

# Evaluation des titres de sociétés non cotées en bourse

## A. Principes fondamentaux

### 1. Importance des enjeux

#### *Enjeux économiques*

**1000** Les sociétés jouent un rôle de premier plan dans la vie économique et sociale. Face aux inconvénients de l'entreprise individuelle, en termes de pérennité et de sécurité notamment, la forme sociétaire présente l'avantage pour les associés de la séparation des patrimoines ; elle permet l'organisation du pouvoir et facilite, sur le plan tant juridique que fiscal, la transmission des actifs et de l'activité. Les créations et les mises en société se sont donc considérablement développées et, avec elles, les transmissions, rendant du même coup nécessaire le développement de techniques d'évaluation fiables et adaptées à chaque cas particulier.

C'est essentiellement dans le cadre des opérations de restructuration que les experts mandatés par les éventuels repreneurs, les associés ou parfois la société, pour pratiquer des « audits d'évaluation », ont développé et affiné les méthodes d'évaluation.

L'application plus ou moins combinée de ces techniques va permettre de dégager une valeur de l'entreprise, qui est le reflet de ses qualités intrinsèques indépendamment de tout échange. Cette valeur peut se distinguer du prix éventuellement convenu dans le cadre d'une négociation, qui intègre généralement des éléments subjectifs liés à l'existence d'un échange.

Aux difficultés techniques rencontrées dans la détermination de la valeur des titres d'une société non cotée s'ajoute un risque fiscal de voir cette valeur contestée par l'administration.

## Enjeux fiscaux

**1002** L'administration fiscale exerce un contrôle sur les prix ou les valeurs déclarés dans les actes ou déclarations. En matière d'**enregistrement**, les articles 666 du Code général des impôts et L 17 du Livre des procédures fiscales l'autorisent à retenir la valeur vénale réelle si elle se révèle supérieure au prix, dans le cas d'une cession à titre onéreux, ou à la valeur déclarée, dans le cas d'une transmission à titre gratuit, donation ou succession, ou encore d'une déclaration d'impôt de solidarité sur la fortune.

En matière d'**impôts directs**, d'**impôt sur les sociétés** ou d'**impôt sur le revenu**, l'administration peut être amenée à requalifier une opération en « acte anormal de gestion » dans le cas, par exemple, de cessions de titres entre sociétés, à un prix qui ne correspondrait pas à la valeur vénale réelle. S'agissant de **titres non cotés**, il n'existe pas, sur le plan fiscal, de « valeur administrative » qui permettrait de mettre les contribuables à l'abri de contestations, mais qui aurait évidemment un caractère arbitraire.

Toutefois, les dirigeants d'entreprises individuelles ou de sociétés autres que de gestion patrimoniale qui envisagent de donner tout ou partie de leur entreprise ou de leurs titres peuvent **consulter l'administration** sur la valeur qu'ils envisagent de retenir comme base des droits de mutation. Si la donation intervient dans les trois mois de la réponse de l'administration, laquelle doit intervenir dans les six mois suivant le dépôt d'un dossier complet, l'évaluation retenue ne peut plus être remise en cause. Cette procédure, dite de « **rescrit valeur** », initialement prévue par la doctrine administrative, a été légalisée et pérennisée par l'article 46 de la loi de finances rectificative pour 2008, codifié sous l'article L 18 du LPF.

La procédure de **contrôle sur demande**, applicable en matière de donation et de succession, peut également permettre de prévenir certains risques fiscaux liés à l'évaluation de titres non cotés.

Selon cette procédure, codifiée à l'article L 21 B du LPF, les bénéficiaires d'une transmission à titre gratuit ont la faculté de demander à l'administration fiscale d'effectuer le contrôle de l'acte de donation ou de la déclaration de succession dans les douze mois qui suivent la demande. Toutefois, la décision de faire appel à un contrôle sur demande ne peut être prise que par un ensemble de bénéficiaires qui représentent au moins le tiers de l'actif net déclaré. La demande doit être présentée au plus tard dans un délai de trois mois suivant l'enregistrement de l'acte ou de la déclaration, sans pouvoir être antérieure à la date de cet enregistrement. Elle doit en outre se rapporter à une déclaration ou un acte enregistré avant réception d'un avis de mise en recouvrement ou d'une mise en demeure.

A défaut de contrôle engagé par l'administration dans les douze mois suivant la réception de la demande de contrôle, aucun rehaussement d'imposition ne pourra être effectué par l'administration. Initialement mis en œuvre à titre expérimental pour trois ans (successions ouvertes ou

donations consenties entre le 1<sup>er</sup> janvier 2009 et le 31 décembre 2011), ce dispositif a été rendu permanent par l'article 55 de la loi 2011-1978 du 28 décembre 2011.

**1003** La valeur vénale, à laquelle il est fait référence, est en pratique difficile à déterminer. Dans le cadre d'une  **négociation** , le prix qui emporte l'adhésion des parties tient compte, en général, d'un jugement de valeur que l'acquéreur porte sur l'évolution prévisible de l'entreprise.

La démarche de l'administration fiscale, qui est tenue, suivant l'article L 55 du Livre des procédures fiscales, d'apporter la preuve de l'insuffisance des prix exprimés et des évaluations fournies dans les actes ou déclarations, est par nature différente. Celle-ci aura davantage tendance à tenir compte des éléments certains, c'est-à-dire de l'ensemble des données comptables et financières de l'entreprise constatées au cours des dernières années.

Or, si l'avenir probable de l'entreprise peut être projeté à partir des résultats acquis dans le passé, le contribuable aura intérêt, en cas de contrôle, à justifier auprès de l'administration les circonstances de nature à entraîner à terme une baisse de la rentabilité (raréfaction de certains marchés, absence d'investissements réalisés en temps utile, etc.), ou, à l'inverse, une amélioration de celle-ci (diversification de l'activité, conquête de nouveaux marchés, baisse des coûts de production, etc.).

## 2. Facteurs de la valeur des titres non cotés

**1010** Comme pour l'évaluation des autres catégories de biens (terrains, immeubles bâtis, fonds de commerce, etc.), il convient de tenir compte de facteurs juridiques et économiques pour la détermination de la valeur vénale de titres non cotés. Nous verrons même que c'est par référence à ces facteurs qu'il conviendra d'exercer un choix au niveau de la combinaison des différentes méthodes d'évaluation pour parvenir à la notion de « valeur vénale ».

Mais il convient, au préalable, d'établir un diagnostic général de l'entreprise.

### *Diagnostic*

**1011** Cette démarche liminaire est essentielle : en effet, le diagnostic d'une entreprise, qu'elle soit individuelle ou en société, est indispensable pour l'évaluer. Une  **analyse financière** , même sommaire (mise en lumière et/ou en perspective de certains ratios, comparés à ceux du secteur, comme ceux de rentabilité, d'endettement, de la capacité d'autofinancement notamment), ainsi que les principales données économiques de l'entreprise et du secteur dans lequel elle évolue sont de nature à influencer fortement sur les différents paramètres de l'évaluation, préfigurant le choix des méthodes qui seront retenues.

L'évaluateur sera amené à analyser :

- la valeur vénale des éléments de l'actif de l'entreprise ;
- son aptitude à produire des bénéfices ;
- la valeur des hommes (valeur des équipes, adéquation des effectifs) ;
- sa structure financière ;
- son activité (créneau porteur ou non porteur) ;
- la conjoncture économique générale.

Bien entendu, ces éléments n'ont pas tous le même poids dans la détermination de la valeur ; certains constituent la base même de l'évaluation (valeur vénale des éléments d'actif, productivité, marge brute d'autofinancement), d'autres représentent des éléments d'appréciation complémentaires permettant d'affiner la valeur précédemment déterminée.

Il conviendra également de dégager les **perspectives d'avenir** de l'entreprise, en fonction de la branche d'activité à laquelle elle appartient, notamment par une étude de l'évolution du chiffre d'affaires, de la valeur de productivité et, le cas échéant, de la marge brute d'autofinancement.

Cette analyse sera confortée par l'examen des **conditions de fonctionnement** de l'exploitation.

En effet, la bonne marche d'une entreprise dépend directement :

- des conditions du marché et de la concurrence ;
- des produits mis en vente ou des prestations de services rendus ;
- de la technologie et des procédés de fabrication ;
- de la qualité des décisions prises par le ou les dirigeants et du climat social de l'entreprise.

## Facteurs juridiques

**1012** Aux termes de l'article 1832 du Code civil, « la société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d'affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter. Elle peut être instituée, dans les cas prévus par la loi, par l'acte de volonté d'une seule personne. Les associés s'engagent à contribuer aux pertes ».

Le **contrat de société** contribue à la création d'une personne morale dont l'existence est juridiquement distincte de celle des associés. La propriété des biens apportés est juridiquement transférée du patrimoine des apporteurs au patrimoine de la société bénéficiaire de l'apport. Lorsque la société est définitivement créée, les associés sont uniquement propriétaires d'un bien meuble, au sens de la distinction du Code civil entre biens meubles et immeubles.

Ce bien meuble, dont il convient d'apprécier la valeur vénale, est soit une **part sociale** (société en nom collectif, société en commandite simple, SARL), soit une **action** (société anonyme, société par actions simplifiée, société en commandite par actions).

A partir de cette distinction des droits sociaux et des sociétés correspondantes, il était communément admis que les parts sociales pouvaient être évaluées selon des procédés plus sommaires que les actions, les premières étant présumées être des « petites sociétés », alors que les secondes étaient qualifiées de « sociétés importantes ».

L'évolution récente dans le choix des différents types de sociétés ne permet plus de retenir un tel critère pour les raisons suivantes :

- il existe des SARL très importantes ayant conservé une structure familiale ;
- de toutes petites sociétés anonymes ont été créées pour l'exploitation d'un fonds de commerce dit « de quartier » en vue de faire bénéficier le dirigeant et principal associé des avantages sociaux et fiscaux attachés à la qualité de salarié ;
- des sociétés en nom collectif sont constituées par les grands groupes cotés en bourse afin de permettre la « remontée » au niveau du groupe des déficits d'exploitation ;
- le patrimoine immobilier des grandes sociétés est le plus souvent la propriété de sociétés civiles immobilières de gestion.

**1013** Certains **facteurs juridiques** sont liés aux clauses stipulées dans les **statuts** de la société. Ce sont notamment les suivantes :

- clauses restreignant les possibilités de cession de titres, plus particulièrement au niveau des sociétés anonymes ;
- clauses statutaires permettant la détermination du prix de cession. Elles ne concernent le plus souvent que les cessions entre associés. Elles ne s'imposent à l'administration que pour autant qu'elles permettent une approche réelle de la valeur vénale ;
- clauses relatives aux conditions de quorum dans les assemblées générales ordinaires et extraordinaires.

Ces clauses, qui varient selon les différents types de sociétés, constituent une référence primordiale permettant de déterminer la valeur vénale des titres transmis en fonction des notions de :

- participation minoritaire ;
- minorité de blocage au niveau des assemblées générales extraordinaires appelées à prendre les décisions sur l'avenir de la société ;
- participation majoritaire.

## **Facteurs économiques**

**1014** La détermination de la valeur vénale des titres non cotés doit être effectuée :

- dans un **contexte économique général** : ainsi, par exemple, dans une période de forte inflation et de marasme économique, les titres des sociétés constituant des valeurs refuges (parts ou actions de sociétés à vocation immobilière, ou parts de sociétés foncières) seront plus recherchés que des titres de sociétés à vocation industrielle ou commerciale ;

- dans un **contexte économique lié à la branche d'activité** : secteur de pointe en plein développement ou secteur concurrencé par les productions des pays en voie de développement ;
- dans un **secteur économique particulier à la région** : activités de distribution dans les pays en voie de dépeuplement, à population dont la moyenne d'âge est élevée et activités de distribution dans les quartiers à fort développement ;
- mais aussi dans le **contexte propre à l'entreprise** considérée : une entreprise appartenant à une activité économique en déclin peut avoir trouvé un créneau de production ou de distribution particulièrement rentable.

Ces facteurs juridiques et économiques, dont l'énumération ci-dessus est loin d'être exhaustive, concourent directement à la détermination de la valeur vénale des titres de sociétés non cotées.

### 3. Notion de valeur vénale des titres non cotés

**1020** De même qu'il n'existe pas de définition unanimement admise de la valeur vénale d'un terrain, d'un immeuble ou d'un fonds de commerce, il n'existe aucune définition de la valeur vénale d'une société.

La **jurisprudence** qui a contribué à donner une définition de la valeur vénale des titres non cotés est née à l'occasion des litiges ayant opposé l'administration fiscale aux contribuables à la suite de l'institution, en 1945, d'un impôt de solidarité nationale, premier impôt sur le capital assorti, par ailleurs, d'un impôt sur l'enrichissement.

