

A close-up, artistic photograph of a red leaf, showing the intricate network of veins. The leaf is semi-transparent, revealing the detailed structure of the vascular system. The background is a soft, out-of-focus light color.

Direction générale des impôts

L'évaluation **des entreprises**  
et **des titres** des sociétés



L'évaluation **des entreprises**  
et **des titres** des sociétés



## **Préambule**

## **L'évaluation des entreprises**

### **L'analyse de l'entreprise**

### **Utilisation des méthodes**

La démarche de l'administration

Combinaison des méthodes

Choix d'une méthode

## **L'évaluation des titres des sociétés**

### **Les valeurs cotées en bourse**

### **Les titres non cotés en bourse**

Détermination de la valeur unitaire moyenne des titres

Établissement de la valeur vénale des titres

Détermination de la valeur vénale des titres par comparaison

*Cession ou transfert antérieur d'un titre à évaluer*

*Les comparaisons boursières*

Détermination de la valeur vénale des titres à partir de la valeur globale de l'entreprise

*Selon le pouvoir de décision*

*Selon les réglementations juridiques applicables*

*Les contraintes contractuelles*

*Autres correctifs*

*Valorisation des titres démembrés*

# **Fiches**

## **1 Notion et structure de l'entreprise**

## **2 Les méthodes d'évaluation**

Valeur mathématique

Valeur de productivité

Valeur par l'E.B.E et le R.E

Valeur par la M.B.A

Valeur de rendement

La survaleur

Cash flows actualisés

## **3 Exemples d'application**

Évaluation d'une entreprise

Évaluation des titres d'une société

## **4 Les sociétés holding de groupe et les comptes consolidés**

## **5 Les comparaisons boursières**

## **6 Les sociétés holdings patrimoniales**

## **7 Les sociétés civiles immobilières**

## **8 Les primes et décotes**

# **Annexes**

1 Les seuils de détention

2 Taux de rendement des obligations & des actions

3 Table de calcul du coef. multiplicateur pour la survaleur

# Préambule

*Le précédent guide de l'évaluation publié en 1982 par l'administration fiscale a été conçu pour apporter une aide aux services et aux usagers, notamment en matière de valorisation d'entreprises. Toutefois, l'évolution de la vie économique et financière a rendu nécessaire un certain nombre d'adaptations et une modernisation des méthodes d'évaluation.*

*Cette nouvelle édition est le fruit d'une large consultation.*

*Au-delà des actualisations techniques indispensables, elle est également l'occasion d'insister sur une exigence fondamentale pour les services fiscaux : celle de faire reposer l'analyse approfondie et individualisée de toute entreprise à évaluer sur un échange contradictoire avec le contribuable. Le guide doit ainsi constituer un outil de communication entre l'administration et les usagers et laisser une place importante au dialogue.*

*L'administration veille à recourir aux méthodes d'évaluation les mieux adaptées et à utiliser l'ensemble des informations à sa disposition pour parvenir à une estimation la plus fine et la plus complète possible. Ce guide n'a donc pas pour objet de fournir des formules de calcul mécaniquement applicables mais bien une ligne de conduite plus large, reposant sur une analyse approfondie de la réalité de l'entreprise.*

*Il constitue enfin l'occasion de rappeler que les évaluations sont faites par l'administration sous le contrôle du juge. L'administration, qui utilise les méthodes traditionnelles également pratiquées par les experts privés, veille à respecter les jurisprudences de la Cour de cassation ou du Conseil d'Etat.*

*Conçu comme un outil au service tant des usagers que de l'administration, le guide a vocation à apporter aux services de la direction générale des impôts le soutien nécessaire dans leur démarche d'évaluation, à réduire le contentieux en matière d'évaluation d'entreprises et de titres non cotés, et à permettre, conformément au principe de transparence, à tout usager qui le souhaite d'accéder aux principes et méthodes qui orientent l'administration fiscale dans ses travaux de liquidation de l'impôt.*

*Conformément aux principes qui figurent dans "la Charte du contribuable", ce guide répond au souci d'apporter une plus grande sécurité juridique au contribuable tout en concourant à harmoniser les pratiques d'évaluation des services fiscaux. Il s'inscrit pleinement dans la démarche engagée par l'administration fiscale d'améliorer les garanties offertes aux entreprises notamment au travers de la procédure de rescrit valeur.*





# L'évaluation des entreprises

Elle repose sur une analyse du bien à évaluer et le recours à différentes méthodes d'évaluation.

