

Guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés de Direction Générale des Impôts :**Dialogue d'experts - évaluateurs sur la nécessaire modernisation du guide de la DGI***Julien Herenberg**Associé R & Berg Audit Finance**Expert-comptable, commissaire aux comptes,**Membre de la commission Evaluation de la CNCC, formateur CNCC, membre et animateur d'A3E Ile de France*

Dans la revue fiduciaire comptable n°482 de mai 2020, Thierry Saint-Bonnet, expert-comptable, commissaires aux comptes, expert près la cour d'appel de Paris, membre du collège des évaluateurs de la CCEF, d'A3E et de la commission Evaluation de la CNCC, a présenté un cahier intitulé « *supplique pour une modernisation du guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés* »¹.

Thierry Saint-Bonnet a dans la foulée publié une étude dans la Revue de droit fiscal n°25. 18 juin 2020 intitulée « *Un autre regard sur les arrêts du 30 septembre 2019 (Sté Hôtel Restaurant Luccotel et Sté VP Santé) : la reconnaissance implicite de la méthode DCF par la jurisprudence administrative* »¹, qui examine davantage la place du DCF dans la jurisprudence administrative.

A3E et ses membres ont cherché depuis de nombreuses années à inviter la DGI à faire évoluer les pratiques des vérificateurs en matière d'évaluation et son guide de la DGI édité en 2006. Aussi, à l'image des échanges réguliers entre praticiens de l'évaluation au sein de différentes associations et institutions professionnelles, si nous partageons son point de vue, A3E a souhaité, avec l'autorisation de Thierry Saint-Bonnet, rebondir sur ces publications, tel un dialogue entre praticiens, et prolonger certains développements.

1. Le diagnostic stratégique et financier au cœur de l'évaluation

Un des progrès du guide de la DGI édité en 2006 était d'insister sur l'exigence d'un échange contradictoire devant reposer sur l'analyse approfondie et individualisée de l'entreprise évaluée. Pourtant, du point de vue de la pratique des experts en évaluation, des propositions de rectification sont trop souvent fondées sur une analyse de l'entreprise des plus sommaires par l'Administration qui ne se donne pas suffisamment les moyens d'entrer au cœur du modèle économique de l'entreprise et de son environnement avant de s'engager dans une proposition de rectification.

TSB dans la RFC :

« *On constate en pratique que l'étape d'analyse préalable de l'entreprise à évaluer est souvent négligée voire ignorée et que la phase contentieuse avec l'administration fiscale s'engage souvent trop vite.* »

« *Croire que l'on peut évaluer une entreprise sur la base de ses seuls états financiers serait une grave erreur.* »

« *Effectuer une analyse stratégique, même pour l'évaluation des petites entreprises.* »

¹ Ces articles sont disponibles sur demande auprès de l'auteur ou de l'Association.

On ne peut que renforcer ces propos sur le besoin indispensable de prendre en compte l'analyse des risques de l'entreprise. Ces risques sont à envisager d'ailleurs comme des issues aussi bien positives que négatives, à différents niveaux :

- Les risques liés à l'environnement lointain ou proche de l'entreprise comme son intensité concurrentielle largement développée par les forces de Michael Porter par exemple.
- Les risques internes à l'entreprise et notamment par l'analyse de son capital immatériel développé par exemple dans les travaux de Thésaurus Bercy en 2012 qui le scinde en 10 catégories différentes à étudier (le capital client, le capital savoir, le capital managérial, etc...).

Que penser d'une proposition de rectification qui précise qu'un marché est en pleine expansion tout comme le chiffre d'affaires de l'entreprise au cours des années précédentes mais qui ne constate pas que ce chiffre d'affaires est réalisé avec trois clients à hauteur de 80% et que la perte d'un des trois clients conduira nécessairement à la faillite ? Ni un acquéreur ni un expert-évaluateur ne sauraient omettre un tel risque pesant sur l'avenir de l'entreprise pour leur estimation.