L'**administration de l'Enregistrement** se forgea, à cette occasion, une doctrine assez sommaire et assez rigide, essentiellement basée sur la **valeur mathématique** du titre, c'est-à-dire la valeur tirée de l'examen du dernier bilan après réévaluation éventuelle des divers postes d'actif et déduction des dettes sociales, valeur qu'elle assortissait cependant d'un abattement variant de 10 à 30 %, selon les cas, pour tenir compte de la faiblesse du rendement ou de l'étroitesse du marché.

**1021** Le **Conseil constitutionnel** a été amené à préciser, à l'occasion de la promulgation des lois de nationalisation des entreprises du secteur privé de 1982, puis des mesures de privatisation qui ont suivi en 1986, la portée de l'article 17 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen de 1789, selon lequel la privation du droit de propriété pour cause de nécessité publique requiert une juste et préalable indemnité.

Dans ses décisions du 11 février 1982 (Cons. const. 11 février 1982 n° 82-139 DC) et des 26 juin et 18 septembre 1986 (Cons. const. 26 juin 1986 n° 86-207 DC ; Cons. const. 18 septembre 1986 n° 86-217 DC), le Conseil constitutionnel pose en principe que les règles d'évaluation des entreprises et la détermination des prix d'offre,

qui ne peuvent être inférieurs à la valeur vénale réelle, doivent être établies à partir de **méthodes objectives** couramment pratiquées en matière de cession totale ou partielle d'actifs de société, en tenant compte, selon une **pondération appropriée** à chaque cas, de la valeur boursière des titres, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de l'existence de filiales et des perspectives d'avenir.

Il précise dans sa décision de 1986 que le prix d'acquisition d'un ensemble d'actions donnant à un groupe d'acquéreurs le contrôle de la société doit être fixé en tenant compte de cet avantage spécifique.

Ces grands principes ont été repris dans certaines dispositions de la loi 96-597 du 2 juillet 1996, dite de modernisation des activités financières, instituant notamment le Conseil des marchés financiers (art. 5-1-9 du règlement général relatif aux offres publiques d'échange), et du Code monétaire et financier (C. mon. fin. art. L 433-4 relatif aux offres publiques de retrait).

**1022** Selon le **Conseil d'Etat**, le critère principal d'évaluation qui doit être privilégié sur tous les autres est celui du prix auquel ont été conclues d'autres transactions portant sur les titres de la même société, effectuées dans un délai raisonnable (dans une espèce, CE 14 juin 1978 n° 9403, 7<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> s.-s. : RJF 7-8/78, le délai atteint quand même vingt-deux mois), et se présentant dans des conditions équivalentes (CE 25 juin 1975 n° 92185 et 92186, 8<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> s.-s. : RJF 9/75 n° 399 ; 19 novembre 1975 n° 92041, 8<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> s.-s. : RJF 1/76 n° 21 ; 14 juin 1978 précité n° 9403 : RJF 7-8/78 n° 316 ; 6 juin 1984 n° 35415 et 36733, 8<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> s.-s. : RJF n° 8-9/84 n° 940). Voir également sur cette question n° 1145.

A défaut de transaction équivalente, l'appréciation de la valeur vénale des titres est effectuée suivant des méthodes d'évaluation qui permettent 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 (CE 26 mai 1982 n° 29053, 7<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> s.-s. : RJF 7/82 636 ; 29 décembre 1999 n° 171859, 8<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> s.-s., Robardey : RJF 2/00 n° 153 ; CAA Paris 13 février 2001 n° 97-1308, 2<sup>e</sup> ch. B, Laurent : RJF 10/01 n° 1192).

Le juge examine la pertinence des éléments d'appréciation qui lui sont soumis, et admet que l'administration fiscale fonde son évaluation sur la **valeur mathématique** reconstituant l'actif et le passif réels, sous réserve qu'elle ne corresponde pas à un taux de capitalisation manifestement excessif en regard de la situation de l'entreprise et de ses perspectives (CE 21 novembre 1979 n° 7512, 7<sup>e</sup> et 9<sup>e</sup> s.-s. : RJF n° 1/80 n° 29). Il exclut toutefois le recours à la valeur purement comptable (voir n° 1040) en « considérant que cette estimation correspond à la valeur mathématique des actions de la société, telle qu'elle ressortait des bilans établis par cette société, et par conséquent, ne prend en compte ni les plus-values latentes, ni la valeur du fonds de commerce » (CE 28 novembre 1979 n° 10150, 7<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> s.-s. : RJF 2/80 n° 135).

De même, l'estimation de la **valeur de rendement** à partir d'un taux de capitalisation normal peut être retenue, ainsi que la méthode de la marge brute d'autofinancement ou du « cash-flow » net, corrigée ou non d'un

« goodwill » à la hausse, ou d'un « badwill » à la baisse (CAA Paris 3<sup>e</sup> ch. 23 janvier 1990 n° 89-342, Solobail : RJF 5/90 n° 543 ; CE 29 juin 2001 n° 212347 et 212375). La **combinaison de ces différentes méthodes**, pouvant faire l'objet le cas échéant de la même pondération, reste selon la Haute Juridiction le meilleur moyen d'approcher la valeur vénale réelle.

**1023** Les litiges relatifs à l'évaluation des titres non cotés ont également fait l'objet d'une jurisprudence assez fournie de la **Cour de cassation** qui, dans des arrêts rendus de 1952 à 1956 en matière d'impôt de solidarité nationale, a posé le principe général selon lequel « 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 ».

Les arrêts les plus caractéristiques ont été publiés par l'administration fiscale en 1954 (BOE n° 6695).

Cette jurisprudence a été confirmée par la suite (notamment : Cass. com. 19 décembre 1989 n° 1594 D, Condemine : RJF 3/90 n° 357 et Cass. com. 7 décembre 1993 n° 1950 P, Delloye : RJF 3/94 n° 356).

**1024** L'analyse des arrêts de la Haute Cour permet de dégager les **grands principes** retenus par la Haute Juridiction pour parvenir à la détermination de la valeur vénale des titres non cotés.

1) Selon une jurisprudence récente, la **comparaison avec des cessions antérieures** proches du fait générateur de l'évaluation, intervenues dans un marché réel, de titres de la même société écarte toute autre méthode d'évaluation.

Il doit en effet être **tenu compte du prix des transactions** intervenues, dans des conditions analogues, sur des titres à une date récente (Cass. com. 2 décembre 1997 n° 2382 D, Petitjean : RJF 4/98 n° 488 ; en l'espèce, une vente de titres était intervenue trois jours avant la date de la cession en cause). La Cour rappelle toutefois que des éléments de comparaison ne peuvent être exigés pour apprécier la spécificité d'une exploitation sociale (Cass. com. 16 décembre 1997 n° 2546 P, DGI c/ Gilles : RJF 4/98 n° 502).

Dans une instance relative à une donation précédée d'une vente intervenue moins de trois mois auparavant, la cour d'appel de Nancy (CA Nancy 2<sup>e</sup> ch. civ., 5 février 2008, n° 05-2889, SA Saazor) avait décidé que la valeur des droits transmis à titre gratuit pouvait être déterminée en fonction du prix de vente, celui-ci établissant une valeur des titres par le jeu de l'offre et de la demande, dans un marché réel (Ind. Enr. n° 19262) ; la Cour de cassation a validé cette décision en précisant que, dès lors que la cession en cause était intervenue dans des circonstances qui écartaient toute convenance entre les parties, elle constituait un élément de comparaison suffisant pour déterminer la valeur des titres, sans qu'il soit nécessaire de recourir à d'autres méthodes d'évaluation (Cass. com. 7 juillet 2009, n° 08-14855 F-D, SA Saazor, Ind. Enr. n° 19526).

2) Le seul **recours à la valeur mathématique**, « fût-elle tirée des écritures sociales et affectée d'un abattement, dont, à défaut de justifications, le montant paraît arbitrairement fixé » doit être proscrit (en ce sens notamment : Cass. com. 9 octobre 1985, Mordoh : Ind. Enr. n° 14548 ; Cass. com. 28 janvier 1992 n° 140 P, Obadia : RJF 4/92 n° 568). Dans le même sens, où la Cour de cassation énonce la nécessité de recourir à une pluralité de méthodes pour motiver suffisamment le bien-fondé d'une évaluation : Cass. com. 4 octobre 2011, n° 10-18.601, société AWF.

De même, l'évaluation de titres d'une **société ayant pour objet la gestion d'un patrimoine foncier** doit tenir compte de l'activité exercée en raison des conséquences que celle-ci peut avoir sur la valeur des droits sociaux et, par conséquent, ne peut se limiter à la seule valeur patrimoniale ou mathématique (Cass. com. 23 avril 2003 n° 639 F-D, Charlot : Ind. Enr. n° 18255).

En revanche, la cour d'appel de Paris a jugé (CA Paris 1<sup>e</sup> ch. B, 1<sup>er</sup> février 2008, n° 05-24036, Caprioglio), dans le cadre de l'évaluation des titres d'une société étrangère détenant des parts d'une société française à prépondérance immobilière, que, s'agissant pour cette dernière d'une **société civile immobilière ne disposant pas de revenus**, leur valeur devait être appréciée en prenant en considération la valeur mathématique ou patrimoniale, celle-ci résultant de la valeur vénale des immeubles, de la valeur d'autres biens éventuels, telles les participations dans d'autres sociétés, des liquidités et créances, sous déduction du passif exigible (emprunts bancaires, comptes courants d'associés) (Ind. Enr. n° 19329).

En définitive, l'évaluation d'un titre selon une seule méthode n'est admise que dans de très rares hypothèses, telles que la valorisation à la seule valeur mathématique d'une société holding dont l'objet serait limité à la détention et à la gestion plus rationnelle d'un patrimoine privé (en ce sens Cass. com. 1<sup>er</sup> février 1982, n° 105 Montrichard ; RJ n° 111, p. 8) ou d'une société holding qui ne percevrait aucun flux de revenus.

3) il y a donc lieu de **déterminer la valeur des titres en combinant la valeur mathématique avec d'autres valeurs** qui peuvent résulter, selon les cas évoqués dans les arrêts de la Cour de cassation :

a. Du **prix des transactions** intervenues à une date antérieure, dans des conditions analogues, sur des titres de la même société, sauf dans le cas où celui-ci pourra être retenu comme seule méthode d'évaluation par comparaison (cf. §1);

b. Du **rendement des titres** et de l'importance des bénéfices ;

c. De l'évaluation retenue à une **époque voisine du fait générateur** de l'impôt dans un acte passé entre parties ayant des intérêts opposés ;

d. De l'**activité** de la société, l'ampleur et le crédit de l'entreprise, la situation économique ; mais, sur ce dernier point, on ne peut faire appel à des considérations d'ordre général que si elles se trouvent justifiées par les circonstances propres à chaque affaire.

**1025** Les principes dégagés par la jurisprudence analysée n° 1024 conservent toute leur valeur. Mais, compte tenu des progrès faits par l'analyse financière, il serait incongru de ne pas évoquer les **moyens modernes de détermination de la valeur vénale** des entreprises, moyens utilisés par les analystes financiers pour déterminer la valeur d'échange des titres dans le cadre d'une procédure de fusion ou la valeur d'introduction en bourse pour une société sollicitant son admission à la cote officielle.

Il est bon de signaler que les analystes contemporains ne renient pas les méthodes dites traditionnelles, mais se contentent essentiellement de déterminer la valeur des titres dans une perspective dynamique déjà évoquée par un arrêt de la Cour de cassation du 4 mars 1953 qui recommandait de rechercher les **perspectives d'avenir** de la société à l'époque du fait générateur. Cette jurisprudence a été confirmée dans un arrêt du 7 décembre 1993 n° 1950 (voir n° 1028). (Dans le même sens, notamment : CE 3 octobre 1984 n° 48928, 9<sup>e</sup> et 8<sup>e</sup> s.-s. : RJF 12/84 n° 1444 ; CE 25 juin 1986 n° 43592, 9<sup>e</sup> et 7<sup>e</sup> s.-s. : RJF 8-9/86 n° 753 ; CAA Paris 10 juillet 1990 n° 2243 : RJF 3/91 n° 253).

Il convient donc de faire l'analyse des différentes sortes de « valeurs » susceptibles d'être retenues afin d'en effectuer ensuite la synthèse pour parvenir à une « valeur vénale » des titres appréciée en fonction des impératifs juridiques et économiques qui ont été évoqués ci-dessus, tout en ayant présent à l'esprit que la valeur vénale des titres non cotés est essentiellement fonction de la valeur d'un potentiel économique, le plus souvent extrêmement composite, dont la valeur globale n'est pas toujours égale – en plus ou en moins – à la somme des valeurs de ses composants.