## L'analyse de l'entreprise

### Une démarche préalable est essentielle

Une analyse financière, même sommaire (mise en lumière et/ou en perspective de certains ratios, comme ceux de l'endettement, de la capacité d'autofinancement etc.) 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 même le choix des méthodes<sup>1</sup> qui seront retenues.

Les éléments ci-après ont notamment pour objet d'illustrer l'impact de cette étude sur chaque étape de l'évaluation, afin d'éviter l'erreur qui consisterait, à partir des trois dernières liasses fiscales et de manière théorique, à déterminer les différentes valeurs de l'entreprise puis à les combiner.

Concrètement, afin d'établir l'analyse la plus précise possible, les éléments qui suivent devront être soigneusement examinés.

### Éléments intrinsèques à l'entreprise

- la valeur vénale des éléments de l'actif immobilisé ;
- l'aptitude à produire des bénéfices ;
- les ressources humaines (le nombre de salariés, éventuellement, l'adéquation des effectifs ou la pyramide des âges par exemple ou encore la valeur des équipes) ;

1. Cf. fiche 2.

- les risques éventuels liés à une forte dépendance de l'entreprise à son dirigeant ou à un membre de l'équipe dont le talent ou le savoir-faire participe à la renommée de l'entreprise<sup>2</sup> ;
- la structure financière ;
- l'endettement ;
- les engagements hors bilan<sup>3</sup>.

### Éléments extérieurs

- l'activité (créneau porteur ou non) ;
- la concurrence dans le secteur ;
- la conjoncture économique générale ;
- les réglementations propres au secteur d'activité, par exemple la législation sur l'environnement et la pollution.

Bien entendu, cette liste des éléments internes et externes à l'entreprise n'est pas limitative.

### Envisager les perspectives d'avenir de l'entreprise

Il conviendra également de dégager, à partir des éléments propres à l'entreprise ou extérieurs, en germe à la date du fait générateur, les perspectives d'avenir de l'entreprise, notamment par une étude de l'évolution du chiffre d'affaires, du bénéfice, de la marge brute d'autofinancement, du résultat d'exploitation.

À cet égard, en lien avec l'analyse des ressources humaines, il est possible depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005 de prendre en compte les perspectives défavorables liées au décès du dirigeant pour l'évaluation de l'entreprise ou des titres figurant dans sa succession<sup>4</sup>.

Bien entendu, ces éléments n'ont pas tous le même poids dans la détermination de la valeur ; certains constituent la base même de

2. Certaines entreprises assurent "l'homme-clé" limitant ainsi les risques en cas d'événements imprévus.

3. Notamment le crédit bail (voir développement dans la méthode mathématique) et les contrats de retraite à prestations définies.

4. Article 764A du CGI

l'évaluation (valeur vénale des éléments d'actif, productivité, excédent brut d'exploitation, marge brute d'autofinancement), d'autres sont des éléments d'appréciation complémentaires venant aménager et affiner la valeur précédemment déterminée.

### **Examiner le mode de fonctionnement de l'entreprise**

La bonne marche d'une entreprise dépend par exemple :

- des conditions du marché et de la concurrence ;
- des produits mis en vente ou des prestations de service ;
- de la technologie et des procédés de fabrication... ;
- de la qualité des décisions prises par le ou les dirigeants.

Dès lors, une entreprise en expansion, au regard des données qui précèdent, bénéficiera d'un surcroît de valeur par rapport à une valeur moyenne théorique, d'autant plus important que son activité se développe dans un secteur économique particulièrement dynamique.

À l'inverse, si une entreprise se révèle être en difficulté, notamment par la mise en œuvre de la procédure de sauvegarde prévue par la loi n° 2005-845 du 26 juillet 2005, la valeur moyenne supportera une diminution. L'importance de cette réduction de valeur sera proportionnelle à la plus ou moins grande pérennité de ces difficultés.

À cet égard, une entreprise passagèrement en difficulté, avec de bonnes perspectives de redressement garde son potentiel de production. Sa valeur réelle est, dès lors, très sensiblement égale à sa valeur moyenne.