Que penser d'une proposition de rectification qui précise que le marché d'un distributeur à l'international est en pleine expansion au regard de la croissance de son chiffre d'affaires à l'export des liasses fiscales des années précédentes alors que ce chiffre d'affaires à l'étranger est fait en violation des règles territoriales de distribution définies par le contrat de distribution que le distributeur indépendant risque ainsi de perdre son autorisation du jour au lendemain ? Dans cet exemple, les résultats passés ont pu être très florissants mais l'avenir pourrait être remis totalement en cause.

Lors d'une acquisition, les due diligences lancées par l'acquéreur potentiel cherche justement ce type de situations qui pourraient influencer le prix voire rompre toute négociation.

On ne peut que souscrire aux propos de TSB qui souligne dans la RFC que *« les propositions de rectifications directes sont assez souvent empruntes de contresens du fait de la méconnaissance des sociétés évaluées. »*

En octobre 2017, la Compagnie Nationale de Commissaires aux Comptes, sous l'impulsion de sa Commission Evaluation, avait jugé nécessaire de renforcer son guide initiale « l'Évaluation financière expliquée » par un guide dédié au diagnostic stratégique et financier estimant que les pratiques étaient encore insuffisantes pour justifier non seulement le choix des méthodes utilisées mais également justifier les hypothèses et paramètres techniques d'évaluation retenues.

La CNCC, sous l'impulsion de sa commission Evaluation, a notamment pris la peine de demander de faire évoluer le parcours de formation à l'évaluation des confrères en intégrant explicitement une formation intitulée « le diagnostic stratégique et financier : colonne vertébrale de l'évaluation », le titre se suffisant à lui-même.

Professeurs, praticiens, associations et instances professionnelles de l'évaluation n'ont cessé de mettre en avant l'importance du diagnostic stratégique et financier que nombreux estiment représenter environ 70% du temps de travail de l'évaluateur.

En parallèle, le diagnostic doit être complété par une fine analyse de la performance et de la structure financière de l'entreprise car les comptes ne disent pas tout et encore moins les liasses fiscales.

Les experts évaluateurs s'efforcent de passer du temps avec l'entreprise, leur expert-comptable, etc. pour identifier des reclassements et retraitements.

Les règles comptables françaises ou la présentation synthétique des états financiers ne permettent pas d'identifier la substance économique de certaines opérations et doivent faire l'objet de retraitements comme les locations dites financières (contrats de location avec probabilité de rachat in fine), l'absence de comptabilisation systématique des engagements liés aux indemnités de fin de carrière au motif que la provision correspondante n'est pas déductible fiscalement alors qu'ils représentent parfois des montants colossaux dégradant la structure financière de l'entreprise, ou encore le mode de comptabilisation des cessions de créances qui

selon les cas sont sorties du bilan et laissent apparaître une structure financière solide alors qu'il s'agit de financement bancaires cachés qui coûtent chers en commissions et intérêts à l'entreprise, etc.

Estimer une valeur vénale par comparaison sans s'être assuré que les inducteurs de valeur (EBE, REX par exemple) sont déterminés selon un référentiel comptable comparable serait fâcheux. La norme IFRS 16 sur les locations s'appliquant aux sociétés cotées depuis 2019 a conduit à des débats houleux depuis plusieurs années sur la comparabilité des comptes pour mener des évaluations par références à des données de marché.

L'ensemble de ces travaux d'analyses préalables sont longs et itératifs. Les comptes historiques sont utiles mais insuffisants pour juger de l'avenir d'une entreprise, car c'est bien de l'avenir dont il est question pour estimer la valeur.

Estimer une valeur vénale en se mettant à la place d'un acquéreur, c'est nécessairement s'interroger sur la perception de l'avenir, sujet sur lequel TSB revient largement et que nous appuyons plus loin.

2. L'approche patrimoniale à l'épreuve de la pratique des vérificateurs au niveau local et de leur formation à la technique de l'évaluation

TSB dans la RFC :

« La fiche 2 du Guide de l'administration dédiée aux méthodes d'évaluation consacre son premier développement à la valeur mathématique ou patrimoniale. Cette valeur s'obtient par la somme des valeurs vénales des différents éléments de l'actif, diminuée de la somme des éléments du passif réel et des provisions. Elle suppose un retraitement des bilans de façon à corriger les valeurs comptables pour les ramener aux valeurs réelles. ».