**1026** De façon générale, la grande majorité des experts s'accordent pour distinguer deux **grandes familles méthodologiques d'évaluation**, qui correspondent à deux visions différentes de l'entreprise sociétaire, et qui résultent de la double composante de la définition précitée de la société (n° 1012) :

- d'une part, la vision patrimoniale, qui se réfère à « la mise en commun de biens ou d'industrie », et qui aura tendance à privilégier le vendeur ;
- d'autre part, la vision fondée sur la rentabilité, que l'on peut relier au second volet de la définition, se référant à la finalité de la société, qui est de « partager le bénéfice ou de profiter de l'économie qui pourra en résulter » ; dans cette optique, plus proche des préoccupations de l'acquéreur, la valeur de l'entreprise sera essentiellement fonction de sa capacité à générer des profits dans l'avenir.

La **vision patrimoniale** a donné naissance aux notions de valeur mathématique, de valeur patrimoniale ou valeur d'actif net corrigé ; il s'agit d'une conception statique tournée vers le passé de l'entreprise.

L'**optique de rentabilité**, plus dynamique, tournée vers le futur, se porte sur les prévisions de résultats à venir et fait appel aux notions de valeur de rendement, de productivité, fondée sur la capitalisation d'un flux financier sur une période déterminée.

Entre ces deux familles méthodologiques, la **notion de goodwill** – dont la détermination retient deux composantes essentielles, l'actif net, d'une part, emprunté à la conception patrimoniale, et le bénéfice, d'autre part, emprunté à la conception fondée sur la rentabilité – constitue en théorie une méthode intermédiaire, d'arbitrage entre ces deux optiques – acheteur, vendeur –, mais ne peut trouver une application systématique.

Enfin, les **méthodes de comparaisons boursières** permettent d'établir un lien avec la réalité d'un marché véritable et de conforter une évaluation théorique ; elles restent cependant d'une application délicate et nécessitent la réunion d'un ensemble important de données tirées de l'étude du marché boursier.

Dans la réalité, l'évaluateur doit s'attacher à retenir les méthodes les mieux adaptées au cas rencontré, au terme d'un **diagnostic** économique, financier et comptable de l'entreprise. Cette démarche doit aboutir à la détermination d'une fourchette de valeurs cohérentes, éventuellement confortée par des méthodes comparatives. La combinaison des différentes valeurs obtenues doit permettre de fixer une valeur vénale tenant compte de tous les éléments d'appréciation susceptibles de l'affecter.

**1027** En 1982, l'administration fiscale avait publié un **guide de l'évaluation** pour apporter une aide à ses services et aux contribuables en matière de valorisation des biens et droits mobiliers et immobiliers, des fonds de commerce et des ensembles industriels.

S'agissant plus spécialement des **sociétés non cotées** en bourse, l'administration fiscale préconisait d'utiliser essentiellement trois sortes de méthodes (valeur mathématique, valeur de rendement et valeur de comparaison) et d'en faire la synthèse pour dégager la valeur totale des titres de ces sociétés (Rép. Vasseur : AN 5 novembre 1990 p. 5135 n° 12409 ; Rép. Balligand : AN 28 janvier 1991 p. 299 n° 26720).

Une **nouvelle édition du guide de l'évaluation**, disponible sur le **site Internet [impots.gouv.fr](http://impots.gouv.fr)** depuis le 20 mars 2007, est venue actualiser ce guide en y apportant un certain nombre d'adaptations et une modernisation des méthodes. A la différence du guide papier de 1982 qui intéressait toutes les catégories de biens, cette nouvelle édition électronique concerne uniquement l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés. Elle a vocation à permettre à tout usager d'accéder aux principes et méthodes qui orientent l'administration fiscale, et ainsi d'améliorer les garanties offertes aux entreprises, notamment au travers de la procédure de « rescrit valeur », décrite supra n° 1002.

Le nouveau guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés aménage et complète la doctrine administrative antérieure en exposant et décrivant :

- la méthodologie et la démarche à suivre pour évaluer une entreprise ;
- le choix et la combinaison des méthodes à opérer.

Chacune de ces méthodes « administratives » sera examinée au regard de celles présentées dans le présent ouvrage.

A titre d'**illustration**, les méthodes que nous préconisons seront appliquées au cas fictif d'une entreprise industrielle de mécanique de précision travaillant en sous-traitance pour l'industrie aéronautique (société anonyme S).

**1028** Pour la détermination des différentes valeurs de l'entreprise à une date donnée, il n'est pas indispensable de retenir les éléments du dernier exercice clos avant cette date.

En effet, dans une instance où le rapport d'expertise avait pris en compte des **éléments postérieurs à la date d'ouverture de la succession**, concrétisés par l'exercice arrêté à une date postérieure au décès, la Cour de cassation a jugé que la valeur vénale des actions au moment du décès ne pouvait pas ne pas tenir compte des potentialités de l'entreprise, et que la prise en compte par l'expert de l'évolution de l'entreprise postérieure au décès n'était donc pas critiquable en soi (Cass. com. 7 décembre 1993 n° 1950 P : RJF 3/94 n° 356).

Bien entendu, cette faculté qu'accorde la jurisprudence ne peut s'appliquer qu'à un exercice clos peu de temps après la date d'évaluation. C'était le cas dans une instance où l'évaluation avait été faite par l'administration en procédant à une application combinée de la valeur mathématique et de la valeur de productivité, pour une partie des cessions de parts intervenues avant la clôture de l'exercice (CA Caen 1<sup>e</sup> ch., 3 janvier 2006 n° 04-1913, Ind. Enr. n° 18797). Un dépassement de quelques mois semble raisonnable, à défaut d'un bilan provisoire arrêté à la date d'évaluation, rarement disponible dans les faits.

## B. Valeur mathématique

### 1. Distinction entre « valeur mathématique » et « valeur comptable »

#### *Valeur comptable*

**1040** La valeur comptable de l'entreprise correspond au montant de son actif net, tel qu'il résulte du dernier bilan déposé à la date du fait générateur.

Il peut être procédé de deux manières différentes pour parvenir au calcul de cet actif net :

- actif net = actif brut figurant à l'actif du bilan diminué des postes sans valeur de réalisation (frais d'établissement et pertes) et diminué des dettes envers les tiers ;
- actif net = capital + réserves + report à nouveau + bénéfice de l'exercice diminué éventuellement des postes sans valeur de réalisation énumérés ci-dessus (frais d'établissement et pertes).

**1041 Exemple** Ces principes vont être illustrés à partir d'un bilan fictif d'une **société anonyme S** arrêté au 31 décembre 2011, qui se présente schématiquement de la façon suivante (voir tableau ci-après) (par hypothèse, il s'agit – comme nous l'avons dit (n° 1027) – d'une entreprise industrielle de mécanique de précision travaillant en sous-traitance pour l'industrie aéronautique) :

Le capital de 1 000 000 € est divisé en 50 000 actions de 20 € chacune.

Le chiffre d'affaires hors taxes de l'exercice 2011 est de 9 000 000 €.

Celui de l'exercice 2010 était de 7 200 000 €.

Le bénéfice, après impôt sur les sociétés de l'exercice 2011, est de 440 000 €.

La détermination de la valeur nette comptable à partir de la première formule conduit aux résultats chiffrés suivants :

$(4\,208\,000 - 14\,000) - (160\,000 + 520\,000 + 1\,134\,000) = 2\,380\,000$  €.

L'application de la seconde formule conduit au même résultat d'une manière différente, soit :

$1\,000\,000 + 848\,000 + 26\,000 + 80\,000 + 440\,000 - 14\,000 = 2\,380\,000$  €.

La valeur nette comptable de chaque action ressort à :

$$\frac{2\,380\,000}{50\,000} = 47,60 \text{ €}.$$

#### BILAN DE LA SOCIÉTÉ S

ACTIF				PASSIF	
Postes	Valeur brute	Amortissements	Valeur nette	Postes	Montant
Frais de 1 <sup>er</sup> établissement	21 000	7 000	14 000	Capital (50 000 actions de 20 €)	1 000 000
Terrains	120 000		120 000	Réserves	848 000
Constructions	1 300 000	500 000	800 000	Report à nouveau	26 000
Matériel	1 700 000	1 220 000	480 000	Bénéfice après impôt	440 000
Mobilier	128 000	76 000	52 000	Provisions pour gros entretien ou grandes révisions	80 000
Agencements, installations	720 000	560 000	160 000	Provisions pour IS à payer	160 000
Stocks	700 000		700 000	Dettes à long terme	520 000
Autres valeurs réalisables	1 882 000		1 882 000	Autre passif exigible	1 134 000
<b>Total</b>	<b>6 571 000</b>	<b>2 363 000</b>	<b>4 208 000</b>		<b>4 208 000</b>

### Valeur mathématique de l'entreprise

**1042** Elle s'obtient après correction de la valeur comptable, en substituant aux valeurs figurant au bilan – qui sont, sauf cas de réévaluation, les valeurs d'entrée dans l'actif social – les valeurs réelles de chacun des postes à la date du fait générateur de l'impôt. Lorsque cette date ne coïncide pas avec celle

du bilan, on retient, en principe, sous réserve de ce qui a été exposé supra n° 1025, le dernier bilan établi avant le fait générateur de l'impôt, en tenant compte des modifications substantielles intervenues entre ces deux dates.

D'une façon générale, la détermination de la valeur mathématique a pour but de **remédier aux distorsions du bilan** dues :

- à la dépréciation de la monnaie : la valeur des terrains et des immeubles ne correspond souvent plus à la valeur bilan ;
- à l'absence de comptabilisation de certains éléments incorporels (fonds de commerce, clientèle, etc.), qui s'attachent à l'entreprise commerciale ou industrielle.

## 2. Principaux réajustements à faire subir à la valeur comptable pour parvenir à la valeur mathématique

**1050** D'une manière générale, ces réajustements de valeur se feront, pour ce qui est spécialement des immeubles et fonds de commerce, en utilisant les méthodes d'évaluation décrites ci-dessus (n° 543 s. et 850 s.).

### Terrains

**1051** On a recours soit à l'évaluation directe en fonction des conditions du ou des marchés locaux, soit à l'évaluation par réajustement de valeurs d'acquisition lorsque ces dernières sont récentes.

**Exemple** Pour la **détermination de la valeur mathématique de la société S** (n° 1041), supposons que le terrain figurant au bilan pour une somme de 120 000 € ait une superficie de 30 000 m<sup>2</sup> et que 10 000 m<sup>2</sup> de constructions aient été édifiées sur ce terrain. La valeur moyenne actuelle du m<sup>2</sup> de terrain dans la zone industrielle où est implantée l'usine ressort à 40 € le m<sup>2</sup>. La valeur actualisée du terrain au 31 décembre 2011 ressort à :

40 × 30 000 = 1 200 000 € .....	1 200 000 €
Abattement à appliquer pour tenir compte de la partie construite (50 %), soit 20 × 10 000 = 200 000 € .....	– 200 000 €
Valeur réévaluée .....	1 000 000 €
Valeur au bilan .....	– 120 000 €
Plus-value latente sur terrain .....	880 000 €

### Constructions

**1052** Il convient d'utiliser les méthodes d'évaluation spécifiques aux **immeubles à usage industriel** en appliquant soit une méthode par com-

paraison (la plus utilisée par les experts, les tribunaux et l'administration fiscale), soit, en cas d'acquisition récente, par réajustement d'une valeur antérieure, soit par la méthode du coût de reconstruction.

**Valeur d'acquisition** (en cas d'investissements successifs sur plusieurs années) : on calcule la somme des investissements actualisés et corrigés du coefficient de vétusté (actualisation par indice Insee de la construction).

**Valeur de reconstruction** : la valeur à neuf (superficie bâtie × coût du m<sup>2</sup> neuf) est affectée d'un coefficient de vétusté.

$$\text{Coefficient de vétusté} = \frac{\text{durée de vie restante}}{\text{durée de vie totale (entre 25 et 30 ans)}}$$

**Exemple** En supposant que, dans la même zone industrielle, une usine d'une superficie comparable construite à la même époque (7 ans environ) ait été vendue sur la base d'un prix de 200 € le m<sup>2</sup> de SDPHO (terrain exclu), la valeur actualisée des constructions ressort à :

$$200 \times 10\,000 = \dots\dots\dots 2\,000\,000 \text{ €}$$

Cette valeur actualisée doit être comparée non seulement avec la valeur nette comptable du poste « Constructions » figurant au bilan, mais aussi avec celle du poste « Agencements ». En effet, la valeur selon la SDPHO tient compte de ces deux postes, qui ne sont scindés au bilan que pour des raisons de taux d'amortissement.

La valeur nette bilan est donc de :

$$800\,000 + 160\,000 = \dots\dots\dots 960\,000 \text{ €}$$

$$\text{Plus-value latente sur construction} \dots\dots\dots 1\,040\,000 \text{ €}$$

## Matériel

**1053** Généralement, les amortissements comptabilisés correspondent à la dépréciation qui peut résulter soit de l'usure, soit de l'obsolescence. Toutefois, il est des cas (amortissements exceptionnels, pratique de l'amortissement dégressif) où la valeur vénale peut être supérieure à la valeur comptable.

