

Lettre trimestrielle n°15 – 1er trimestre 2016

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- News et événements du
T4 2015 et T1 2016,
save the date
Page 2
- Actualité (fusions
acquisitions, économie
mondiale, et
valorisation)
Page 5
- Evaluation d'entreprise,
contributions de la
recherche académique
en sciences de gestion
Page 9
- Une voie peu exploitée
en matière de
contentieux de
l'évaluation des
entreprises
Page 12
- Questions-réponses,
lettre ouverte aux
lecteurs
Page 16

Edito du Président,

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

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

La fin de l'année 2015 a été riche en termes d'implication des membres de l'association dans l'organisation de différentes conférences et dans la rédaction d'articles sur des thèmes très variés ayant trait à l'évaluation.

L'actualité récente, marquée par un retour en force de la volatilité, par une valorisation des cibles à des niveaux élevés, par un maintien des taux à des niveaux historiquement bas, par une conjoncture mondiale qui reste très compliquée, par une chute du prix des matières premières, par le développement de nouveaux secteurs (fintechs,...), et par l'introduction en bourse de start-ups à des niveaux de valorisation qui font frémir, montre que la démarche d'évaluation est loin d'être un long fleuve tranquille.

Nous avons profité de ce début d'année 2016 pour faire le point sur l'actualité : actualité en termes d'opérations de fusions acquisitions et de valorisation, actualité en termes de recherche académique.

Nous avons également essayé de répondre à 4 questions posées par les lecteurs qui nous semblaient intéressantes : le paradoxe apparent des entreprises endettées, le risque de perte de valeur comptable dans le cas d'acquisition par une holding, l'alternative à la prise en compte d'une prime de risques spécifiques, et la prise en compte des dettes dans le calcul du coût moyen pondéré du capital (wacc).

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

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

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail au sein de l'association.

News et évènements de l'association fin 2015 et 1er trimestre 2016

Etudes et enquêtes :

- Lancement de la 10^{ème} enquête prix-valeur, dont la synthèse sera publiée fin 2016,
- Publication de deux guides méthodologiques sur les tests de dépréciation disponible sur le site A3E
 - o Test de dépréciation d'actifs en normes IFRS ;
 - o Test de dépréciation de titres de participation ;
- Finalisation en cours de la mise à jour de l'enquête sur la mise en œuvre des tests de dépréciation par les entreprises du SBF 120.

Conférences :

- **2 octobre 2015 à Lyon et Grenoble** : mise à jour de l'étude sur les introductions en bourse par Cédric GOARANT et Franck SERRATRICE, en partenariat avec LPFT, Lyon Pôle Bourse,
- **3 novembre 2015** : 6^{ème} journée nationale de l'évaluation organisée par la CNCC en lien avec les avocats à la Maison de la Chimie à Paris, autour du thème des opérations de fusions, scissions et apports. Comme les années précédentes, l'association A3E est fortement impliquée dans l'organisation et l'animation de cette conférence : 4 membres d'A3E sont intervenus dans des ateliers : Olivier ARTHAUD, Julien HERENBERG, Olivier RAMOND et Christophe VELUT. La journée a connu comme les années précédentes un grand succès (480 participants).
- **25 novembre 2015** : table ronde organisée par la très dynamique association du Master ETE de Lyon 2 (AMETE) à L'université Lyon 2, quai Claude Bernard, sur le thème : « l'actualité très riche des IPO et opérations de M&A d'entreprises de croissance, en partenariat avec Euronext, A3E, Orfis Baker Tilly, Aforge Degroof, Lamy Associés et Axeleo.
- **9 décembre 2015** : A3E Ile de France a animé une table ronde dans le cadre du salon annuel Financium organisé par la DFCG autour du thème de la reconnaissance du capital immatériel. Merci à Julien HERENBERG et Caroline de MAREUIL VILLETTE d'A3E Ile de France, pour l'organisation de cet atelier. Caroline et Julien ont donné le point de vue de l'évaluateur et du CPI. Yves LAPIERRE, Directeur Général de l'INPI est venue apporté son témoignage sur l'importance grandissante de la reconnaissance et l'évaluation des immatériels. Christophe VELUT est également intervenu à la table ronde. Le support est disponible sur le site A3E.

News et évènements fin 2015 et 1er trimestre 2016 (suite)

Articles écrits ou co-écrits par des membres d'A3E :

« La reconnaissance du capital immatériel, un outil pour la croissance »

Revue Française de comptabilité, février 2016

Caroline de Mareuil-Villette, co-associée fondatrice de ICOSA, membre de A3E Ile de France, et Julien Herenberg, co-associé fondateur de OPSIONE GROUP, commissaire aux comptes, membre de la commission évaluation de la CNCC, secrétaire général de A3E Ile de France.

« Evaluation, le point de vue des praticiens »

Dossier du mois – RF Comptable – décembre 2015.

CNCC

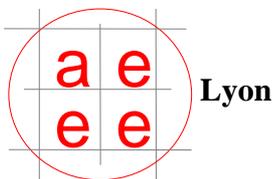
- Le concept de valeur d'une entreprise (a),
- Rachat par une société non cotée, missions du CAC et de l'expert indépendant,
- L'analyse stratégique et la méthode des DCF (b),
- Les méthodes patrimoniales (c),
- L'évaluation des management packages,
- Evaluer les engagements de retraite et avantages assimilés : les questions à se poser,
- L'approche de l'évaluation d'entreprise par l'administration fiscale (d).

(a) article co-écrit par Olivier ARTHAUD, commissaire aux comptes, vice-Président de la commission évaluation de la CNCC, membre de A3E.

(b) article co-écrit par Julien HERENBERG, associé co-fondateur de OPSIONE GROUP, commissaire aux comptes, membre de la commission évaluation de la CNCC, secrétaire général de A3E Ile de France.

(c) article co-écrit par Christophe VELUT, associé ORFIS BAKER TILLY, Président A3E et membre de la commission évaluation de la CNCC.