Dans le cadre d'une consultation préalable de l'administration sur la valeur d'une entreprise qui fait l'objet d'un projet de donation (rescrit-valeur), la plupart des éléments nécessaires à cette analyse peuvent être obtenus lorsque le demandeur a satisfait au cahier des charges. Dans les autres cas, sans que cela constitue une obligation, l'imprimé 3023 bis pourra utilement être employé pour obtenir ces informations.

Par ailleurs, lorsque ceux-ci sont produits, l'administration peut mieux apprécier les perspectives de la société grâce aux plans prévisionnels de croissance établis par l'entreprise, à partir desquels les experts privés calculent la valeur de l'entreprise par la méthode des cash flows actualisés (D.C.F.).

### **Ajustements de valeurs**

Concrètement, les ajustements de valeur dont il vient d'être fait état se traduiraient, par exemple lors du calcul de la valeur de productivité, par un ajustement de la pondération du bénéfice moyen ou de la prime de risque affectant le taux de capitalisation.

### **Autres ajustements**

Lorsqu'une entreprise montre, au moment de l'évaluation, des difficultés depuis plusieurs exercices alors que ses perspectives d'avenir sont très dépréciées, les ajustements de la valeur moyenne peuvent ne plus suffire.

Il en est notamment ainsi :

- lorsque le marché correspondant aux produits de l'entreprise est saturé et qu'une forte concurrence est apparue sur ce même marché ;
- lorsque l'entreprise fabrique des marchandises *quasi* exclusivement liées à une mode et/ou produites selon des procédés techniques périmés ;
- lorsque les modes d'organisation sont inadaptés et inefficaces.

De même, le recours par des voies multiples à des aides publiques, le refus répété de crédits bancaires, ou à plus forte raison la réalisation d'actifs importants constituent de fortes présomptions de difficultés durables.

Une entreprise qui serait dans une telle situation aurait une valeur de productivité nulle du fait des déficits accumulés. Sa valeur mathématique elle-même diminuerait de façon importante par dépréciation des éléments d'actif liés par nature à l'activité de l'entreprise.

Dans ce cas, la valeur vénale est susceptible de se rapprocher de celle des éléments de l'actif qui ne sont pas directement liés à la production (immeubles de bureau, droit au bail...).

## Utilisation des méthodes

### La démarche de l'administration

Le présent guide reprend pour l'essentiel la démarche des praticiens privés et intègre désormais la méthode de la D.C.F. comme approche de cohérence.

Cependant, parmi les méthodes couramment utilisées, l'administration privilégie celles qu'elle peut directement appliquer.

Ce principe de symétrie, facteur de clarté ne peut que faciliter le dialogue.

En effet, l'administration ne peut mettre en œuvre directement une méthode fondée sur l'actualisation à partir de flux futurs dès lors qu'elle ne peut elle-même établir des prévisions de croissance. En outre, la loi prévoit le fait générateur de chaque impôt de telle sorte que celui-ci soit liquidé sur la base des éléments existants à cette date.

Par ailleurs, si la Cour de cassation a jugé que pouvaient être retenues les données d'un exercice comptable clôturé après le fait générateur, elle n'a fait que confirmer une pratique de bon sens de l'administration en expliquant que ne devaient être prises en compte que les seules perspectives d'avenir de l'entreprise à évaluer existant au jour du fait générateur. Ces perspectives, qu'un bilan en cours d'élaboration peut aider à appréhender, sont par nature différentes des prévisions sur lesquelles reposent les plans de développement des entreprises.

Pour autant les méthodes prospectives sont présentées dans le guide. Ainsi l'administration examinera lorsqu'ils lui seront exposés les plans d'affaires et les valorisations par la D.C.F. qui lui permettront d'affiner son analyse et d'ajuster éventuellement les valeurs dégagées.

Le guide s'écarte cependant de la pratique des experts car il propose le recours à une combinaison de méthodes. Celle-ci est en effet préconisée – alors même que les praticiens privés tendent souvent à choisir une méthode parmi plusieurs – dès lors qu'elle est consacrée par le juge judiciaire et constitue une garantie offerte à l'usager.