## Éléments incorporels

**1054** Au stade de l'évaluation des éléments incorporels, il est indispensable de faire la distinction entre les commerces de détail, d'une part, qui sont évalués le plus souvent à partir de la méthode dite des « barèmes » (voir n° 860 s.) et, d'autre part, les fonds de commerce de gros et les fonds industriels, évalués sur la base d'une à deux, voire trois années de bénéfices nets (méthode validée dans un arrêt de cassation : Cass. com. 14 décembre 2010, n° 10-10.139, SA Endinor).

Dans certains secteurs (**publicité**, par exemple), la pratique est de retenir une année de marge brute ; la référence à deux années d'excédent brut

d'exploitation (voir n° 1163) constitue parfois une première approche d'estimation du fonds industriel.

Lorsqu'on évalue un **fonds de commerce de détail** sur la base d'un pourcentage du chiffre d'affaires, il convient, pour la détermination de la plus-value latente, de faire la différence entre le chiffre obtenu par l'application du barème et la valeur nette comptable des immobilisations incorporelles, du matériel et des agencements.

**Exemple** Une société exploitant un fonds de commerce de café réalisant un chiffre d'affaires de 400 000 € (soit 300 recettes journalières) présente un bilan au 31-12-2011 où les valeurs nettes comptables de certains postes sont les suivantes :

– Matériel .....	60 000 €
– Agencements .....	50 000 €
– Éléments incorporels .....	40 000 €

L'application du barème pour l'évaluation du fonds (600 fois la recette journalière) donne approximativement une valeur de  $400\,000 \times 2 = 800\,000$  €.

La plus-value latente sera égale à :

$800\,000 - (60\,000 + 50\,000 + 40\,000) = 650\,000$  €

et non  $800\,000 - 40\,000 = 760\,000$  €.

**1055** En ce qui concerne les **fonds industriels** et les **fonds de commerce de gros**, l'évaluation sur la base du bénéfice ne tient compte ni du matériel ni des agencements.

Par ailleurs, dans le secteur industriel, un certain nombre d'éléments incorporels ont une valeur difficilement appréciable. Il en est ainsi des marques de fabrique, des brevets, du « know-how » (savoir-faire).

Compte tenu des difficultés d'évaluation des divers éléments incorporels, il est préférable de recourir, lorsque le cas s'y prête, à la méthode d'évaluation par le goodwill (ou survaleur), qui permet d'établir un lien entre la valeur mathématique et l'évaluation fondée sur la rentabilité (voir n° 1180 s.). Lorsqu'on ne fait pas appel à la notion de goodwill, il convient de ne pas omettre de procéder à la réévaluation ou à l'évaluation d'éléments incorporels spécifiques à chaque profession, dont l'énumération ci-après est loin d'être limitative, notamment : marques de fabrique, brevets, know-how, cartes de représentants, contrats d'exclusivité, licences de transports, contingents de mouture ou de distillation, etc.

### ***Biens acquis par contrat de crédit-bail (crédit-bail mobilier et immobilier)***

**1056** Bien qu'elles ne soient pas la propriété de l'entreprise, ce qui implique qu'elles ne soient pas inscrites à l'actif, on ne peut négliger les immobilisations financées par crédit-bail.

Une attention particulière doit être portée aux contrats dont le terme est proche.

Il est possible d'évaluer ces biens comme s'ils étaient en pleine propriété, et de prendre en contrepartie au passif le montant des annuités restant à payer, ainsi que le montant de l'option de rachat. Ces biens doivent subir l'amortissement qui aurait dû être pratiqué, et être estimés comme les autres biens de même nature.

Bien entendu, les différents montants sont à retenir pour leur valeur actuelle.

La plus-value acquise pourra ainsi être calculée par différence entre :

**1. La valeur du bien à une date déterminée :**

selon la formule :  $V(1 - a)^n$

où  $V$  est le montant de l'investissement initial,

$a$  le taux d'amortissement économique,

$n$  le nombre d'années d'utilisation du bien.

**2. La valeur actuelle des loyers et le montant de l'option restant à payer :**

selon la formule :  $\frac{L \times [1 - (1 + i)^{-(n'-n)}]}{i} + \frac{O}{(1 + i)^{n'-n}}$

où  $L$  est le montant du loyer annuel, supposé fixe,

$i$  le taux d'intérêt courant du marché,

$n'$  le nombre total d'années de durée du contrat de crédit-bail,

$n$  le nombre d'années écoulées à la date d'évaluation,

$O$  le montant de l'option de rachat au terme du bail.

**Exemple** Soit un contrat de crédit-bail prévoyant, pour un bien d'équipement d'une valeur initiale de 200 000 €, le paiement d'un loyer annuel de 27 000 € sur 10 ans, et une option d'achat pour 20 000 € en fin de contrat.

L'amortissement économique est retenu à 5 % l'an.

Le taux d'intérêt est de 6 %.

La plus-value acquise au bout de 7 années d'utilisation du bien sera évaluée à :

1. Valeur du bien au terme des 7 années (compte tenu de l'amortissement économique) :

$$200\,000 \times (1 - 0,05)^7 = 139\,666 \text{ €}$$

2. Valeur actuelle des sommes restant à payer :

$$27\,000 \times \left[ 1 - \frac{(1 + 0,06)^{-3}}{0,06} \right] + \frac{20\,000}{(1 + 0,06)^3}$$

$$= (27\,000 \times 2,673) + (20\,000 \times 0,8396)$$

$$= 72\,171 + 16\,792 = 88\,963 \text{ €}.$$

La plus-value acquise, sous réserve de la non-réévaluation du bien en fonction de la valeur vénale réelle, sera égale à :

$$139\,666 - 88\,963 = 50\,703 \text{ €}.$$

## Titres de participation et de placement

**1057** Le portefeuille-titres d'une société est susceptible de contenir des plus-values ou moins-values latentes importantes. Les règles fiscales permettent de constater les moins-values par voie de provisions pour dépréciation mais n'obligent pas à constater en profits les plus-values.

Il convient donc d'évaluer le portefeuille-titres selon les règles générales :

- valeur boursière à la date du fait générateur de l'impôt s'il s'agit de titres cotés en bourse ; l'évaluation se fait généralement sur la base du cours moyen du dernier mois précédant la date d'évaluation ;
- d'après les diverses méthodes exposées ici, lorsqu'il s'agit de titres non cotés (ce qui complique encore l'évaluation de la société en cause).

## Stocks et valeurs réalisables à court terme ou disponibles

**1058** Conformément à l'article 38-3 du CGI, les stocks sont évalués au **prix de revient** ou au **cours du jour**, si ce cours est inférieur au prix de revient. En cas d'évaluation au cours du jour, il convient de tenir compte de la provision pour dépréciation constituée par l'entreprise (provision égale à la différence entre le prix de revient et le cours du jour).

Les valeurs comptables de ces biens n'ont donc pas, en principe, à être modifiées.

Pendant, pour l'assiette des **droits de mutation** et de l'**impôt de solidarité sur la fortune**, l'**administration** exige que les stocks (autres que les stocks de vin et d'alcool) soient évalués à leur **valeur vénale réelle** (conformément au principe général d'évaluation des autres biens) et non au prix de revient comme en matière de bénéficiers industriels et commerciaux (BOI-ENR-DMTG-10-40-10-10 n° 80). L'administration, en retenant la valeur marchande (qui englobe la marge de commercialisation), raisonne à partir d'une hypothèse de vente isolée à un acquéreur quelconque. Or, dans la perspective de l'évaluation d'ensemble d'une entreprise, il paraît logique de retenir le prix qu'un acheteur de l'ensemble des éléments de l'entreprise est disposé à payer pour les stocks, c'est-à-dire en général leur prix de revient. En cas de litige, il appartiendra donc aux tribunaux de trancher le débat.

## Provisions pour pertes et charges

**1059** Au niveau de ce compte, il convient de distinguer soigneusement :

1. Les **pertes et charges certaines** dans leur principe, c'est-à-dire dont l'objet est nettement précisé et la survenance probable à la clôture de

l'exercice (provisions pour impôt, provisions pour congés payés, comptes de régularisation passif) ; ces provisions constituent un passif réel ;

2. Les **pertes et charges éventuelles** (provisions pour risques non déterminés ou non actualisés, provisions pour propre assureur) : ces provisions doivent être assimilées à des réserves, partie intégrante de l'actif net.

a. **Provisions pour dépréciation d'éléments d'actif non amortissables** (fonds de commerce, portefeuille-titres, etc.) : il n'y a pas lieu d'en tenir compte dès lors que les écarts de valeur affectant ces éléments ont été pris en considération à l'occasion de la réévaluation des postes d'actif dans les conditions indiquées ci-dessus.

b. **Provisions réglementées** par les textes fiscaux telles que :

- provisions pour investissement ;
- provisions pour hausse des prix ;
- provisions autorisées spécialement pour certaines professions ;
- amortissements dérogatoires, qui excèdent les amortissements techniques normalement pratiqués, dans le cadre des amortissements dégressifs.

Ces provisions constituent en fait des réserves constituées en franchise d'impôt. Elles doivent, selon l'administration fiscale, être incluses dans le calcul de l'actif net, sous déduction du montant de l'impôt qu'elles n'ont pas supporté, mais qu'elles subiront lors de leur réintégration ultérieure aux bénéfices imposables.

## Subventions d'équipement

**1060** Si elles sont versées de façon définitive, à fonds perdus, elles constituent de véritables réserves.

Si elles doivent être remboursées sur résultats futurs, elles constituent un passif réel.

## Dettes à long terme et à court terme

**1061** La modification des évaluations comptables ne peut résulter en principe que d'une vérification de comptabilité par l'administration fiscale ou d'un contrôle interne (rapport d'audit).

## Charges de liquidation

**1062** La valeur mathématique doit être distinguée de la valeur liquidative de l'entreprise. La valeur mathématique porte en effet sur un potentiel économique en activité. Il n'y a donc pas lieu de tenir compte des charges éventuelles de liquidation. De même, le passif réel ne doit pas être augmenté des **impositions latentes** sur les plus-values latentes de l'actif social. Il en irait autrement en revanche si la société dont les titres sont évalués se trouvait dans une situation telle que sa liquidation prochaine apparaîtrait avec une probabilité suffisante.

### 3. Calcul de la valeur mathématique des actions ou des parts sociales

**1070** Une fois déterminée la **valeur réelle de l'actif net social** en corrigeant la valeur nette comptable dans les conditions indiquées ci-dessus, il suffit de rapporter cette valeur au nombre de titres émis par la société pour dégager une valeur mathématique unitaire (VM).

**Exemple** Dans l'hypothèse envisagée de la **société S** (n° 1041), en supposant que seuls les postes « Terrains », « Constructions » et « Eléments incorporels » doivent faire l'objet d'une évaluation ou d'une réévaluation, on obtient une valeur mathématique en appliquant à la valeur comptable dégagée ci-dessus les majorations suivantes :

Valeur nette comptable .....	2 380 000 €
Plus-value latente sur terrain .....	880 000 €
Plus-value latente sur constructions .....	1 040 000 €
Evaluation du fonds (une fois et demie le bénéfice) .....	660 000 €
Valeur mathématique .....	4 960 000 €

Dans la mesure où toutes les actions confèrent les mêmes droits à leurs porteurs, la valeur unitaire s'obtient en divisant la valeur mathématique réévaluée de la société par le nombre de titres qui composent le capital. La valeur mathématique unitaire de chaque action de la société S ressort ainsi à :

$$4\,960\,000 \text{ €} / 50\,000 = 99,2 \text{ € arrondis à } 99 \text{ €}.$$

L'hypothèse où les droits des porteurs ne sont pas égaux sera examinée plus loin après avoir déterminé une valeur combinée (n° 1220).

**1071 Remarque** La méthode consistant à apprécier la valeur vénale d'un titre à partir de la seule valeur mathématique après avoir fait subir à cette dernière un abattement en pourcentage a été formellement écartée par un arrêt de la Cour de cassation rendu en matière d'impôt de solidarité nationale (voir n° 1024). Le **modèle patrimonial présente en effet certaines limites** :

a. Tout d'abord, la revalorisation des actifs d'une société, lorsqu'elle fait apparaître des plus-values latentes importantes, se traduit ipso facto pour l'acquéreur par une baisse de la rentabilité.

Pour un actif net de 200 € qui rapporte 20 €, la rentabilité est de 20/200, soit 10 %.