(d) article co-écrit par Thierry Saint-Bonnet, commissaire aux comptes, membre de la commission évaluation de la CNCC, expert judiciaire près la cour d'appel, membre d'A3E Ile de France.



News et évènements fin 2015 et 1er trimestre 2016 (suite)

Articles écrits ou co-écrits par des membres d'A3E (suite) :

« Le retour en grâce de la clause de sauvegarde générale de l'article 209 B »

Lexbase Hebdo édition fiscale n° 645 du 25 février 2016.

Olivier Ramond, Professeur des Universités, avocat au bureau de Paris, membre de A3E Ile de France.

« Valuation using industry multiples : how to choose the most relevant multiples »

Business Valuation review », winter 2015

Edouard Chastenet et Alain Marion, membres d'A3E et de la SFAF

Actualité en matière de fusions acquisitions

News extraites de différents journaux :

Une année 2015 en recul de 29% en valeur pour le marché français des fusions-acquisitions (164 Mds \$, contre 231 Mds \$ en 2014), alors que marché des transactions européennes et américaines ont augmenté respectivement de 11,7% et 48,1% en un an). Le recul en nombre d'opérations en France s'élève quant à lui à 10%. 32 opérations ont été réalisées avec un montant supérieur à 1 mds €, contre 22 en 2014. 2 transactions de plus de 10 mds € ont été réalisées en 2015, contre 1 en 2014 : fusion entre Lafarge et le groupe Suisse Holcim, qui a donné lieu au n°1 mondial des matériaux de constructions, et rachat de la branche énergie d'Alstom par General Electric.

Des tendances 2016 qui s'annoncent en revanche positives selon certains experts, du fait de nombreux éléments favorisant les opérations de croissance externe : nécessité de globalisation des marchés, course à la taille, recherche de gains de productivité / synergies / économies d'échelle, faiblesse des taux d'intérêts et trésorerie disponible importante, recherche d'optimisation fiscale.

D'autres experts sont plus prudents, et considèrent que les opérations de M&A seront plus complexes, compte tenu de la conjoncture mondiale, qui n'est pas favorable à la croissance, du ralentissement de la croissance des pays émergents, de l'impact sur les économies des taux bas, voire négatifs, et de la faiblesse des cours de certaines matières premières comme le pétrole, et des risques de change et de certains risques pays plus élevés.

Une progression des investissements chinois à l'étranger de 15% en 2015 (contre +14% en 2014), à 118 mds \$, contre des investissements étrangers en Chine qui progressent de 5,6% en 2015 à 126,3 mds \$.

Une baisse de 18% des investissements dans les énergies renouvelables en Europe, qui s'établissent à 60 mds \$, contre une augmentation de 4% au niveau mondial, à 329 Mds\$.

Retour d'une forte volatilité sur les marchés début 2016, qui a créé la surprise, après une relative stabilité depuis 2012 (perte de 15% en moins de 2 mois, contre un gain de 20% sur 4 mois en 2015). La volatilité a ainsi dépassé 30% ; ce niveau, tout en étant élevé, reste très inférieur à 2008 (près de 80%) ou 2011 (près de 50%).

Certains investisseurs optimistes considèrent qu'une volatilité comprise entre 20% et 40% est « normale », dans le contexte actuel compliqué (impact négatif du faible cours du pétrole sur certains pays, croissance mondiale atone, tensions sur le marché des changes, ralentissement de la croissance de la Chine et de certains pays émergents, etc.).

Actualité en matière de fusions acquisitions (suite) :

Les cibles dans le capital investissement sont valorisées à des niveaux élevés. La progression des prix à l'achat peut s'expliquer par différents facteurs : afflux de liquidités sur le marché du financement européen, des niveaux de valorisation en Europe, et notamment en France, qui restent très inférieurs à d'autres marchés comme les marchés américains et chinois, taux d'intérêts très bas, qui permettent aux acquéreurs de souscrire des emprunts plus importants, retour sur le marché de certaines sociétés affichant des niveaux de rentabilité élevés et des profils de croissance intéressants,...

Témoignage : « le marché du Private Equity »

Bertrand MANET, Associé-Gérant Degroof Petercam Finance:

L'année 2015 s'est traduite par une activité soutenue au niveau des levées de capitaux ou des opérations réalisées par les fonds de Private Equity.

Cette activité s'exprime au travers des levées de fonds, pour certaines record, telles que Bridepoint : 4 Mds €, PAI : 3,3 Mds € ou encore Quistone Partners : 2 Mds € dans le segment de l'Upper Mid Cap – Large Cap, mais aussi dans le segment du Small-Mid Cap avec des Fonds tels que Capzantine, MBO Partenaires ou encore Siparex.

Dans le même temps, on observe un rebond des opérations de capital développement, en particuliers dans des secteurs tels que les énergies vertes.

En revanche, sur le marché des sorties de sociétés sous LBO, on constate que plus de 60% de celles-ci ont pris la forme d'une cession à d'autres sponsors financiers au détriment des sorties industrielles.

Dans le même temps, les départements de financements structurés au sein des grandes banques commerciales ont été très actifs sur le financement des opérations à effet de levier avec des spreads observés au plus bas depuis de nombreuses années tels que 120 points de base pour une Senior amortissable ou encore 150 points de base pour une Senior B in fine.

On assiste par ailleurs à l'arrivée de financements désintermédiés (placements privés, unitranche, emprunt obligataire...) sur le segment du small-midcap avec des tickets de moins de 10 Millions d'€. Ces financements sont plus onéreux que des dettes classiques mais ils assurent une plus grande flexibilité au niveau des covenants et permettent ainsi aux entreprises bénéficiaires d'être plus agressives sur leur marché, en réalisant en particulier des opérations de build-up.

En conclusion, 2015 a été une année riche en opérations financières avec les fonds de Private Equity, mais reste un peu délaissée par les Industriels par rapport à des pays tels que l'Angleterre ou l'Allemagne.

