

3. CAA Bordeaux, 22 novembre 2016, n° 14BX03020 : les juges ont estimé nécessaire d'augmenter de 10 points la décote d'illiquidité, pour tenir compte du risque lié à la dépendance à un homme clé.

Le travail d'analyse stratégique et financière préalable est au cœur de la démonstration de la pertinence des transactions de référence.

La jurisprudence de 2016 nous fait comprendre que faute de transaction pertinente de référence, les approches subsidiaires seront alors recevables. Pour autant, on peut s'interroger sur le fait de savoir si des valeurs subsidiaires très différentes des valeurs de comparaison sont susceptibles de remettre en cause la pertinence des valeurs de comparaison. La jurisprudence n'infirme pas la possibilité de démontrer l'impertinence d'une approche de comparaison par des approches subsidiaires bien construites. Outre la technicité que les approches subsidiaires requièrent (adaptation des approches à l'actif évalué, fiabilité des flux et prévisions, taux d'actualisation, croissance à long terme...), l'analyse stratégique et financière sera, là encore, le véritable facteur différenciant de l'expert évaluateur par rapport à l'administration fiscale.

L'analyse stratégique et financière préalable : le facteur différenciant de l'expert évaluateur

Ce qui caractérise avant tout la spécificité de l'intervention d'un expert est sa démarche à aller au contact de la société, de son management, de son organisation, de ses installations, de ses équipes, etc. qui lui permettent de mieux interpréter les informations qu'il obtient par ailleurs, sur l'environnement externe et interne de la société. La qualité de l'analyse stratégique et financière en dépend et par conséquent, la qualité de la valeur déterminée.

Pour déterminer la valeur d'un actif correspondant aux flux qu'il dégagera dans le futur, l'un des éléments clés de l'analyse stratégique est la perception de l'avenir. Dans ce cadre, plusieurs risques pesant sur l'entreprise ne sauraient échapper à l'analyse d'un expert, tandis que l'administration, faisant reposer ses approches d'évaluation sur le passé sans avoir accès à des informations détaillées sur l'entreprise et son environnement, peut, dans bien des situations, manquer de vision sur les véritables risques de l'entreprise pesant sur le prix d'une transaction.

Comment l'administration pourrait-elle avoir connaissance de risques majeurs qui déterminent la fixation du prix des titres d'une société ? :

- des perspectives de marché à long terme fortement dégradées que le passé ne

reflète en rien (les investisseurs n'achètent pas une situation glorieuse passée) ;

- la dépendance du chiffre d'affaires à un nombre très réduit de clients et d'autant plus, si eux-mêmes connaissent des difficultés opérationnelles et financières ;
- un chiffre d'affaires de distribution à l'étranger significatif, réalisé en contravention de tout accord de distribution avec le fabricant sur la zone géographique ;
- la vente d'un produit dont le brevet est attaqué pour contrefaçon ;
- un niveau de trésorerie et de capitaux propres significatifs non distribuables, car constituant une condition indispensable à l'obtention d'un accord de distribution et à l'obtention de prix d'achats avec remise, par le jeu des escomptes financiers ;
- l'incapacité à céder des titres depuis plusieurs années, du fait de la défiance de tout investisseur, quant aux risques que portent l'entité et son marché ;
- l'incapacité de l'entreprise à investir dans le passé et à l'avenir, dans des mutations technologiques essentielles pour la poursuite d'activité ;
- la forte dépendance au dirigeant fondateur ou à un homme clé³ ;
- etc.

Tant de domaines sur lesquels les analyses d'un expert évaluateur feront toujours la différence avec une administration qui ne peut entrer dans un tel niveau de détail.

* * *

L'évaluation des titres d'une société ne saurait être réalisée qu'à partir de simples liasses fiscales et quelques tendances historiques. Tout expert évaluateur connaît l'importance du diagnostic stratégique et financier préalable pour se faire un avis de valeur, quelle que soit l'approche retenue. Il s'agit d'un avantage majeur pour défendre le prix d'une transaction auprès de l'administration.

Aux contribuables d'être à leur tour convaincus que la préparation d'une évaluation argumentée par un expert qui soutiendra un prix de transaction, est le meilleur atout pour se prémunir contre un redressement de l'administration. ■