Ce même actif, réévalué à 300 €, réduit la rentabilité à 6,66 % (20/300) ;

b. Ensuite, ce modèle ne permet pas la distinction entre les biens nécessaires et les biens non nécessaires à l'exploitation ; or, l'acquéreur ne s'intéressera qu'à la valeur des **biens nécessaires à l'exploitation** en fonction de l'**utilité** que l'entreprise pourra en retenir ;

c. Enfin, dans le même ordre d'idées, dans l'hypothèse d'une **revente de certains actifs par l'acquéreur**, leur liquidation entraînera des prélèvements fiscaux (impôt sur les plus-values) qui réduiront d'autant le produit de la vente, et l'acquéreur n'aura pas récupéré la totalité de la valeur acquise (n° 1062).

C'est pourquoi la valeur mathématique doit être rapprochée de la **valeur de rendement** car, pour l'acquéreur, la rentabilité de l'entreprise constitue le critère essentiel de sa valeur.

Toutefois, l'importance de la valeur mathématique peut être prépondérante lorsque l'évaluation porte sur un fonds de commerce de détail qui, bien qu'exploité sous une forme sociale, recouvre en réalité une véritable entreprise individuelle (n° 1207). Il en va de même pour les sociétés immobilières (SCI, sociétés forestières, par exemple) en raison de la prépondérance immobilière des actifs (n° 1024, 1 et n° 1247).

## C. Valeur de rendement et valeur de productivité

**1090** Dans la majorité des cas, cette méthode doit être intégrée dans le processus de détermination de la valeur vénale d'un titre non coté, car le but même du contrat de société, dans sa définition de l'article 1832 du Code civil, est le partage des bénéfices qui pourront résulter de la formation du contrat.

Toutefois, ce partage peut être ordonné de deux façons totalement différentes selon que la société pratique une politique systématique de distribution de dividendes ou conserve en réserve ses bénéfices en recherchant le gain en capital qui est dans certains cas exonéré de l'impôt sur le revenu ou qui n'est imposable qu'à compter d'un certain seuil de ventes, alors que les distributions de dividendes sont taxables.

La valeur de rendement des titres d'une société, prise en son sens large, recouvre donc deux notions :

- celle de rendement proprement dit, calculé en capitalisant le bénéfice distribué ;
- celle de productivité, calculée en capitalisant le bénéfice disponible après paiement de l'impôt sur les sociétés.

**Remarque** La capitalisation revient à la somme actualisée d'une suite infinie du montant de référence (dividende ou bénéfice).

## 1. Valeur de rendement proprement dite

**1093** Elle s'obtient en capitalisant à un taux approprié le dividende net moyen mis en distribution par la société au cours des deux ou trois dernières années. Lorsque l'évaluation porte sur une société dont la croissance est très forte, la moyenne des trois années peut donner un résultat qui n'est pas significatif. Si des perspectives favorables sont prévisibles, seuls les résultats de la dernière année connue peuvent être pris en compte.

**Exemple** Si l'on suppose que l'assemblée générale ordinaire de la société S (n° 1041), appelée à statuer en juin 2012 sur l'affectation des résultats de l'exercice 2011, décide de mettre en distribution la somme de 200 000 €, le reste, soit 240 000 €, étant affecté à la réserve de prévoyance, c'est à partir de la somme de 200 000 € que l'on déterminera la valeur de rendement de cette entreprise.

Ce modèle de valorisation s'applique plus particulièrement aux **participations minoritaires**, l'acquéreur cherchant avant tout à encaisser des dividendes ou à réaliser une plus-value à plus ou moins long terme. Dans cette optique, la valeur du titre sera déterminée par la somme des dividendes futurs actualisés sur une période de capitalisation allant à l'infini ; aussi, en théorie, le taux de référence à employer serait soit le taux d'un placement sans risque, soit le taux d'intérêt à long terme.

L'évaluateur devra justifier le choix du taux retenu pour capitaliser le dividende en se substituant à l'investisseur qui est alors censé faire un arbitrage entre plusieurs placements. A cet effet, il pourra s'appuyer sur les informations statistiques, publiées notamment par l'Insee, en matière de taux de rendement et d'intérêt tirés des marchés monétaire et financier.

Ce **taux peut être modulé en fonction de critères économiques ou financiers** propres à chaque entreprise, et notamment :

- augmenté pour des entreprises à hauts risques ;
- diminué pour des entreprises dont une partie importante de l'actif constitue une valeur refuge (terrains, constructions...).

Bien entendu, l'évaluation d'une participation, même minoritaire, ne saurait se limiter à sa seule valeur de rendement. Comme on l'a vu précédemment (n° 1024), la Cour de cassation impose, sauf cas exceptionnels, de retenir une combinaison de valeurs (sur la combinaison des différentes méthodes d'évaluation, voir n° 1200 s.).

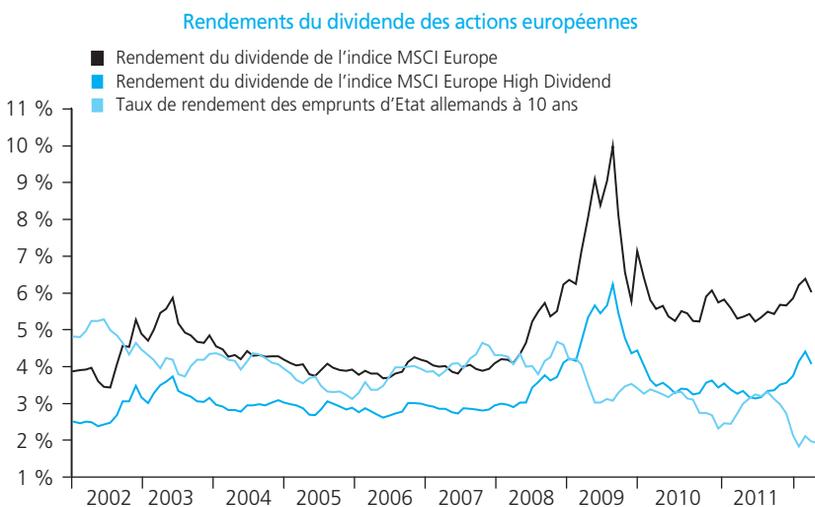
### ■ Comparaisons boursières

**1094** L'évaluateur peut être aussi amené à se référer aux ratios boursiers pour fonder une estimation par comparaison. A titre d'illustration, les

taux de rendement des actions cotées (avec crédit d'impôt) sont indiqués ci-après pour leur moyenne annuelle, suivant les statistiques de l'Insee (bourse, finance, tableau N. 02-5, source : Caisse des dépôts) dont la publication s'est arrêtée à l'année 2004. Le taux 2005 correspond au marché boursier du CAC 40.

Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Taux	1,50 %	1,67 %	2,28 %	2,79 %	3,05 %	2,63 %	3,02 %

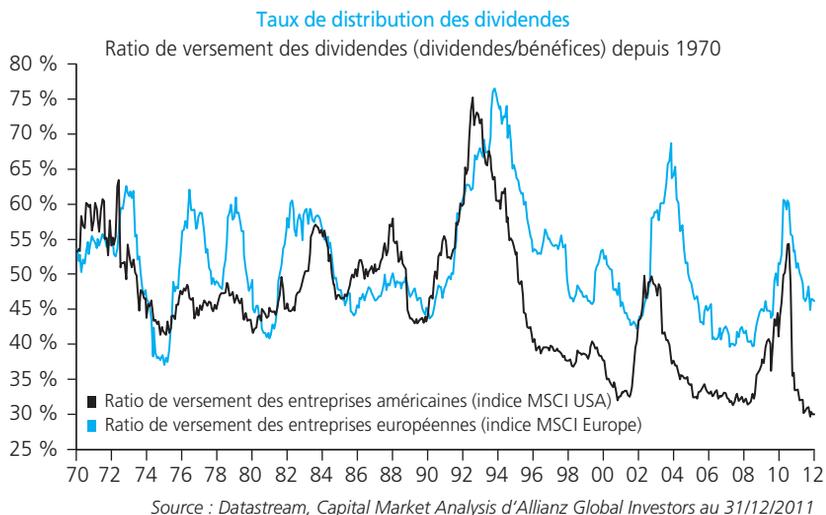
Pour la période plus récente, et toujours à titre d'illustration, on se référera au graphique ci-dessous qui montre une amélioration du rendement du dividende compte tenu de la correction du marché d'actions. Ce rendement atteignait 4,2 % en moyenne à fin décembre 2011 et près de 6 % pour le dividende moyen de l'indice MSCI Europe High Dividend qui regroupe les entreprises européennes versant les dividendes les plus élevés.



Source : Datastream ; Allianz Global Investors Capital Market Analysis, au 31/12/2011

Bien entendu, s'agissant d'évaluer des titres non cotés par référence à des valeurs cotées, l'absence de liquidité devra être prise en compte en majorant le taux de rendement d'un pourcentage de 25 % à 33 %. Toutefois, s'il s'agit d'évaluer un paquet majoritaire de titres non cotés, cette correction sera plus limitée, dans la mesure où l'on peut assimiler, toutes choses étant égales par ailleurs, la valeur d'un titre coté, correspondant à un titre minoritaire, à la valeur d'un titre non coté majoritaire, emportant pouvoir de décision, la décote d'absence de liquidité étant compensée par la prime de majorité. Il est précisé que le taux de distribution des

sociétés cotées (« pay out ») est en moyenne de l'ordre de 45 % suivant le graphique ci-après :



**Exemple** Le taux de distribution de la société S (n° 1041) pour 2011 ressort à plus de 45 % (200 000/440 000) ; la référence au taux du marché se révèle donc appropriée.

La société S étant une PME, la comparaison boursière n'est pas applicable. L'évaluation du titre peut être effectuée par référence à un taux de rendement exigé de l'investisseur par référence aux taux du marché monétaire ou financier. Nous proposons de retenir comme taux de référence le taux de rendement des obligations publiques à long terme, 3,16 % pour décembre 2011, considéré comme taux de base, qui sera majoré d'un « bêta » de 1,3 à 1,4 compte tenu du risque sectoriel, soit un taux compris entre 4,46 % et 4,56 % ; le taux de rendement est retenu à 4,5 %.

Ce taux appliqué à la situation de la société S conduit à la détermination d'une valeur de rendement (VR) égale à :

$$200\,000 \text{ €} \times 4,5\% = 4\,440\,000 \text{ €}$$

soit **88 €** par action.

A titre indicatif, le taux de rendement des obligations publiques à long terme s'élevait à 3,48 % en 2009 et 3,41 % en 2010.

En ce qui concerne le **choix du taux de capitalisation**, l'administration fiscale recommandait traditionnellement, pour les sociétés ayant un objet industriel ou commercial, un taux de 5 % sur la base du dividende net distribué, ou de 7,5 % sur la base du dividende brut, avoir fiscal inclus (Guide de l'évaluation de 1982). Dans son **nouveau guide** (voir n° 1027), elle indique que ces taux sont désormais inadapés dès lors qu'ils sont

déconnectés du marché boursier. Elle invite désormais l'évaluateur à se rapprocher, sous réserve de retraitement, du marché boursier :

- pour les **sociétés dont la taille est proche de celle des sociétés cotées**, et toutes choses étant égales par ailleurs (secteur d'activité, politique de distribution), le recours aux comparaisons boursières permettra de dégager un taux de rendement ajusté à l'entreprise, la valeur obtenue (dividende/taux) étant affectée d'une décote de l'ordre de 30 % pour absence de liquidité ;
- pour les **sociétés de moindre importance**, le guide prescrit de retenir le taux moyen de rendement des actions cotées, observé sur le marché boursier français, et de corriger le résultat obtenu de la même décote de 30 % environ ;
- pour les **petites sociétés**, le taux de base préconisé est de 3 %, taux moyen de rendement des actions cotées calculé sur une plus longue période (taux net de 2,8 % pour un taux de rendement brut de 4,12 % sur la période 1970 à 2000), avec décote de non-liquidité.

**A notre sens**, cette nouvelle méthode ne paraît pas plus pertinente que celle résultant de l'application de l'ancien taux net de 5 %, abandonné pour raison de décrochage du marché, puisque la nouvelle référence se fonde sur un marché du passé. En dehors des comparaisons boursières applicables aux sociétés de taille similaire aux sociétés cotées en bourse, la référence aux taux courants du marché nous semble mieux adaptée. Par ailleurs, le guide de l'administration prescrit l'application d'une décote pour non-liquidité à ce stade. Cette décote n'étant, bien entendu, applicable qu'une seule fois, il nous paraît plus pertinent de ne la pratiquer qu'au terme des différentes approches, après la combinaison des valorisations obtenues.

Le tableau ci-après fournit à titre indicatif le taux de rendement des actions cotées, selon le secteur d'activité (statistiques européennes).