Actualités économiques mondiales :

Focus sur la Chine :

Un ralentissement de la croissance chinoise depuis 2007, après près de 35 années de croissance à 2 chiffres : le taux de croissance en Chine se stabilise autour de 7% depuis 2012 (contre près de 15% en 2007). Ce taux de croissance reste toutefois supérieur de près de 4 pts à celui de la croissance mondiale, même si l'écart diminue légèrement. La Chine doit faire face à plusieurs enjeux : des surcapacités de production massives et des bulles, notamment dans l'immobilier, à la suite du plan de relance qui s'est traduit par des investissements massifs entre 2008 et 2012, un taux d'épargne élevé des ménages de près de 40%, des régimes de couverture sociale et de retraite insuffisants, un niveau de pollution élevé,...

Croissance du commerce international :

Selon la Banque Mondiale, les échanges commerciaux au niveau mondial ont augmenté en 2015 de 1,7%, contre 3% en 2014. Ce ralentissement est principalement lié au ralentissement économique dans certains pays émergents. Le FMI a révisé à la baisse de 0,5 point les prévisions d'échanges internationaux pour 2016 et 2017.

Croissance de l'économie mondiale :

La croissance de l'économie mondiale pour 2015 est estimée par le FMI à 3,1% en 2015, sensiblement inférieure aux prévisions, du fait de la conjugaison de plusieurs facteurs (atonie de la demande, ralentissement de la croissance des pays en développement,...).

La croissance de l'économie mondiale prévue pour 2016 et 2017 s'élève à 3,4% et 3,6%, elle a été révisée à la baisse de 0,2 pts par rapport aux prévisions d'octobre 2015 (dans la zone euro, la France est le seul des principaux pays que le FMI a revu à la baisse de 0,2 pts en 2016 et 0,1 pt en 2017).

En effet, la croissance mondiale future dépend de la gestion des transitions importantes de l'économie mondiale telles que :

- le ralentissement et le rééquilibrage de l'économie chinoise,
- la baisse des cours des produits de base et notamment du pétrole,
- les tensions dans différents pays émergents,
- ou encore un durcissement de la politique monétaire aux EU continent de peser sur les perspectives de croissance, qui seront selon le FMI plus progressives que prévues.

Les taux de croissance prévus intègrent pourtant une amélioration progressive de certains pays qui connaissent actuellement des difficultés économiques comme la Russie, le Brésil et certains pays producteurs de pétrole, et une stabilité de la croissance en valeur de la zone Afrique (croissance en volume compensée par la baisse des produits de base, et perturbée par la hausse des coûts d'emprunts sur certaines économies africaines significatives, comme l'Afrique du Sud, l'Angola ou le Nigéria,....

Espérons que le FMI aura raison et que cette croissance attendue ne sera pas perturbée par de nouveaux chocs financiers, politiques ou économiques.

Le tableau ci-dessous présente les principales évolutions du PIB déterminées par le FMI :

	2014	2015 E	2016 P	2017 P
Production mondiale	3,4%	3,1%	3,4%	3,6%
Etats-Unis	2,4%	2,5%	2,6%	2,6%
Zone euro	0,9%	1,5%	1,7%	1,7%
<i>Dont Allemagne</i>	1,6%	1,5%	1,7%	1,7%
Dont France	0,2%	1,1%	1,3%	1,5%
<i>Dont Espagne</i>	1,4%	3,2%	2,7%	2,3%
<i>Dont Italie</i>	-0,4%	0,8%	1,3%	1,2%
Royaume uni	2,9%	2,2%	2,2%	2,2%
Pays émergents et PEVD	4,6%	4%	4,3%	4,7%
<i>Dont Chine</i>	7,3%	6,9%	6,3%	6%
<i>Dont Inde</i>	7,3%	7,3%	7,5%	7,5%
<i>Dont Brésil</i>	0,1%	-3,8%	-3,5%	0%
<i>Dont Mexique</i>	2,3%	2,5%	2,6%	2,9%

E : estimation, P : projections

Source : FMI, janvier 2016

Le tableau ci-dessous présente pour information le taux d'inflation et le taux de chômage estimés pour 2015 par le FMI:

	Taux d'inflation	Taux de chômage
Etats-Unis	0,09%	5,3%
Allemagne	0,16%	4,7%
France	0,15%	10,2%
Espagne	-0,3%	21,8%
Italie	0,2%	12,2%
Royaume uni	0,06%	5,6%
Chine	1,5%	4,1%
Inde	5,4%	4,9%
Russie	15,8% (a)	6%
Brésil	8,8%	6,6%
Mexique	2,8%	4,3%

(a) ce taux paraît élevé. Le taux communiqué par d'autres bases de données est plus proche de 8,1%.

Evaluation d'entreprise, contribution de la recherche académique en sciences de gestion

Alain Marion, Professeur des Universités, Université Lyon III, IAE de Lyon, expert de justice près la Cour d'Appel de Lyon - Edouard Chastenet, Professeur Associé, Université Lyon III, IAE de Lyon, expert de justice près la Cour d'Appel de Lyon.

Cet article propose une synthèse des articles du numéro spécial de la Revue Française de Gestion publié en 2014 et consacré à l'évaluation d'entreprise. Ce numéro a été coordonné par Pierre Astolfi, Edouard Chastenet, Alain Marion et Arnaud Thauvron.

L'évaluation d'entreprise représente un domaine d'application privilégié de la théorie financière. Elle constitue une étape préalable à toute décision d'acquisition ou de cession d'entreprises, que celles-ci soient cotées ou non (gestion de portefeuille, fusions & acquisitions, capital développement...), ainsi qu'une obligation lors des nombreuses opérations internes que sont amenés à réaliser les groupes, dans une perspective comptable (tests de dépréciation d'actifs par exemple), juridique (apports partiels d'actifs par exemple) ou fiscale (transferts d'actifs par exemple).

En vue d'apprécier la valeur de marché des entreprises, les professionnels ont recours à deux méthodes d'évaluation principales : la méthode des multiples, généralement issus de comparables boursiers, et la méthode des DCF fondée sur les prévisions de résultat du plan d'affaires.