TSB s'arrête à juste titre sur la question de la valorisation des incorporels notamment le fonds de commerce dans son universalité et les préconisations du guide.

La méthodologie proposée est directement issue de l'ouvrage de Pierre Souchon de mars 1974 qui réduit l'approche à une formule avec pondération prédéfinie des agrégats financiers.

Cette approche est insuffisante et obsolète dans un monde où l'immatériel représente désormais l'essentiel de la valeur des entreprises dont une partie très significative n'est pas reconnue dans les bilans.

Certes, le guide met en évidence une approche de la valeur des incorporels par la méthode de la survaleur dite de la rente du goodwill pour palier la difficulté d'évaluer les immatériels individuellement. Mais comme le rappelle TSB, tout comme A3E l'avait largement développé dans son compte rendu d'un groupe de travail dédié en 2014, *« la méthode est mal appliquée voire inapplicable ».*

La plupart des experts-évaluateurs construisent rarement la valeur des titres par la somme des actifs et passifs de l'entreprise ajustée d'une valeur de goodwill.

Les experts-évaluateurs appliquent ce qu'ils appellent la « somme des parties » ou l'« Actif net réévalué » (ANR) dans les cas d'une holding qui détient des lignes de participations et que l'on ne peut pas évaluer par une approche consolidée pour diverses raisons techniques (absence de données consolidées).

Mais dans la plupart des cas, et c'est là la véritable divergence de pratique, les experts-évaluateurs s'efforcent d'avoir une approche globale décomposée en deux étapes clés :

- déterminer la valeur d'entreprise (VE)

- déterminer l'endettement financier net (EFN)

La valeur des titres équivaut alors à l'équation : $VE - EFN = V_{cp}$ (pour valeur des capitaux propres).

La VE correspond à la valeur de l'actif économique c'est-à-dire la valeur, sans décomposition, de l'ensemble des actifs d'exploitation qui génèrent les flux futurs d'exploitation à savoir les immobilisations d'exploitation augmentées du besoin en fonds de roulement d'exploitation.

Tous les actifs qui ne sont pas assimilables à l'exploitation sont écartés pour être replacés dans l'EFN qui constitue ce que l'on pourrait appeler le « Pivot » de la valeur, d'où l'importance de l'analyse préalable et des retraitements financiers comme vue précédemment. Sans ces travaux, l'approche de la valeur des titres, quelle que soit la technique, sera mal construite.

La démarche du vérificateur fiscal ne repose pas sur cette logique de décomposition de la valeur en deux temps mais consiste davantage en la détermination directe de la valeur des titres.

Pourtant la pratique en deux temps des experts-évaluateurs repose sur les nombreux travaux de recherche en finance depuis l'après-guerre qui ont conduit à vouloir distinguer la valeur de l'actif économique d'une part et la façon dont il est financé d'autre part.

Une approche additive patrimoniale augmentée d'une valeur de goodwill n'est pas très appréciée par les experts. TSB consacre dans son cahier de la RFC une partie entière dédiée à la question de l'approche du goodwill.

En effet, les modalités d'application de l'approche par la rente du goodwill, pointée du doigt par les spécialistes, va très souvent témoigner de l'incompréhension de concepts fondamentaux de finance et d'évaluation par son utilisateur. Peu d'ouvrages expliquent les griefs que l'on peut formuler sur cette méthode mal appliquée. TSB, comme A3E l'avait fait en 2014 dans son groupe de travail dédié, nous les rappelle. Ces griefs sont par exemple :