### Taux de rendement net – Secteurs paneuropéens

Année	Auto-mobilité	Biotechnologies	Chimie	Défense	Institutions financières	Immobilier	Télécom	Utilities	Alimentaire	Pétrole & Gaz
1990	2,6 %	1,2 %	4,6 %	8,1 %	2,7 %	3,5 %	4,7 %	4,9 %	3,3 %	5,0 %
1991	3,7 %	0,9 %	5,0 %	7,5 %	3,8 %	4,8 %	4,8 %	5,3 %	3,4 %	5,1 %
1992	3,8 %	0,8 %	4,7 %	6,7 %	4,0 %	6,3 %	5,4 %	5,2 %	3,4 %	5,8 %
1993	1,9 %	0,7 %	3,8 %	5,0 %	3,9 %	4,8 %	4,0 %	4,4 %	3,3 %	4,2 %
1994	1,2 %	0,4 %	3,2 %	3,8 %	2,5 %	4,5 %	4,1 %	4,3 %	3,6 %	3,9 %
1995	1,5 %	0,4 %	3,6 %	0,5 %	3,1 %	4,9 %	4,3 %	4,3 %	3,4 %	4,1 %
1996	2,2 %	0,2 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	5,0 %	4,3 %	4,3 %	3,2 %	3,7 %
1997	1,4 %	0,2 %	2,8 %	3,7 %	2,9 %	3,9 %	2,8 %	3,6 %	2,8 %	3,0 %
1998	1,3 %	0,1 %	2,3 %	2,7 %	2,3 %	3,6 %	2,3 %	3,1 %	2,0 %	2,9 %
1999	1,0 %	0,1 %	2,7 %	2,8 %	2,2 %	3,0 %	1,7 %	3,1 %	2,6 %	2,6 %
2000	3,0 %	0,0 %	3,1 %	2,3 %	2,1 %	3,7 %	1,3 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %

Année	Auto- mobile	Biotechno- logies	Chimie	Défense	Institutions financières	Immobilier	Télécom	Utilities	Alimentaire	Pétrole & Gaz
2001	2,9 %	0,0 %	3,2 %	2,3 %	2,2 %	3,6 %	2,3 %	3,4 %	2,4 %	2,8 %
2002	2,2 %	0,0 %	3,4 %	2,6 %	3,1 %	4,0 %	3,3 %	4,4 %	2,8 %	3,4 %
2003	3,6 %	0,2 %	3,9 %	4,9 %	4,1 %	4,3 %	2,1 %	4,3 %	3,5 %	4,2 %
2004	2,9 %	0,1 %	3,2 %	3,4 %	3,3 %	4,2 %	2,5 %	4,0 %	2,8 %	3,5 %
2005	2,9 %	0,1 %	2,7 %	2,7 %	3,0 %	3,1 %	3,6 %	3,5 %	2,7 %	3,1 %
2006	2,7 %	0,3 %	2,7 %	2,6 %	2,8 %	2,4 %	4,9 %	3,2 %	2,6 %	3,3 %
2007	1,9 %	0,2 %	2,0 %	2,3 %	2,7 %	2,3 %	4,6 %	2,9 %	2,3 %	3,2 %
2008	3,4 %	0,5 %	2,8 %	2,6 %	3,6 %	4,2 %	6,1 %	3,5 %	3,2 %	3,4 %

Source : Datastream

Pour les **sociétés importantes**, l'évaluateur pourra utilement se référer à cette base de données.

**1095 Cas particulier de certaines entreprises à structure familiale** Pour ces entreprises, le rendement indirect peut résulter de l'**octroi de rémunérations très importantes aux associés** sous forme de salaires.

Dans les **toutes petites entreprises** exploitées sous la forme de société, mais **assimilables à des entreprises individuelles**, on pourrait considérer que c'est la totalité de la rémunération du ou des associés dirigeants qui doit être réintégrée pour apprécier la valeur du rendement. L'administration retient toutefois une solution moins radicale en n'intégrant à la valeur de rendement que l'éventuel supplément de rémunération alloué aux associés par comparaison avec les rémunérations des salariés non associés dans l'entreprise exerçant des fonctions de cadre supérieur (en ce sens, Guide de l'évaluation 2007 p. 47).

**Exemple** On suppose que, dans la société S (n° 1041), les fonctions de direction étaient assurées par le père et ses deux fils détenant, à eux trois, 95 % des actions et que chacun d'eux a perçu une rémunération de 100 000 € par an alors que le directeur commercial, non associé, perçoit une rémunération annuelle de 80 000 €. Il est vraisemblable que, dans cette situation, la société S aurait dégagé un bénéfice moins important et se serait abstenue en revanche de distribuer un dividende.

Dans ce cas-là, la valeur de rendement pourrait éventuellement être appréciée en capitalisant la « sur-rémunération » des trois associés dirigeants, soit :  $(100\,000 - 80\,000) \times 3 = 60\,000$  €.

**1096 Limites de la méthode de la valeur de rendement** Ce modèle de valorisation trouve sa principale limite dans le fait qu'il suppose une certaine constance de la politique adoptée par les dirigeants de la société en matière de distribution des dividendes.

Or, dans la majorité des cas, cette **politique de distribution** est fluctuante, d'abord en fonction des résultats réalisés, et surtout en période de développement de l'entreprise, quand celle-ci doit consacrer une part importante

de sa capacité bénéficiaire à son autofinancement au détriment des distributions.

C'est pourquoi, afin de surmonter les aléas de la « volatilité » des dividendes, il est fait appel au modèle qui retient comme base de la capitalisation, non plus le dividende, mais l'ensemble du résultat net d'impôt, qu'il soit distribué ou mis en réserve ; il s'agit de la valeur de productivité.

## 2. Valeur de productivité

**1100** Un grand nombre de sociétés, soit en raison de la structure de leur capital (caractère familial), soit en raison d'une politique commerciale ou industrielle hardie (valeurs dites de croissance), ne distribuent qu'un très faible dividende ou même s'abstiennent de procéder à des distributions en réservant tous les bénéfices pour l'autofinancement et le développement de la société.

Pour apprécier la valeur de ces sociétés, on ne fait donc plus appel à la notion de rendement exposée ci-dessus (le rendement étant nul, la valeur de rendement serait égale à zéro alors qu'il s'agit souvent de sociétés particulièrement dynamiques), mais à la notion de productivité. On obtient la valeur de productivité en capitalisant, non plus la somme affectée au paiement des dividendes, mais la **totalité du bénéfice disponible** après impôt sur les sociétés.

**1101** L'évaluateur doit alors centrer son étude sur l'analyse des résultats récurrents et apprécier les risques affectant la reproduction de ces résultats à moyen ou long terme.

a. La première démarche consistera à **déterminer la rentabilité courante**, en dehors des événements exceptionnels, en fonction des moyens actuels et dans les conditions normales d'exploitation. Cette recherche s'effectuera à partir de l'analyse des comptes de résultat.

Le guide de l'administration (voir n° 1027) précise à cet égard que le résultat net courant s'entend après déduction de la **participation des salariés au résultat** de l'entreprise.

Par ailleurs, pour la détermination de la valeur de productivité des **petites entreprises à structure familiale**, il convient d'ajouter éventuellement au bénéfice comptable le « supplément de rémunération » alloué aux associés dirigeants (n° 1095).

b. La seconde démarche aura pour objet de **fixer le taux de capitalisation**. Ce taux pourra être déterminé en deux temps :

1. Dans un premier temps, on sélectionnera un **taux de base**, appelé taux d'opportunité, ainsi défini comme étant le taux de rendement attendu par l'investisseur dans le cadre d'un arbitrage opéré par rapport à d'autres placements, comme on l'a vu précédemment.

Ce pourra être le taux de rendement à l'émission des obligations du secteur public ou privé, ou certains taux du marché monétaire, tels que le taux de base bancaire ou le taux des prêts à long terme, par exemple.

A titre indicatif, sont proposés ci-après les taux moyens de rendement des **emprunts d'Etat à long terme** pour les années 2004 à 2008, publiés par l'Insee sur son site internet ([www.insee.fr](http://www.insee.fr)). Cette publication étant arrêtée, nous publions pour les années 2008 à 2011 les taux moyens des OAT à 10 ans calculés à partir des moyennes mensuelles de ces taux publiés par la Banque de France (site internet : <http://www.banque-france.fr/economie-et-statistiques/changes-et-taux/les-taux-de-referance-des-bons-du-tresor-et-oat.html>).

Années	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Taux	4,15 %	3,46 %	3,86 %	4,35 %	4,24 %	3,65 %	3,11 %	3,32 %

La théorie de la valeur de productivité est fondée sur la reproduction du résultat dans l'avenir. L'incidence de l'**inflation** doit donc être intégrée dans les calculs d'actualisation et de capitalisation. En effet, l'inflation affecte non seulement les données de référence (en euros courants, c'est-à-dire en montants exprimés dans la monnaie d'une période), mais aussi les taux de référence (les taux de rendement prennent en compte une hypothèse d'inflation). C'est pourquoi, si les paramètres utilisés sont retenus pour un montant exprimé en euros constants, il convient, par souci de cohérence de la recherche d'une valeur actuelle, de retraiter le taux de base (taux de rendement à long terme) de l'incidence de l'inflation implicitement intégrée pour la période future.

Pour les données de référence, en particulier les résultats passés, il conviendra de neutraliser les effets de l'inflation :

- en cas d'inflation peu élevée, par la pratique de la **pondération**, en affectant le résultat du coefficient 1 pour l'année  $N - 2$ , du coefficient 2 pour l'année  $N - 1$ , et du coefficient 3 pour l'année  $N$  ;
- en cas d'inflation plus élevée, en retraitant les données des années précédentes du **taux de dépréciation monétaire**.

Pour les **taux de référence**, tel le taux de rendement des obligations du secteur public par exemple, on procédera à un retraitement global en utilisant le taux courant de dépréciation monétaire. En pratique, l'Insee calcule depuis 1996 l'**inflation sous-jacente** comprise dans l'évolution de l'indice des prix à la consommation (moyennes annuelles INSEE conjoncture). Ces taux sont de :

Années	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Taux	2,1 %	1,8 %	1,6 %	1,5 %	1,8 %	1,8 %	0,7 %	1,8 %

2. Dans un second temps, on ajoutera à ce taux de base un **différentiel**, calculé en pourcentage du taux de base, plus ou moins important selon le risque estimé pour l'activité de l'entreprise, soit de façon générale compte tenu des aléas inhérents à toute activité industrielle ou commerciale, soit de façon particulière en fonction des forces et des faiblesses de l'entreprise et de la situation de son secteur d'activité. Ce différentiel traduira

le niveau de rendement supplémentaire exigé par rapport au rendement minimal attendu. Cette phase de l'estimation est particulièrement délicate, en raison des difficultés à analyser et surtout à quantifier les différents risques et à en calculer l'incidence sur le taux de capitalisation. Le principe est que le taux de rémunération sera d'autant plus élevé que le risque de l'entreprise sera important.

En pratique, l'échelle de risque de secteur peut être classée en cinq classes, à chacune desquelles sera affecté un pourcentage de risque, majorant le taux de rémunération minimale :

Classe 1 : (ex. : immobilier locatif) :	secteur très faiblement risqué de 20 % à 35 %
Classe 2 : (ex. : distribution) :	secteur faiblement risqué de 35 % à 50 %
Classe 3 : (ex. : agroalimentaire) :	secteur à risque moyen de 50 % à 75 %
Classe 4 : (ex. : pétrole, BTP) :	secteur fortement risqué de 75 % à 90 %
Classe 5 : (ex. : automobile, matières premières) :	secteur très fortement risqué de 90 % à 100 %

La marge ainsi définie de façon indicative permettra d'intégrer le **risque interne de l'entreprise**, la fourchette haute venant sanctionner un risque interne élevé, tenant compte des faiblesses et points faibles, la fourchette basse s'appliquant à un risque interne faible, eu égard aux forces et points forts de l'entreprise à évaluer.

**1102 Remarque** Il existe un **mode de recoupement du taux de capitalisation** (que l'on aura établi) par comparaison avec les ratios tirés de l'analyse boursière des sociétés cotées.

En effet, la **méthode du PER** (« Price Earning Ratio »), très utilisée en matière boursière, permet de valoriser des entreprises pouvant se comparer à des sociétés cotées, notamment des sociétés de croissance, celles qui présentent des taux d'accroissement de leurs chiffres d'affaires et de leurs résultats de l'ordre de 15 % à 20 %.

Le PER se calcule (n° 1162) par le rapport cours/bénéfice qui constitue l'inverse du rapport bénéfice/cours, c'est-à-dire précisément le taux de capitalisation du bénéfice défini ci-dessus. Ainsi, à un PER de 12 correspond en principe un taux de  $1 / 12 = 8, 1/3 \%$  (0,0833).

Toutefois, le PER boursier du secteur de référence fait généralement l'objet, dans la pratique des évaluateurs, d'une décote de 20 à 30 % pour tenir compte de l'absence de liquidité des titres non cotés en bourse.