Dans ce contexte, il convient de s'interroger sur la capacité des états financiers ou des analystes financiers à fournir l'information utile aux investisseurs pour guider leurs décisions. Il convient aussi de s'interroger sur le processus d'évaluation lui-même, ainsi que sur la capacité des évaluateurs à appliquer ces méthodes correctement en limitant les risques d'erreur, voire de manipulation des résultats.

Dans le cadre de la méthode des multiples la question se pose de savoir si les évaluateurs sélectionnent les indicateurs de valeurs les plus pertinents ou les sociétés les plus comparables pour déterminer les multiples applicables à l'entreprise à évaluer ? Dans un premier article, Astolfi et al. (2014) montrent dans quelle mesure il est possible d'améliorer l'efficacité du processus d'évaluation en se fondant sur les multiples qui minimisent le Taux d'Erreur Absolu de l'évaluation.

En élargissant cette perspective, d'autres questionnements relatifs aux méthodes d'évaluation émergent. Dans la méthode des DCF, les évaluateurs mesurent-ils correctement le coût du capital utilisé pour actualiser les flux de trésorerie futurs ? Dans un second article Bancel et al. (2014) montrent qu'il n'existe pas de consensus entre les praticiens s'agissant des paramètres à prendre en compte pour appliquer la formule théorique du coût moyen pondéré du capital (CMPC). Les auteurs proposent une démarche permettant de mieux les appréhender afin d'améliorer la pratique.

La question se pose également de l'existence d'approches spécifiques à certains contextes, notamment en ce qui concerne l'évaluation des entreprises familiales, des entreprises coopératives ou des entreprises innovantes. Dans trois autres articles, Hirigoyen (2014), Sentis (2014) et Bessière et Saphany (2014), respectivement, montrent dans quelle mesure la valeur de ces entreprises ne peut être appréciée sans prendre en compte leurs caractéristiques spécifiques, notamment la manière dont leurs actionnaires appréhendent leur performance dès lors que celle-ci n'est pas forcément reflétée par leurs états financiers. Une bonne raison de penser que les évaluateurs doivent nécessairement intégrer ces caractéristiques spécifiques afin d'améliorer l'efficacité du processus d'évaluation, et cela quelle que soit la méthode mise en œuvre.

Remarque : la synthèse précédente est issue du premier article du numéro spécial de la Revue Française de Gestion (cf. Astolfi et al., 2014). Les résumés ont été rédigés par les auteurs

1. Méthode des multiples. Contribution à l'évaluation des entreprises

Résumé : « La méthode des multiples en évaluation d'entreprise est sans doute l'une des approches les plus couramment utilisées par les praticiens. Pour autant, compte tenu de ses limites, la méthode suscite un certain nombre de questions dès lors qu'il s'agit de la mettre en œuvre. Dans ce contexte, les auteurs proposent, en s'appuyant sur la mesure du taux d'erreur absolu de l'évaluation, un mode opératoire permettant d'améliorer la pertinence de la méthode. Les résultats de leurs travaux conduisent notamment à privilégier l'utilisation de multiples fondés sur des résultats prévisionnels (en l'occurrence l'Ebitda ou l'Ebit). Par ailleurs, ils montrent que le processus de sélection de sociétés comparables peut être amélioré en utilisant des ratios de performance, et en particulier le taux de croissance attendu des résultats » (Astolfi et al., 2014).

2. De la difficulté de mesurer le coût du capital

Résumé : « Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) est un des concepts clefs de la finance d'entreprise. Les auteurs identifient tout d'abord les paramètres « acceptables » pour déterminer le CMPC, en prenant en compte la dimension théorique et les différentes mesures mobilisées par les praticiens. Ils montrent ensuite à partir de simulations numériques que la marge d'erreur découlant des méthodes usuelles de calcul du CMPC est importante. En conclusion, les auteurs proposent un certain nombre de solutions permettant d'améliorer les pratiques en matière de détermination du CMPC » (Bancel et al., 2014).

3. Valeur et évaluation des entreprises familiales

Résumé : « Cet article s'attache à montrer que la vision traditionnelle de la problématique de la valeur et de l'évaluation ne correspond pas fondamentalement au cas de l'entreprise familiale. En effet, dans cette catégorie d'entreprise, l'objectif de l'actionnaire familial ne se limite pas à la maximisation de la richesse financière et son horizon de création de valeur ne se réduit pas

au court terme. Il privilégie des stratégies qui contribuent à assurer la stabilité et la pérennité de son entreprise. Après avoir recherché les raisons de la spécificité de l'entreprise familiale, l'auteur souligne la diversité des attentes de l'actionnariat familial. Ce qui permet d'opposer valeur financière et valeur émotionnelle. Cette dernière fournit une évaluation du regret ressenti par certains actionnaires familiaux lors des opérations de désinvestissement. En négligeant la composante émotionnelle, les méthodes traditionnelles d'évaluation interprètent probablement mal la valeur de l'entreprise pour les actionnaires familiaux » (Hirigoyen, 2014).

4. L'évaluation financière des coopératives modernes

Résumé : « Cet article propose une première réflexion sur l'évaluation financière des coopératives modernes. La difficulté vient de l'ambivalence de cette forme d'organisation. Fondée sur des principes partenariaux et des objectifs s'écartant de la maximisation du profit, la coopérative est une structure qui échappe à l'acuité des financiers. Néanmoins, nous montrons que l'évaluation financière de la coopérative reste possible. Elle conduit de surcroît à réconcilier le double statut du coopérateur, investisseur et apporteur de la ressource critique » (Bancel, 2014).

5. Le financement par *crowdfunding*. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ?

Résumé : « Le *crowdfunding* est un mode de financement qui se développe fortement depuis quelques années. Par rapport aux financements conventionnels il fait intervenir, dans la sélection et l'évaluation des projets, deux nouveaux acteurs : la plateforme de *crowdfunding* et la foule. Les auteurs étudient leur rôle et le processus d'évaluation qui en découle et discutent de la légitimité de la foule pour mener une évaluation financière. Leur analyse met en évidence une définanciarisation de l'évaluation et une évolution de la gouvernance notamment par rapport à celle exercée par les *business angels* » (Bessière et Stéphany, 2014).