En effet, l'approche de l'administration étant plurielle, toutes les méthodes n'ont pas le même poids selon la nature, l'activité ou la taille de l'entreprise. Ainsi une méthode considérée comme majeure dans une situation deviendra mineure dans une autre. Cela étant, la combinaison de méthodes ne constitue pas un principe intangible ; lorsque dans un secteur donné il est avéré qu'une méthode est la plus couramment utilisée, il est préconisé de la privilégier et éventuellement de s'en tenir à cette seule approche.

## **Combinaison des méthodes**

### **Dégager la valeur moyenne de l'entreprise**

La pondération des méthodes aboutit à dégager la valeur moyenne de l'entreprise.

La valeur vénale de l'entreprise (V.V.) qu'il s'agisse d'une entreprise individuelle ou d'une entreprise sociétaire<sup>5</sup>, peut être obtenue par la combinaison des méthodes suivantes qui sont exposées dans la fiche 2 :

- méthode de la valeur mathématique (V.M.) ;
- méthode de la valeur de productivité (V.P.) ;
- méthode de la marge brute d'autofinancement (M.B.A.) ;
- méthode des multiples de l'E.B.E. ou du R.E.

5. Cf. fiche 1.

Celles-ci sont pondérées en fonction :

- de la taille de l'entreprise. À cet égard, on peut distinguer :
  - les petites et moyennes entreprises<sup>6</sup>, exerçant une activité commerciale ou industrielle, dont le capital est contrôlé par les membres d'une même famille, sous forme d'entreprises individuelles ou de sociétés ;
  - les grandes entreprises, sous forme de sociétés généralement de capitaux, et notamment les holdings animatrices pour lesquelles les comptes consolidés sont produits.
- de la nature de l'activité (commerciale, industrielle).

Les pondérations ne sauraient être automatiques mais doivent au contraire résulter de l'analyse préalable. Aussi, avant de déterminer la pondération susceptible d'établir au mieux la valeur de l'entreprise, l'évaluateur est-il invité à rechercher les raisons des écarts éventuels entre les valeurs. En effet, l'impact de la pondération sera d'autant plus important que les valeurs obtenues par les différentes méthodes seront éloignées. Dès lors, les pondérations de valeurs éloignées ne peuvent être mises en œuvre qu'en parfaite connaissance des raisons de ces résultats.

6. À titre d'illustration, il est rappelé la définition donnée par la communauté européenne (J.O. des Communautés européennes J.O. L. 107 du 30 avril 1996 p. 4 modifié le 6 mai 2003 J.O. de l'union européenne L 124/36): les P.M.E. sont définies comme des entreprises employant moins de 250 personnes et dont, soit le chiffres d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros, soit le total du bilan n'excède pas 43 millions d'euros, et qui respectent le critère d'indépendance. Les petites entreprises sont celles qui emploient moins de 50 personnes et dont, soit le chiffre d'affaires n'excède pas 10 millions d'euros, soit le total du bilan n'excède pas 10 millions d'euros, et qui respectent les critères d'indépendance. Les nouveaux seuils adoptés sont entrés en vigueur le 01 janvier 2005.

D'une manière générale, la valeur d'une entreprise de petite taille, approche celle de son patrimoine. Lorsque la société atteint une taille importante, la référence à la valeur de productivité, ou à la capitalisation de l'E.B.E. ou R.E. ou de la marge brute d'autofinancement doit être davantage intégrée. Il est rappelé que la valeur de rentabilité au sens large s'entend soit d'une valeur unique V.P., E.B.E., R.E. ou M.B.A., soit d'une valeur moyenne simple ou pondérée entre ces valeurs. Des exemples sont proposés dans la fiche 3.

### Particularités et performances de l'entreprise

La valeur moyenne de l'entreprise est en lien avec ses particularités et ses performances.

La valeur obtenue par la combinaison des méthodes tient compte des spécificités de l'entreprise et de ses performances telles qu'elles ressortent de l'analyse préalable.

Aussi l'évaluateur en dégagant les différents multiples qui ressortent de la valeur vénale (V.V.) obtenue rapprochée des capitaux propres, du chiffre d'affaires, du bénéfice, du résultat d'exploitation. (V.V./CxP, V.V./C.A., V.V./Bénéfice, V.V./R.E.), peut-il vérifier que la valeur est en cohérence avec les éléments de l'analyse et les perspectives de l'entreprise.