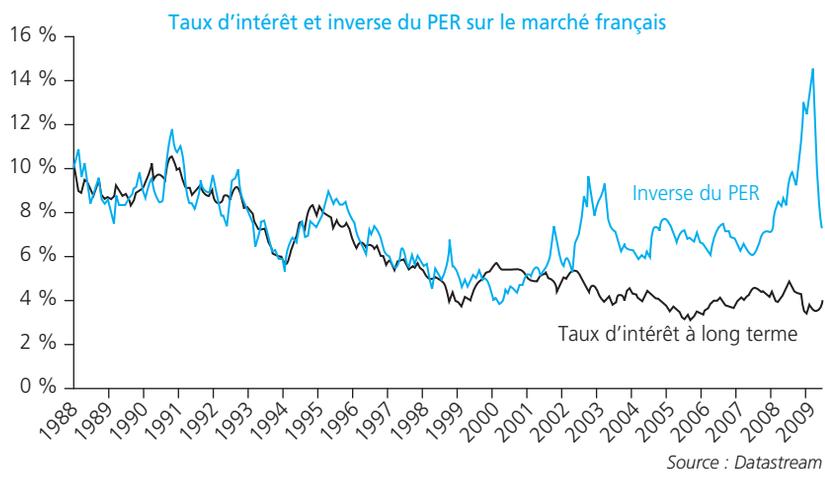
Pour reprendre le même exemple, à un PER de 12 correspondra un multiple compris entre 9,6 (décote de 20 %) et 8,4 (décote de 30 %). Parallèlement, le taux de capitalisation évoluera entre 10,41 % (1/9,6) et 11,90 % (1/8,4).

La consultation des publications spécialisées en matière de bourse et d'informations financières peut permettre de sélectionner un échantillon d'entreprises du même secteur d'activité, cotées en bourse, et présentant des caractéristiques proches de celles de l'entreprise à évaluer, au regard des critères suivants :

- structure financière, en particulier d'endettement ;

- taux de croissance ;
- politique de distribution ;
- taux de risque.

Le graphique ci-après reproduit l'évolution de l'inverse du PER en France sur les vingt dernières années.



**1103** De son côté, l'**administration fiscale**, dans son guide de l'évaluation de 2007 (n° 1027), dit retenir la pratique de la majorité des praticiens en préconisant le choix d'un taux déterminé :

- à partir d'un taux de base, taux de rendement sans risque, à savoir le **taux de rendement des obligations publiques** garanties par l'Etat, qui aura été préalablement « déflaté » ;
- majoré d'une **prime de risque**, égale au produit de la prime de risque constatée sur le marché français, affecté d'un **coefficient « bêta »**, variant selon le risque propre de l'entreprise et de son secteur :

1. la première est retenue à 5 %, observée sur une période de 100 ans,
2. le second est décliné de la façon suivante :
  - de 0,3 à 0,5 pour un risque faible : immobilier par exemple ;
  - de 0,5 à 0,8 pour un risque faible à moyen, par exemple secteurs de la distribution, des biens de consommation, des produits de base, des services financiers ;
  - de 0,8 à 1,1 pour un risque moyen à important, secteurs de l'alimentation, de l'énergie, de la construction, des sociétés d'investissement, ou autres services ;
  - de 1,1 à 1,5 pour un risque important, secteur de l'automobile, des biens d'équipement ;
  - de 2, maximum exceptionnel, pour certains secteurs des nouvelles technologies.

Cette pratique analytique proposée par le guide de l'administration, qui décline la majoration du taux de base en deux éléments, prime de risque associée à un bêta, s'applique plus à notre sens aux études du marché boursier. Elle introduit une marge d'incertitude supplémentaire par rapport à la méthode que nous préconisons.

– En effet, nous considérons en premier lieu que la prime de risque retenue à 5 % sur une période de 100 ans soulève la même réserve que celle formulée à propos du taux de rendement (n° 1094), à savoir que des références trop anciennes nuisent à la pertinence d'une valorisation actuelle.

Par ailleurs, selon une étude d'Associés en finance, cette prime de risque, qui mesure l'écart entre la rentabilité attendue par les actionnaires sur l'ensemble des actions cotées sur la place de Paris et le taux de l'argent sans risque, classiquement le taux des obligations d'Etat à 10 ans, a évolué de 1986 à 2000 entre 3 % et 5 %. Depuis peu, elle est aussi calculée au niveau des pays européens à un niveau compris entre 4 % et 4,5 %.

– En second lieu, le coefficient bêta maximum, tel qu'il apparaît dans les études sectorielles, devrait se limiter à 1,5 ou 1,6, et non à 2.

Le tableau ci-après montre les **écarts de taux** résultant de l'application des principes développés supra, selon les seuils de risque définis dans l'une et l'autre méthode. L'éventail des taux proposés par le guide de l'administration selon l'étendue du risque économique, de 5,85 % à 14,35 %, nous semble excessif ; il présente en outre pour les risques les plus élevés des écarts de taux nettement supérieurs, de 3,5 à 5,6 points, à ceux dégagés par notre méthode.

		Administration						
		Bêta	0,3	0,5	0,8	1,1	1,5	2
Taux de base	4,35 %	5 %	1,50 %	2,50 %	4,00 %	5,50 %	7,50 %	10,00 %
<b>Taux majoré du risque</b>			<b>5,85 %</b>	<b>6,85 %</b>	<b>8,35 %</b>	<b>9,85 %</b>	<b>11,85 %</b>	<b>14,35 %</b>
		Notre avis						
Taux de base	4,35 %		20 %	35 %	50 %	75 %	90 %	100 %
Majoration			0,87 %	1,52 %	2,17 %	3,26 %	3,91 %	4,35 %
<b>Taux majoré du risque</b>			<b>5,22 %</b>	<b>5,87 %</b>	<b>6,52 %</b>	<b>7,61 %</b>	<b>8,26 %</b>	<b>8,70 %</b>

**1104 Exemple** Dans le cas de la société S (n° 1041), on peut procéder au calcul suivant du taux de capitalisation du résultat net :

1. Choix du taux de base sans risque ou taux d'opportunité. Par exemple :  
taux de rendement des emprunts d'Etat 2011 : ..... 3,32 %

2. Choix du différentiel de risque :

– Risque très élevé (sous-traitance aéronautique), entreprise présentant des fragilités compte tenu de la concurrence internationale.

Dans ces conditions, un pourcentage compris dans la fourchette de 90 % à 100 % peut être retenu, par exemple 100 % :

$$3,32 \% \times 100 \% = \dots\dots\dots + 3,32 \%$$

$$\text{Taux de capitalisation : } 3,32 \% + 3,32 \% = \dots\dots\dots 6,64 \%$$

A partir de ce taux de capitalisation de 6,64 %, la valeur de productivité (VP) sera égale à

$$\frac{440\,000 \times 100}{6,64} = 6\,626\,506 \text{ €}$$

soit, par action, 132 €.

NB : Compte tenu de la faiblesse à la fois du taux de rendement et du taux de l'inflation, il ne paraît pas opportun de procéder au retraitement.

Un **autre calcul** peut être effectué de la façon suivante à partir du multiple.

1. Soit un multiple de 16 correspondant au taux sans risque du marché financier.

2. Evaluation du risque externe (ou risque de marché) à 0,8 (soit une probabilité de ne pas réaliser de bénéfice deux années sur dix) ;

Evaluation du risque interne (ou risque d'exploitation propre à l'entreprise) à 1 ;

On obtient un multiple final de :  $16 \times 0,8 \times 1 = 12,80$

auquel correspond un taux de capitalisation de :  $1/12,80 = 7,81 \%$  (à rapprocher du graphique « Inverse du PER » (n° 1102).

Cette méthode suppose toutefois une connaissance sectorielle suffisamment approfondie du marché pour justifier un multiple moyen de base et les pondérations à lui appliquer en fonction des données de l'entreprise.

**1105 Remarque** Dans le cas de la **société S**, la valeur de rendement est inférieure à la valeur de productivité. Cet état de fait est assez courant dans la pratique, la valeur de rendement étant généralement la valeur la plus faible, correspondant à la valeur minimale d'un paquet minoritaire de titres.

Cette valeur est tributaire de la politique de distribution des bénéfices. Celle-ci est plus généreuse dans les sociétés où les actions sont à peu près également réparties entre des groupes de porteurs ayant des intérêts contraires.

Il est beaucoup plus fréquent de rencontrer des sociétés qui ne distribuent qu'une faible fraction du bénéfice ; dans ce cas, la valeur de productivité est nettement supérieure à la valeur de rendement.

Dans cette dernière hypothèse, les paquets de titres minoritaires ont une valeur plus faible, à l'unité, que les paquets de titres emportant un pouvoir de décision dans l'entreprise.

**Exemple** Supposons qu'au lieu de décider la distribution de 200 000 €, l'assemblée générale de la Société S décide de ne distribuer que 100 000 €. La capitalisation à 4,5 % (voir n° 1094) donne une valeur de rendement proprement dite de 2 222 222 €, soit 44 € l'action, alors que la valeur de productivité reste fixée à 6 626 506 €, soit 132 € l'action.

L'évaluation de 10 % des actions de la société va privilégier le rendement immédiat, car le possesseur de ce paquet minoritaire ne peut influencer sur les décisions des assemblées, mais tiendra compte des plus-values potentielles qu'acquiert ces actions grâce aux mises en réserve. L'évaluateur sera donc amené à apprécier la valeur de rentabilité, au sens large, par une formule du genre :

$$\begin{aligned} V \text{ Rentabilité} &= [(3 \times VR) + VP]/4 \\ &= [(3 \times 44) + 132]/4 \\ &= 66 \text{ € l'action.} \end{aligned}$$

Au contraire, l'évaluation de 76 % des actions de la société, dont l'acquéreur potentiel deviendra maître du pouvoir de décision au sein des assemblées, y compris extraordinaires, va, dans la détermination de la valeur de rentabilité, privilégier la valeur de productivité en établissant celle-ci selon une formule inversée par rapport au premier cas, soit :

$$\begin{aligned} V \text{ Rentabilité} &= [(3 \times VP) + VR]/4 \\ &= [(3 \times 132) + 44]/4 \\ &= 110 \text{ € l'action.} \end{aligned}$$

### 3. Détermination de la valeur moyenne de rentabilité

**1110** Les deux méthodes brièvement exposées ci-dessus aboutissent en général à des résultats différents. Il est donc préconisé de **combiner** entre elles **ces différentes évaluations**. A noter que, pour l'appréciation tant de la valeur de rendement que de la valeur de productivité, on ne prend pas généralement les sommes distribuées ou les bénéfices dégagés au cours du dernier exercice. Il est de coutume de faire la **moyenne** à partir des distributions et **des bénéfices des deux** derniers exercices ou des trois derniers exercices, mais en utilisant, dans ce dernier cas, des correctifs monétaires en période de forte inflation (voir n° 1101).

La **combinaison des différentes méthodes** s'effectuera à partir des critères suivants :

- nature de l'activité (commerce de gros ou détail, industrie légère ou lourde...);
- importance du chiffre d'affaires ;
- répartition du capital entre les associés (détermination du pouvoir de décision, existence d'une minorité de blocage...).

**Exemple** Pour revenir au cas de la **société S** (n° 1041), qui procède chaque année à une distribution de dividende importante (proche de 50 % du bénéfice), il convient de tenir compte à la fois de la valeur de rendement et de la valeur de productivité, car la société distribue largement ses bénéfices en favorisant l'actionnaire. Il paraît donc raisonnable de déterminer une valeur de rentabilité qui pondère de façon égale les deux valeurs unitaires dégagées ci-dessus par une moyenne simple :

$$\frac{VP + VR}{2}$$

Soit une valeur moyenne de rentabilité de :  $(132 + 88)/2 = 110$  €

## 4. Valeur de rendement par actualisation de prévisions

**1115** Cette méthode diffère des précédentes par un certain nombre d'aspects, à savoir :

1) L'actualisation est basée sur des **prévisions** et non sur une valeur historique (ou une moyenne de valeurs historiques).

Il convient de remarquer que cette méthode va dans le sens de la jurisprudence de la Cour de cassation, qui avait recommandé, dès 1953, de tenir compte non seulement du présent et de l'évolution passée de l'entreprise, mais aussi des perspectives la concernant ;

2) Cette méthode peut très difficilement être utilisée par l'**administration**, car elle impliquerait, de la part de cette dernière, une ingérence dans la gestion de l'entreprise, mais elle peut toutefois être parfaitement opposée à une évaluation de l'administration basée sur d'autres méthodes ;

3) Dans le cadre de cette méthode, les prévisions sont établies pour deux horizons différents :

- prévisions sur les cinq années à venir pour lesquelles l'entreprise peut disposer d'informations utilisables,
- prévisions à partir de la sixième année.