Références

Astolfi P., Chastenet E., Marion A., Thauron A. (2014), « Méthode des multiples. Contribution à l'évaluation des entreprises », *Revue Française de Gestion*, Vol. 40, N° 242 – pp. 83-101

Bancel F., Lathuille Q., Lhuissier A. (2014), « De la difficulté de mesurer le coût du capital », *Revue Française de Gestion*, Vol. 40, N° 242 – pp. 103-118

Hirigoyen G. (2014), « Valeur et évaluation des entreprises familiales », *Revue Française de Gestion*, Vol. 40, N° 242 – pp. 119-134

Sentis P. (2014), « L'évaluation financière des coopératives modernes », *Revue Française de Gestion*, Vol. 40, N° 242 – pp. 135-148

Bessière V., Stéphany E. (2014), « Le financement par *crowdfunding*. Quelles spécificités pour l'évaluation des entreprises ? », *Revue Française de Gestion*, Vol. 40, N° 242 – pp. 149-161

**Une voie peu exploitée en matière de contentieux de l'évaluation des entreprises :
l'expertise des articles 1651 M et 1653 BA du CGI**

Th. SAINT-BONNET
Commissaire aux Comptes
Expert près la Cour d'appel de Paris
Membre de A3E Ile de France

1. PREAMBULE

Les articles 1651 M et 1653 BA du CGI prévoient la possibilité pour les présidents de certaines commissions fiscales paritaires de recourir à un expert pour les éclairer. Depuis l'instauration de ces dispositions en 2007, cette mesure ne paraît pas avoir été souvent mise en œuvre. Pour quelles raisons ?

Cette expertise officieuse permet de palier certaines insuffisances des textes fiscaux, respire l'air du temps et paraît parfaitement adaptée aux difficultés inhérentes à l'évaluation des entreprises et des droits sociaux rencontrés dans les litiges opposant l'Administration fiscale et les contribuables.

Le recours à ces articles doit être encouragé. Encore faut-il les connaître et demander leur application.

Notre propos vise à encourager les praticiens à solliciter la mise en œuvre des dispositions prévues par le CGI⁽¹⁾.

2. ORIGINE

Les articles 1651 M et 1653 BA du CGI sont issus de l'article 17 de la loi de finances rectificative du 25 décembre 2007, et prévoient la possibilité de recourir à un expert, pour éclairer les travaux de certaines commissions mixtes appelées à intervenir, à titre consultatif, dans le cadre de la procédure contradictoire, à savoir :

- les commissions départementales des impôts directs et des taxes sur le chiffre d'affaires (plus-values, IR, IS) – Article 1651 M,
- la Commission nationale des impôts directs et des taxes sur le chiffre d'affaires (entreprises réalisant un CA de plus de 50 M€ ou 25 M€ pour les services),
- les commissions départementales de conciliation (ISF, donations, successions) – Article 1653 BA.

⁽¹⁾ L'expertise des articles 1651 M et 1653 BA du CGI (et retour sur l'article L. 103 A du LPF) – Th. SAINT-BONNET
– Revue de Droit Fiscal – Etudes 303, N° 19-20, 7 mai 2015

Sur demande du contribuable, et à ses frais, toute personne dont l'expertise est susceptible d'éclairer la commission, peut ainsi être sollicitée. Ces dispositions sont applicables aux propositions de rectification adressées à compter du 1^{er} juillet 2008.

Le texte d'origine prévoyait que les conditions d'application de ces nouvelles dispositions devaient être précisées (modalités pratiques, choix des experts, conséquences des conclusions, ...).

3. CONSTAT

Plus de huit ans après la publication de la loi du 25 décembre 2007, force est de constater qu'aucune instruction spécifique n'a été publiée et que le BOFiP – Impôts, est assez lapidaire. En effet, les textes se bornent à rappeler les dispositions incluses dans la loi 2007, désormais codifiées dans le CGI.

Cette lacune apparaît regrettable alors que le rapporteur général du texte avait souligné que la possibilité de recourir à des expertises extérieures en matière d'évaluation des entreprises était hautement souhaitable techniquement et permettrait de franchir un grand pas dans les relations entre les contribuables et l'Administration.

De surcroît, le Président FOUQUET, dans son rapport de juin 2008, intitulé « *Améliorer la sécurité juridique des relations entre l'Administration fiscale : une nouvelle approche* », avait formulé le souhait d'inscrire dans le LPF, en cas de désaccord sur l'évaluation de titres non cotés d'une valeur supérieure à 200 K€, la possibilité de désigner un expert devant les commissions paritaires. En effet, il faut rappeler qu'il existe une omission regrettable dans la rédaction des articles R. 202-1 et R. 202-3 du LPF qui prévoient une procédure d'expertise de droit, en matière de droits d'enregistrement et d'ISF, pour toutes sortes de biens mobiliers ou immobiliers à l'exception cependant notable des droits sociaux. Cela est d'autant plus surprenant que l'évaluation de titres non cotés demeure l'un des exercices les plus complexes en matière d'évaluation des biens.

En outre, les contestations en matière de droits sociaux sont des plus fréquentes et les divergences entre la pratique de l'Administration et celles des évaluateurs sont notoires : combinaisons des méthodes et approche multicritère, construction des taux d'actualisation ou de capitalisation, excess earning et rente du goodwill, utilisation des DCF et des multiples, ... L'intervention d'un expert indépendant est donc hautement souhaitable pour éclairer les instances chargées d'arbitrer les valorisations.

4. APPLICATION PRATIQUE

Le propos est centré, conformément à l'esprit des travaux parlementaires, sur l'évaluation des entreprises ou des paramètres nécessaires à l'évaluation de celles-ci. Par exemple, l'expert peut être sollicité pour donner un avis sur le seul taux d'actualisation. Mais, il va de soi que la démarche peut être étendue à d'autres problématiques du ressort des commissions.