- Premier grief : cette approche est très ancienne et n'avait pas pour but d'évaluer une entreprise dans son ensemble mais un préjudice. Cette méthode datait de la prohibition aux Etats-Unis en vue de s'interroger sur l'indemnisation du préjudice subi dans les brasseries et distilleries au-delà des actifs corporels investis, en d'autres termes la perte de chance de dégager une rentabilité supérieure à celle exigée à minima par les investissements effectués.
- Second grief : la notion de goodwill est finalement très différente. D'un point de vue comptable, c'est un résidu dont on ne saurait déterminer une valeur propre contrairement à ce que l'approche par la rente du goodwill tente de mesurer.
- Troisième grief : elle est techniquement mal appréhendée pour les principales raisons suivantes :
 - Les capitaux investis rémunérés sont le plus souvent l'actif net comptable corrigé et réévalué appartenant aux actionnaires ce qui par définition rend l'estimation du goodwill dépendante du choix de financement de la société (fort levier financier, politique de distribution de dividendes, etc.). Or le goodwill est représentatif de capital immatériel et d'une vision stratégique d'exploitation faisant percevoir une surperformance que l'investisseur est prêt à payer. Il n'est pas supposé être influencé par le choix de financement de l'acquisition. A3E avait pris position dans sa lettre trimestrielle n°13 du 3^{ème} trimestre 2014 sur la préférence d'appliquer l'approche par les capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (soit à quelques ajustements près l'actif économique) pour que le calcul de la rente de goodwill soit peu sensible au choix d'une politique financière. C'est la position claire du normalisateur comptable international dont la norme IAS 36 sur les dépréciations d'actifs soutient que les tests de dépréciation des actifs (yc. Goodwill) ne doivent pas être influencée par les choix de financement de l'entité qui les abrite.
 - L'exigence de rémunération des capitaux investis pose une grande difficulté : Devrait-on rémunérer l'actif réévalué intégrant la plus-value latente ou bien les capitaux réellement investis ? Ne devrait-on pas différencier les taux de rémunérations selon le type d'actifs investis ? En effet, du point de vue d'un exproprié (origine de la méthode), la plus-value latente sur ses actifs constitue déjà une rémunération, aussi faudrait-il rémunérer de

surcroît au taux du marché action la plus-value latente ? Doit-on rémunérer les actifs immobilisés au même taux que les fonds mobilisés pour financer le besoin en fonds de roulement ? Les pratiques des experts-évaluateurs lors de la comptabilité d'acquisition (allocation de prix d'acquisition) montrent que l'on se détache de cette approche simpliste de rémunération non différenciée des actifs investis pour déterminer un goodwill.

- Quatrième grief : Selon que l'on utilise les capitaux propres réévalués ou les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation, le taux de rémunération des capitaux investis comme le taux d'actualisation du surprofit estimé doivent être adaptés. De l'avis des experts-évaluateurs, le taux d'actualisation du surprofit ne saurait être significativement différent du taux de rémunération des capitaux investis or nous observons dans les propositions de rectification des différences notoires sans justification technique. Les Capitaux Permanents Nécessaires à l'Exploitation devraient être rémunérés au coût moyen pondéré du capital tout comme le surprofit qui en résulte. Les praticiens observent des pratiques démontrant l'absence de maîtrise des concepts techniques sous-jacents.

Au regard de la mauvaise appréhension de ces questions techniques et pourtant structurantes dans une approche de la valeur, cette méthode est peu recommandée ou, en tout état de cause devrait être mieux enseignée avant d'être appliquée par les vérificateurs.

Elle montre ainsi la limite technique du guide actuel qui ne permet pas aux vérificateurs locaux de mieux comprendre les conditions et modalités d'application de leurs approches.

Par ailleurs, on notera et appuiera la position de TSB dans la RFC qui préconise que « *la méthode du goodwill doit reposer sur des données prévisionnelles, à savoir le plan d'affaires* ».

La question des données prévisionnelles ne porte pas que sur la méthode du goodwill. La position de l'administration quant à la question des approches reposant sur des prévisions (notamment la méthode des flux de trésorerie actualisés ou DCF) est techniquement infondée.

TSB souligne d'ailleurs qu'elle est désormais contredite par la jurisprudence.

3. Les prévisions au cœur de l'évaluation que l'administration le veuille ou non

TSB dans la RFC :

« Lorsqu'on connaît la réticence des services fiscaux à s'appuyer sur des éléments prévisionnels, on constate qu'en pratique la méthode du goodwill est appliquée aux résultats historiques en prenant comme hypothèse la récurrence de ceux-ci. On se rapproche ainsi de la capitalisation d'un flux réputé normatif, méthode qui ne peut être appliquée qu'à des entreprises de taille réduite en régime de croisière. »

Quelle que soit la technique sur laquelle elle repose, et sauf à se trouver en situation de valeur liquidative, la valeur repose sur l'appréhension de l'avenir aussi compliqué cela est-il. Le guide de l'administration ne devrait pas pouvoir rester sur sa position historique quant aux techniques actuarielles.