**Exemple** En ce qui concerne la **société S** (n° 1041), un taux de croissance des dividendes de 5 % par an est prévu pour les cinq années à venir (soit  $g$  ce taux). Ce taux reviendra à 4 % pour les années postérieures car il est, par exemple, le taux de croissance à long terme du secteur (soit  $g'$  ce taux). La valeur de l'entreprise peut être appréciée comme la somme des dividendes à recevoir pendant les cinq ans à venir majorée d'une valeur résiduelle. Ces valeurs, qui sont des valeurs futures calculées d'après la croissance du dividende ( $g$  ou  $g'$ ), doivent être elles-mêmes actualisées, c'est-à-dire ramenées à des « valeurs 2011 » en fonction du taux de rentabilité attendu ( $k$ ) dont

la définition est donnée ci-dessous. La valeur de l'entreprise est donnée par la formule qui sera développée ci-après :

$$V = \frac{D_{2012}}{(1+k)} + \frac{D_{2013}}{(1+k)^2} + \frac{D_{2014}}{(1+k)^3} + \frac{D_{2015}}{(1+k)^4} + \frac{D_{2016}}{(1+k)^5} + \frac{VR}{(1+k)^5}$$

dans laquelle :

VR = valeur résiduelle au bout de 5 ans

D 2012 = dividende de l'année 2012 =  $(1+g)$  D 2011

$k$  = taux de rentabilité attendu estimé ici à 6,64 % sur la base des prévisions suivantes, soit 3,32 % en tant que taux de rendement sans risque (obligations d'Etat) + 3,32 % en tant que prime pour le risque associé à l'entreprise.

Ce « **taux de rentabilité attendu** » sera particulièrement élevé :

- en période de forte inflation car le taux des obligations d'Etat augmente ;
- dans les entreprises « à hauts risques » par suite de la croissance de la « prime de risque ».

Le calcul des dividendes actualisés des cinq premières années est le suivant :

Années	Dividendes	$1/(1+k)^n$	Dividendes actualisés
2011	200 000		
2012	210 000	0,9377344	196 924
2013	220 500	0,8793458	193 895
2014	231 525	0,8245928	190 914
2015	243 101	0,7732490	187 978
2016	255 256	0,7251022	185 087
		Total :	954 798 €

La valeur résiduelle (VR) nous est donnée par la formule générale :

$$VR = \frac{D_{2017}}{k - g'}$$

(Pour  $g'$ , voir ci-dessus l'hypothèse d'une croissance à long terme du secteur de 4 % au-delà des 5 ans)

$$\begin{aligned} D_{2017} &= D_{2016} \times 1,04 \\ &= 255\,256 \times 1,04 \\ &= 265\,466 \end{aligned}$$

D'où la valeur résiduelle en 2017 :

$$\begin{aligned} VR &= \frac{265\,466}{0,0664 - 0,04} \\ &= 10\,055\,530 \text{ €} \end{aligned}$$

Il reste à actualiser cette valeur en lui appliquant le coefficient de  $1/(1+k)^5$ , soit 0,7251022.

$$VR \times (1+k)^5 = 7\,291\,287 \text{ €}$$

La valeur globale par actualisation des dividendes futurs s'élève dans ces conditions à :

$$954\,798 + 7\,291\,287 = 8\,246\,085 \text{ €}$$

Soit **165 €** par action.

## 5. Méthode des cash-flows actualisés ou des flux de trésorerie actualisés

**1120** Cette méthode adopte la même optique que la méthode précédente. Elle se différencie des valorisations traditionnelles par la productivité et le rendement fondées sur les résultats passés en supposant que ces résultats seront récurrents, ce qui n'est pas certain. Par ailleurs, les méthodes de la valeur de rendement ou de productivité ne peuvent pas, par définition, s'appliquer à des entreprises déficitaires.

La méthode que nous exposons ci-après s'appuie sur des **prévisions des performances futures**, établies à partir de comptes de résultats simplifiés prévisionnels.

L'acquéreur se préoccupera, en effet, plus des bénéfices réalisables et de la rentabilité attendue ; il aura rentabilisé son investissement quand la somme des flux de trésorerie dégagés par l'entreprise sera égale au prix d'achat ; il commencera alors à gagner de l'argent.

Il convient, en outre, d'actualiser ces flux de trésorerie pour tenir compte du temps de récupération de l'investissement. La **pratique des établissements financiers** et des cabinets d'expertise privilégie de plus en plus l'utilisation de cette méthode des flux de trésorerie actualisés (DCF en abréviation anglo-saxonne pour « discounted cash flows ») selon laquelle la valeur d'une entreprise est égale à la valeur actualisée des flux de trésorerie qu'elle est censée dégager.

Pour **calculer ces flux**, l'évaluateur doit se livrer à un examen très complet de l'entreprise et de son environnement, en intégrant ses forces et ses faiblesses et disposer d'informations suffisantes pour établir et valider les comptes prévisionnels.

Le flux de trésorerie dégagé par l'exploitation est le flux financier dégagé :

- après financement de la croissance, en particulier des investissements, de l'augmentation des stocks ;
- avant les opérations financières, frais financiers, remboursement des anciens emprunts ou dividendes.

Il se calcule comme suit :

Résultat d'exploitation

– impôt sur les sociétés

+ dotation aux amortissements

+ dotation aux provisions (ne correspondant pas à des charges réelles)

= cash-flow brut (ou marge brute d'autofinancement : voir n° 1161)

– reprises éventuelles d'amortissement

– augmentation du besoin en fonds de roulement

– investissements (immobilisations corporelles et autres actifs)

= flux de trésorerie dégagé par l'exploitation ou cash-flow net.

On utilise également le terme « Dafic » (disponible après financement interne de la croissance). Le modèle s'applique sur une période des cinq à sept années à venir ; en effet, au-delà, les prévisions seraient de plus en plus aléatoires et perdraient en crédibilité.

Toutefois, au terme de la période de prévision, la société aura une certaine valeur, égale à la valeur actuelle du cash-flow après cette période ; ces flux de trésorerie ultérieurs seront supposés constants de la dernière année de la période de prévision à l'infini, ce qui reviendra à capitaliser le flux de la dernière année de la période au taux retenu et à actualiser la valeur résiduelle de l'entreprise ainsi déterminée.

Enfin, comme on l'a vu précédemment, le modèle n'intègre aucun des cash-flows liés aux financements, tels que frais financiers ou dividendes, ce qui évite de prévoir la politique de financement de l'entreprise.

En conséquence, il faut retirer de la valeur des flux de trésorerie actualisés le montant des dettes.

Sous forme d'équation, la valeur  $V$  de l'entreprise est définie selon la formule suivante :

$$V = \sum_n^t + \frac{F_t}{(1+k)^t} + \sum_1^n \frac{F_t}{(1+k)^n} - \text{Dettes}$$

où  $F_t$  = flux de trésorerie prévu pour la période de prévision  $t$  ;

$t$  = période de prévision (correspondant en principe à la période de récupération de l'investissement exigée de l'acquéreur) ;

$k$  = taux de rentabilité attendu (cf. taux de capitalisation retenu pour le résultat dans la méthode de la valeur de productivité) ;

$n$  tendant vers l'infini.

Ainsi, sur une période de cinq ans, la valeur de l'entreprise sera égale à :

$$V = \frac{F_1}{(1+k)} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \frac{F_3}{(1+k)^3} + \frac{F_4}{(1+k)^4} + \frac{F_5}{(1+k)^5} + \frac{VR}{(1+k)^5} - \text{Dettes}$$

**1121 Exemple d'application à la société S** En 2011, le chiffre d'affaires est de 9 000 000 €, le résultat d'exploitation de 720 000 €.

La période de prévision sera de cinq ans ; les comptes prévisionnels se fondent sur une progression du chiffre d'affaires de 5 % par an :

– le rapport  $\frac{\text{résultat d'exploitation}}{\text{CA}}$  sera supposé constant ;

– la dotation aux amortissements, de 400 000 € en 2011, doit augmenter de 20 000 € par an ; la dotation aux provisions, de 80 000 € en 2011, augmentera du même montant ;

- les besoins d'investissements seront évalués à 400 000 € par an ;
- l'augmentation du besoin en fonds de roulement sera estimée à 10 % de l'augmentation du chiffre d'affaires ;
- le taux d'actualisation sera retenu à 6,64 %, à savoir un taux d'opportunité de 3,32 % (taux de rendement sans risque : il s'agit du taux que l'acquéreur percevrait s'il plaçait son capital sous une autre forme : taux de base bancaire, taux des prêts directs à long terme, taux d'émission des obligations), majoré d'une prime de risque égale à 3,32 %. S'agissant d'un calcul en euros courants, l'incidence de l'inflation sur les taux de rendement n'est pas à retraiter. Le calcul des flux de trésorerie actualisés pour la période de prévision de 2011 à 2016 est le suivant :

Montant (en milliers d'euros)	Données 2011	Période de prévision				
		2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires (1)	9 000	9 450	9 922	10 418	10 940	11 486
Résultat d'exploitation	720	756	794	833	875	919
– Impôt sur les sociétés (2)	240	252	265	278	292	306
+ Dotation aux amortissements	400	420	440	460	480	500
+ Dotation aux provisions	80	100	120	140	160	180
– Augmentation du fonds de roulement		45	47	50	52	55
– Investissements		400	400	400	400	400
<b>= Flux de trésorerie</b>		579	642	705	771	838
× Coefficient d'actualisation (3)		0,93773440	0,8793458	0,8245928	0,7732490	0,7251022
<b>= Flux de trésorerie actualisé</b>		543	565	581	596	608
<b>Total des flux de trésorerie actualisés</b>				<b>2 893 k€</b>		

Valeur résiduelle	838	/ 6,64 % =	12620
Actualisée	à	0.7251022	9150
Valeur globale	2893 +	9150 =	12043 k€
Dettes			– 1 654 k€
Valeur nette	12043 –	1 654 =	10389 k€
<b>Valeur unitaire</b>			<b>207 €</b>

(1) Croissance prévisionnelle de 5 % par an.

(2) Taux d'IS à 33,1/3 %.

(3) Valeur de  $(1 + k)^{-n}$  ou valeur actuelle de 1 € payable dans n périodes au taux k.

En résumé :

A. Somme des valeurs actuelles des flux de trésorerie pendant la période de prévision : ..... 2 893 000 €

B. Valeur résiduelle actualisée du flux de trésorerie après la période de prévision :

$$VR = \frac{838\ 000 \times 100 \times 0,7251022}{6,64} \dots\dots\dots = 9\ 150\ 000\ \text{€}$$

C. Montant de la dette

(voir bilan de la société S au 31-12-2011) : ..... 1 654 000 €

Valeur de la société S = A + B – C = 10 389 000 €, soit 207 € par action.

**Remarque** La principale **difficulté** d'application de cette méthode, outre bien entendu la difficulté de prévision des résultats futurs, réside dans l'évaluation des besoins d'investissements, qui peuvent varier de façon importante et affecter dans la même proportion le flux de trésorerie. Cette méthode, fondée sur une projection dynamique de résultats futurs, aboutit logiquement à une valeur haute (207 €), si on la compare à la valeur de productivité (132 € unitaire), fondée sur la capitalisation statique du dernier résultat.

**1122** La variante de cette méthode, appelée « fonds d'amortissement ou de reconstitution » (tirée de l'expression anglo-saxonne « sinking fund ») part du raisonnement que le flux d'autofinancement dégagé par l'entreprise doit permettre à l'investisseur, dans la période qu'il s'est fixée, non seulement de reconstituer en fin de période le capital investi, mais aussi de le rémunérer normalement pendant toute la période.

Il est supposé que la **quote-part destinée à reconstituer le capital investi** est placée sur un compte bloqué rémunéré, d'où le nom de fonds d'amortissement ou de reconstitution.

Cette méthode permet d'évacuer la question de la valeur résiduelle ; elle introduit par ailleurs une distinction entre le taux de rendement destiné à reconstituer le capital investi et celui exigé pour la rémunération de l'investisseur.

La formule générale est :

$$V = k \times CF$$

$$\text{où } k = tr + \frac{1}{(1 + ti)^n - 1}$$

CF = cash-flow représentant la moyenne des cash-flows futurs actualisés de la période fixée ;

$n$  = période fixée par l'investisseur pour récupérer son capital ;

$tr$  = taux de rémunération exigé de l'investisseur pour le capital investi ;

$ti$  = taux d'intérêt auquel est placé le fonds d'amortissement (ou de reconstitution).

## D. Valeur de comparaison

**1140** On distinguera successivement trois sortes de valeurs de comparaison en ayant soin de bien en préciser les limites : cession ou transfert antérieur du titre en cause, les cours hors cote et les comparaisons boursières.