A. Le choix de l'expert

Le président de la commission a toujours le choix de l'expert. Il peut donc désigner directement le professionnel qui lui paraîtra le plus qualifié.

Le président peut s'appuyer sur une liste d'experts : experts de justice, commissaires aux comptes, ... Il pourra aussi se rapprocher des présidents des diverses associations de professionnels de l'évaluation (Compagnies d'experts judiciaires, A3E, CCEF, SFEV, ...). Il est en effet nécessaire de s'assurer que l'expert en évaluation pressenti ait une bonne connaissance du contentieux fiscal et du guide de l'évaluation des entreprises et des droits sociaux publié par la DGFIP en 2007.

B. La définition de la mission

Le président de la commission doit délimiter la mission. Dans les faits, il reprendra la demande du contribuable en s'assurant que celle-ci ne soit pas constitutive d'une manœuvre dilatoire.

C. La lettre de mission

L'expertise étant sollicitée par le contribuable et à ses frais, il est nécessaire pour l'expert et pour éviter toute difficulté ultérieure, d'établir une lettre de mission rappelant celle-ci, précisant le calendrier des opérations et les modalités de sa rémunération.

D. Le déroulé de l'expertise

En pratique, il faut s'inspirer du processus de l'expertise judiciaire en conciliant les délais impartis (assez courts) et le respect du contradictoire. Pour des raisons évidentes de planning, la demande d'expertise doit être faite dès la saisine de la commission.

L'expert, soumis au secret professionnel dans les conditions prévues par l'article L. 103 du LPF, se fait communiquer les pièces par les parties. Il peut réunir celles-ci pour une réunion d'expertise. En tout état de cause, l'expert adresse un compte rendu de la réunion ou des notes aux parties. Il s'assure du caractère contradictoire des échanges et du respect des délais.

Avant l'établissement du rapport, le technicien adresse aux parties, si le calendrier le permet, un document de synthèse, valant pré-rapport, et il fixe un délai pour permettre au contribuable et à l'Administration de formuler leurs dernières écritures.

L'expert envoie son rapport au secrétaire de la commission au moins dix jours avant la séance pour lui permettre de diffuser le document aux commissaires. Il fait également parvenir le rapport aux parties.

Le secrétaire convoque l'expert à la réunion de la commission. En effet, le président de la commission, les membres de celle-ci, le contribuable et ses conseils peuvent demander au technicien des éclaircissements ou des explications complémentaires.

E. Force du rapport

L'expertise vise à « *éclairer la commission* ». Les conclusions de l'expert ne peuvent donc, en aucune façon, s'imposer à la commission qui reste libre de la suivre ou de les écarter.

5. CONCLUSION

A l'heure où un ancien chef du service juridique de la DGFIP plaide pour une refondation du contrôle fiscal⁽²⁾ et certains experts pour une évaluation fiscale des entreprises enfin pacifiée⁽³⁾, on peut s'étonner que le recours aux dispositions des articles 1651 M et 1653 BA du CGI, ne soit pas plus fréquent.

En effet, en raison des divergences existantes entre les approches d'évaluation de l'Administration et celles des contribuables, l'intervention d'un expert indépendant éclairerait utilement les instances devant se prononcer sur la valorisation des droits sociaux car, sur le terrain, on constate un dialogue assez fermé entre les contribuables et les agents des impôts. Entre l'hégémonie des représentants du fisc et les certitudes inébranlables des contribuables, il y a peu de place pour le dialogue et la médiation.

Le recours à un tel processus est dans l'esprit du temps, il ne grève pas les finances publiques puisque le coût est supporté par le contribuable et apporte au dossier un avis d'un professionnel indépendant et impartial.

La DGFIP qui prône, par ailleurs, le dialogue dans le guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés, s'honorerait à mettre cette mesure en œuvre en publiant un texte attendu depuis 2008.

Une instruction ou un commentaire permettrait aux présidents des commissions de s'appuyer sur un mode opératoire officiel. Or, en l'état il faut constater qu'une mesure codifiée, indolore pour les finances publiques, efficace en pratique, peine à se développer par méconnaissance à la fois des textes et du processus.

Puisse ce modeste témoignage contribuer au développement de ces mesures, mais dans l'attente, c'est surtout aux conseils des contribuables de se montrer suffisamment persuasifs à l'égard des présidents des commissions fiscales paritaires pour les convaincre de désigner des experts, car les experts en évaluation d'entreprises et de droits sociaux sont prêts !

(2) J-P LIEB « Plaidoyer pour une refondation du contrôle fiscal » - Les Echos 29-30 janvier 2016

(3) H. de LA BRUSLERIE – A. MARTIN « Pour une évaluation fiscale des entreprises enfin pacifiée » - Option Finance n° 1214, 23 mars 2013

**Lettre ouverte aux lecteurs :
Questions / réponses**

Question : méthode des flux de trésorerie : le taux d'actualisation des flux d'une entreprise endettée est plus bas que celui d'une entreprise endettée, ce qui conduit à une valeur plus élevée ?

Réponse : la réponse dépend des conclusions du diagnostic stratégique et financier :

Le taux utilisé pour actualiser les flux d'exploitation dans la méthode des cash-flows prévisionnels actualisés (méthode dite des DCF) est le coût moyen pondéré du capital (wacc en anglais).

Si on considère 2 entreprises de taille identique, présentes dans le même secteur d'activité :

- la 1^{ère} entreprise n'est pas endettée ; nous retenons comme hypothèse un coût du capital de 10,85%, calculé en tenant compte d'un taux sans risques de 2%, d'une prime de risques marché de 6,5%, et d'un bêta non endetté de 0,9, et d'une prime de risques spécifique de 3 %,
- la 2^{ème} entreprise est endettée, avec un gearing (ratio endettement sur fonds propres de 70%). Le taux des emprunts MT est de 3%. Le taux d'impôt est de 34,43%.

Dans le 1^{er} cas, le wacc s'établit donc à 10,85%.