Dans le panel des méthodes de l'administration, il existe aussi les valeurs dites de rentabilité dont font partie la valeur de rendement et la valeur de productivité qui sont respectivement la capitalisation à l'infini d'un dividende réputé normatif et la capitalisation à l'infini d'un résultat courant après impôt réputé normatif.

La technique consistant à capitaliser un flux (un bénéfice, un dividende, ou un flux de trésorerie), estimé normatif est donc mis en avant et utilisé par l'administration et pourtant elle est réticente à s'appuyer sur des éléments prévisionnels.

TSB dans la Revue de droit fiscal :

« 13 - Le projet de Guide, soumis aux institutions concernées en vue de recueillir leurs commentaires, excluait la méthode dite des cash flows actualisés (Discounted Cash Flows ou DCF). Deux raisons majeures étaient invoquées :

- *la première était d'ordre légal et jurisprudentiel : la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existants à cette date ;*
- *le second obstacle résidait dans le constat qu'il n'est pas réaliste de considérer que l'Administration puisse établir des plans d'affaires à des fins de contrôle. »*

Finalement après la levée de boucliers des organismes consultés (DEC, CCEF, A3E, IACF, ...) qui rappelaient que la méthode la plus utilisée était l'approche par actualisation de flux de trésorerie, la méthode DCF a été intégrée comme approche de cohérence dans la version éditée du guide de 2006.

Mais la précaution du guide reste pour le moins étonnante pour les évaluateurs : *« l'administration ne met pas en œuvre directement cette méthode car elle ne peut établir de plan d'affaires, mais lorsque cette méthode est proposée, elle l'examine et éventuellement l'utilise pour l'affiner les résultats obtenus avec d'autres méthodes. »*

A cela l'administration demande aux évaluateurs d'être précautionneux dans l'appréciation *« de la cohérence entre les flux retenus et le taux d'actualisation utilisé »* et considère que cette méthode est davantage adaptée aux sociétés de taille importante *« qui montrent des perspectives de développement car elle présente une difficulté supplémentaire par rapport aux autres méthodes, à savoir la fiabilité de ces prévisions et la capacité de l'entreprise à les réaliser. »*

L'argument premier de l'administration consistant à dire qu'il faut se placer au jour du fait générateur et des informations disponibles à cette date est parfaitement normale. C'est d'ailleurs une position reprise en comptabilité pour les tests de dépréciation qui considère que l'on évalue les actifs (et donc établit des prévisions) dans l'état actuel de l'actif à la date de clôture des comptes sans prendre en compte des événements post-clôture non engagés.

Tout évaluateur sait à quel point établir des prévisions nécessite précautions et relève des informations dont on dispose au jour où l'on réalise le travail d'évaluation. Nombreux rapports d'experts rappellent cet état de fait et qui renforce d'ailleurs le besoin de déployer un diagnostic préalable pour justifier les positions prise à la date du fait générateur.

Mais reléguer la méthode des DCF parce que l'administration ne peut établir de plan d'affaires est un non-sens technique.

La technique de capitalisation d'un flux revient tout simplement à établir un plan d'affaires reposant sur l'hypothèse que le passé est représentatif du futur et qu'il se résume à un flux normatif qui se répètera à l'infini.

En quoi cette hypothèse est-elle plus réaliste qu'une hypothèse de croissance ou de décroissance décrite dans un plan d'affaires étayé ?

De l'avis des professionnels rapportés très justement par TSB dans la revue de droit fiscal *« la capitalisation d'un résultat récurrent revient à actualiser une somme de flux à l'infini. Or, « l'infini » est toujours plus aléatoire qu'un business plan sur une durée explicite, bien qu'on ajoute une valeur terminale capitalisée à l'infini au titre de la durée implicite »*.