Dans le 2nd cas, le coût du capital (en tenant compte d'un bêta endetté) s'élève à 13,2% (a) et le wacc est calculé selon la formule du MEDAF comme suit :

Coût du capital * $D / (D+FP)$ + coût de endettement * $CP / (D+CP)$,

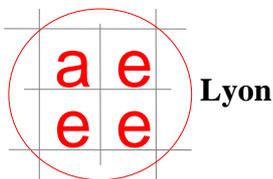
Avec D = valeur de l'endettement financier et FP = valeur des fonds propres.

soit :

$(13,5\% (a) * 58,8\%) + (3\% * (1-34,43\%) * 41,2\%) = 7,9\% + 0,7\% = 8,6\%$, soit un taux 21% plus bas que celui de la société non endettée.

(a) : *taux sans risques + (prime de risques marché * bêta endetté) + prime de risques spécifique, soit : $2\% + (6,5\% * (0,9 * (1 + ((1-34,43\%) * 70\%))) + 3\% = 13,5\%$.*

En 1^{ère} lecture, le wacc de la société endettée est beaucoup plus bas que celui de la société non endettée, ..., alors que le risque lié à une entreprise endettée est généralement plus élevé.



En théorie, un endettement élevé ne devrait pas influencer à la hausse la valeur. Modigliani et Miller avait réalisé de nombreux travaux sur la relation entre le niveau de dette et le coût du capital. L'endettement ou plutôt l'effet de levier est créateur de valeur jusqu'à un certain niveau d'endettement, du fait des économies fiscales que génèrent les frais financiers.

Cependant, l'analyse ne doit pas s'arrêter là, le diagnostic stratégique doit permettre d'adapter le calcul du wacc. Ainsi :

- soit la société endettée a réalisé des investissements (internes ou externes) ayant contribué à créer de la valeur, permettant largement de rembourser les emprunts grâce à cette création de valeur, sans que le niveau d'endettement ne remette en cause son équilibre financier. C'est le fameux principe de l'effet de levier, accentué par le niveau très bas des taux d'intérêts. Les emprunts ont permis à la société de créer des avantages compétitifs par rapport à ses concurrents qui ont fait le choix de ne pas investir. Dans ce cas, il est normal que le wacc soit plus faible que l'entreprise non endettée. En effet, l'entreprise non endettée a dans ce cas une ambition stratégique limitée (gestion prudente de « bon père de famille », en ne réinvestissant pas la trésorerie disponible), donc potentiellement des perspectives de créations de valeur plus limitées, ..., tout en étant « factuellement » rentable. En tout état de cause, si les flux reflètent les effets positifs des investissements réalisés, ces effets positifs ne devraient pas être retenus également dans un taux réduit par l'endettement souscrit pour réaliser ces investissements. Une revue précise du business plan doit être menée pour assurer l'adéquation du niveau des flux avec le niveau du taux (triptyque flux/taux/valeur).
- soit la société endettée est en situation difficile du fait d'un niveau d'endettement excessif, avec un retour sur investissement insuffisant qui rend difficile le remboursement des emprunts. Le niveau d'endettement significatif au regard des fonds propres limite ses capacités de levée de fonds supplémentaires dans le futur. Dans ce cas, le diagnostic stratégique et financier conduira très probablement à appliquer une prime de risques complémentaire, qui rapprochera le wacc du taux de rentabilité des fonds propres.

Question : une personne rachète une entreprise via une holding avec un financement représentant 70% du prix d'acquisition. Le remboursement va très classiquement être réalisé par des dividendes qui vont être remboursés par la filiale. Le prix d'acquisition correspond à un multiple d'EBITDA ajusté de la trésorerie nette d'endettement. Est-ce que cette remontée des dividendes est susceptible de créer un problème au niveau de la valeur des titres détenus par la holding ?

Réponse : oui, en effet :

La valeur d'inventaire des titres est habituellement déterminée à chaque date de clôture en mettant à jour la méthode retenue pour déterminer le prix d'acquisition (multiple d'EBITDA retraitée de la trésorerie nette d'endettement).

2 éléments peuvent affecter l'actualisation de la valeur à chaque date de clôture, et conduire à un risque de dépréciation :

- la baisse importante de la trésorerie nette d'endettement, lorsque le montant des dividendes versés n'est pas compensé par le cash-flows net généré par la société depuis l'acquisition,
- l'application par la holding de management fees « agressifs », conduisant à des frais de structure et de management d'un montant très supérieur à ce qui existait avant, ..., non couverts par la progression de l'EBITDA. Une partie de ces management fees est justifiée par l'affectation des frais répondant à une logique groupe (refacturation de frais de consolidation, de reporting, de contrôle interne, ...) qui n'existait pas avant l'acquisition. Il est de pratique courante de retraiter les management fees, pour s'ajuster sur un niveau de frais de l'entreprise en situation « stand alone », mais ce retraitement doit être effectué avec prudence.

Autre point d'attention :

Il convient d'être vigilant sur le suivi des primes appliquées lors de l'acquisition. Si le multiple induit est de 8x l'EBITDA N, du fait d'une anticipation d'une forte croissance de l'EBITDA en N+1 et N+2, alors que le multiple sectoriel est habituellement de 6x l'EBITDA, le multiple utilisé pour déterminer les valeurs d'inventaire devra être ramené à 6x l'EBITDA, lorsque la croissance de l'EBITDA sera atteinte (sauf bien sûr en cas de maintien de niveau de croissance attendue qui reste très supérieure à la moyenne sectorielle).

Question : peut-on réconcilier la valeur des capitaux propres utilisée comme coefficient du coût des capitaux propres avec la valeur des titres trouvée par une méthode faisant appel à l'actualisation comme la méthode DCF ?

Réponse : oui mais pas de façon simple

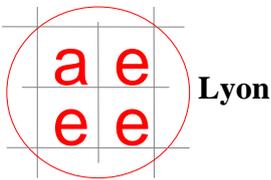
Rappelons la formulation du coût moyen pondéré des fonds :

$$k = \frac{(CP * k_{cp}) + (i * (1 - T) * D)}{CP + D}$$

Avec, CP montant des capitaux propres, D montant de l'endettement financier, kcp coût des capitaux propres, i coût des dettes et T taux d'imposition sur les résultats.

Le point important dans cette relation est que le montant des capitaux propres doit correspondre à la valeur réévaluée des capitaux propres et non à leur valeur comptable.

Or, la valeur des titres peut être aussi bien déterminée par une méthode ne faisant pas appel à l'actualisation telle qu'une méthode des multiples que par une méthode intrinsèque l'intégrant comme les DCF.



Dans ce cas on voit immédiatement que l'on est confronté à une indétermination.

En effet, comment être sûr que la valeur des capitaux propres réévalués que l'on aura utilisés pour déterminer le coût moyen pondéré des fonds correspondra à la valeur des capitaux propres qui sera trouvé par la méthode DCF utilisant ce coût moyen pondéré des fonds comme taux d'actualisation ?

La détermination de la valeur des capitaux propres étant exogène à la méthode DCF, il y a peu de chance pour que cela se produise spontanément. En effet, mathématiquement, on se trouve confronter au système d'équation suivant :

$$k=f(\text{CP})$$

Or on sait que la valeur d'entreprise fournie par les DCF est une fonction de CP

$$\text{Valeur d'entreprise par les DCF}=g[k(\text{CP})]$$

Dans la mesure où la valeur des capitaux propres est égale à la valeur d'entreprise dont on déduit l'endettement financier net, on aboutit à la relation suivante :

$$\text{CP}= g[k(\text{CP})]-\text{endettement financier net}$$

Le seul moyen d'assurer la concordance est d'être en mesure de résoudre cette équation qui n'a évidemment pas de solutions mathématiques simples (nous sommes dans des équations de degré supérieur à 3).

Heureusement, il existe des méthodes itératives éventuellement disponibles sur nos ordinateurs.

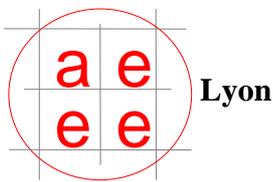
A défaut, en rappelant qu'une valeur par multiple d'EBITDA est une extrême simplification d'un DCF, si tous les flux ont été convenablement retraités et le multiple judicieusement choisi, une détermination des capitaux propres utilisés pour le calcul du WACC par un multiple d'EBITDA diminué de l'endettement financier net pourra se trouver proche de la valeur DCF diminuée de l'endettement financier net.

Question : existe-il une méthode alternative à la fixation d'une prime de risque spécifique pour déterminer le coût de capital ?

Oui, mais à condition d'être en mesure de trouver les bonnes informations

La réponse à la question précédente a mis en évidence que le WACC était une moyenne pondérée du coût des capitaux propres et des dettes. Il est usuel de calculer le coût de capitaux propres à partir d'une formulation de type MEDAF qui sous sa forme simple se présente comme suit :

$$K_{cp}=r_f+[E(r_m-r_f)]*\beta$$



Laquelle décompose le coût des capitaux propres en une partie invariante, r_f , qui est le taux sans risque et une partie qui s'analyse comme une prime de risque de marché fonction de l'entreprise.

Malheureusement et trop souvent, cette formule est appliquée sans discernement en se contentant de remplacer les symboles par des valeurs trouvées sur des bases de données. On oublie ainsi trop souvent que la prime de risque de marché ne prend en compte que...le risque de marché et non l'illiquidité / taille et le risque spécifique de l'entreprise.

Les coefficients bêta trouvés dans les bases de données sont des bêtas de marché et comme tels, n'intégrant qu'une partie du risque, ils se trouvent dotés de valeurs relativement faibles (souvent inférieures à 1). L'expert utilisateur se trouve alors confronté à des taux dont il se rend bien compte qu'ils ne traduisent manifestement pas la réalité du risque porté par l'entreprise et ce d'autant moins qu'ils appliqueront ce modèle à une entité non cotée.

En effet dans ce cas, la formule citée ne prend en compte :

- ni le risque spécifique,
- ni le risque d'illiquidité sans parler des problèmes de taille.

Face à un coût des capitaux propres manifestement trop faible qui conduit ainsi à un WACC également insuffisant, les experts ajoutent une prime de risque spécifique dont il faut bien convenir qu'elle est du plus parfait arbitraire et qu'elle ne corrige souvent que très partiellement l'insuffisance de niveau du taux de référence.

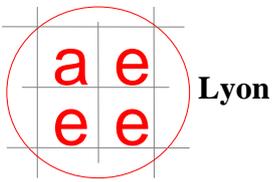
La solution alternative qui est, de loin, la plus élégante et la plus exacte, consiste à utiliser des bêtas totaux et non des bêtas de marché. Les bêtas totaux sont des coefficients de volatilité qui ont l'avantage de prendre en compte le risque spécifique et qui, pour une entreprise donnée, sont en moyenne deux à trois fois plus élevés que les bêtas de marché.

Certaines bases de données fournissent une telle information. D'autres ne la fournissent pas mais, en revanche donnent le coefficient de corrélation propre au titre.

Il suffit alors de diviser le bêta de marché par le coefficient de corrélation correspondant pour obtenir le bêta total. En général, le recours à ces indicateurs conduit à des taux nettement plus élevés que ceux procurés par la mise en jeu de primes spécifiques.

Force est de reconnaître qu'une telle méthode n'est pas toujours praticable :

- soit parce que l'on ne dispose pas de bases de données,
- soit parce qu'il est difficile de constituer un échantillon pertinent avec la base de données disponibles.



Dans ces conditions, le recours à la prime de risque spécifique est évidemment utile mais il convient de vérifier :

- que les paramètres de calcul sont convenablement justifiés,
- qu'elle est ajustée à un niveau suffisamment élevé pour rendre compte de la totalité du risque encouru.

Christophe VELUT

Eddy BLOY

Président A3E

Vice-Président A3E

Directeur général associé – ORFIS

Expert Près la Cour d'Appel de Lyon

BAKER TILLY