Pourquoi admettre de capitaliser une capacité bénéficiaire normative ou un dividende normatif et ne pas le faire pour un flux de trésorerie normatif ? Qu'est-ce qui empêcherait l'administration de déterminer un véritable flux de trésorerie passé et d'en déduire un flux de trésorerie normatif à capitaliser pour des activités estimées stables ? Il s'agirait tout simplement d'un DCF simplifié reposant sur un diagnostic préalable concluant à une perspective de stabilité connue au moment du fait générateur.

Le guide de l'administration commet une erreur technique qui n'est pas résolue à ce jour en expliquant qu'elle ne peut pas formuler d'hypothèse de plan d'affaires alors que la capitalisation de bénéfices passés, qui plus est quand les résultats passés sont pondérés, n'est rien d'autre que la construction d'un plan d'affaires dont on ne veut pas dire le nom.

Depuis 2006, la démultiplication des ouvrages, publications, formations en évaluation financière ainsi que les multiples sollicitations de Bercy par les associations d'experts, auraient dû conduire l'administration à mener une mise à jour de son guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés sur de nombreux aspects et se positionner une bonne fois pour toute sur la question du DCF et des modalités techniques d'application :

- Elle aurait pu choisir d'exclure définitivement de son panel de méthodes les approches par capitalisation et actualisation en maintenant sa position qu'elle ne peut réaliser elle-même de plan d'affaires ;
- Elle aurait pu reconnaître le DCF officiellement comme méthode de référence et généraliser, consciente des difficultés d'apprécier un plan d'affaires, ce que TSB appelle les demandes d'éclaircissement ou de justification ainsi que les moyens de rapports apaisés entre l'administration et le contribuable.

Mais elle n'en a rien fait. Or la jurisprudence s'est désormais chargée de placer le DCF dans le jeu des méthodes reconnues.

En effet, dans la revue de droit fiscal, TSB rappelle non seulement la pratique en matière de DCF mais profite d'une jurisprudence récente du 30 septembre 2019 pour approfondir la place du DCF dans la jurisprudence administrative.

TSB dans la RFF :

«... deux arrêts récentes du Conseil d'Etat paraissent valider la méthode des DCF en considérant que l'administration avait fait une application viciée de la méthode des DCF (CE 3à septembre 2019, n°419855 ; CE 30 septembre 2019, n°419860).

En d'autres termes, la méthode DCF est entérinée par la jurisprudence administrative ce qui permet alors à TSB d'intituler son étude dans la revue de droit fiscal « ... : la reconnaissance implicite de la méthode DCF par la jurisprudence administrative. »

Et pour reprendre les propos argumentés de TSB, le guide n'a pas de valeur juridique. Il n'a été conçu que comme un outil au service tant des usagers que de l'administration. De ce fait il ne saurait constituer une « bible » opposable aux contribuables, et t ce d'autant moins qu'il devient en définitive obsolète face aux avancées de la jurisprudence sur laquelle l'administration n'a pas d'autre choix que de s'aligner.

Conclusion

Ce regard croisé avec Thierry Saint-Bonnet qui a édité dans la revue fiduciaire comptable n°482 de mai 2020 « *supplique pour une modernisation du guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés* », ainsi que dans la Revue de droit fiscal n°25 - 18 juin 2020, l'étude « *Un autre regard sur les arrêts du 30 septembre 2019 (Sté Hôtel Restaurant Luccotel et Sté VP Santé) : la reconnaissance implicite de la méthode DCF par la jurisprudence administrative* », nous conduit à réitérer, s'il en était besoin, auprès de l'administration une demande de refonte du guide de 2006 en admettant que les praticiens spécialisés en évaluation financière ont bien plus de points d'accords sur les pratiques que de points de divergences, largement relayés dans les publications depuis les années 2000.

Et comme la jurisprudence récente entérine la validité de l'approche DCF, l'administration ne devrait plus se contenter de reconnaître cette méthode comme incontournable dans un nouveau guide mais il serait louable qu'elle se plonge de façon approfondie sur les modalités de mise en œuvre de cette méthode et entraîne les vérificateurs locaux à se former davantage sur les aspects d'évaluation financière.