Par exemple, le fait qu'une V.V. fasse ressortir un multiple important par rapport au bénéfice net ou au chiffre d'affaires, n'est pas obligatoirement significatif d'une erreur de méthode, si l'entreprise a une forte valeur mathématique liée soit à des immobilisations importantes (sociétés dont le seul objet est d'exploiter un fonds de commerce, sociétés qui détiennent des immeubles...) soit à des réserves importantes.

S'agissant plus particulièrement des petites entreprises, l'évaluateur peut se renseigner sur les multiples de cession observés lors de ventes d'entreprises afin de s'assurer que ceux



obtenus par la mise en place des méthodes de l'administration sont dans le même ordre de grandeur.

Pour les entreprises plus importantes, les comparaisons peuvent être tirées du marché boursier. Il est possible également de rechercher des indications de multiples observés lors des transactions des grandes entreprises.

### *Remarque.*

Pour les sociétés holding de groupe qui doivent établir des comptes consolidés dès lors qu'elles contrôlent de manière exclusive ou conjointe une ou plusieurs entreprises ou qu'elles exercent une influence notable sur celles-ci conformément aux dispositions de l'article L. 233-16 du code de commerce, la valeur est recherchée à partir des comptes consolidés.

Aussi la fiche 4 est-elle consacrée à l'obligation d'établir des comptes consolidés, à leur descriptif et surtout à l'étude de l'incidence de ces comptes consolidés sur les travaux d'évaluation.

En outre, lorsque la valeur par la méthode des cash flows actualisés est présentée à l'administration, l'évaluateur l'examine, car elle peut lui apporter un éclairage susceptible d'ajuster la ou les valeurs de rentabilité.

### **Choix d'une méthode**

Lorsqu'il s'avère que dans un secteur considéré, il existe une méthode couramment utilisée, il est possible de privilégier cette approche.

Par exemple, dans le domaine industriel, la pratique retient souvent de manière privilégiée un multiple de la M.B.A. ou de l'E.B.E.

Surtout, le choix de privilégier la valeur mathématique s'impose principalement pour les sociétés patrimoniales<sup>7</sup>.

7. Les modalités d'évaluation de ce type de société sont décrites fiche 6.



# L'évaluation des titres de sociétés

## Les valeurs cotées en bourse

Il s'agit des actions, obligations, ou autres valeurs mobilières françaises ou étrangères, admises aux négociations sur un marché réglementé<sup>8</sup>.

En matière d'impôt de solidarité sur la fortune, les valeurs mobilières cotées sur un marché sont évaluées selon le dernier cours connu ou selon la moyenne des trente derniers cours qui précèdent la date d'imposition<sup>9</sup>.

En ce qui concerne les donations de valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché réglementé, le capital servant de base au paiement des droits de mutation est déterminé par le cours moyen au jour de la transmission.

Pour les successions, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2004, les héritiers, donataires ou légataires ont désormais le choix entre le cours moyen de la bourse au jour du décès ou la moyenne des trente derniers cours qui précèdent le décès<sup>10</sup>.

## Les titres non cotés en bourse

### Détermination de la valeur unitaire moyenne des titres

Sauf à utiliser une valeur de comparaison selon les modalités décrites ci-dessous, la valeur vénale des titres peut s'établir à partir de la valeur globale de l'entreprise.

8. Un marché libre n'est pas un marché réglementé.

9. Cf. article 885 T bis du C.G.I. et documentation de base 7S 352.

10. Cf. article 759 du C.G.I. et documentation de base 7G 2312.

En règle générale, la détermination de la valeur unitaire moyenne des titres résultera de la combinaison des différentes valeurs obtenues (valeur mathématique, valeur de rendement, valeur de productivité, valeur par l'E.B.E., R.E. ou la M.B.A.). Cette combinaison repose sur des critères identiques à ceux qui ont été retenus pour parvenir à la détermination de la valeur de l'entreprise. Cette démarche, qui recueille l'agrément de la Cour, est du reste également suivie par les experts privés.

Parmi les éléments auxquels la jurisprudence fait référence, la valeur mathématique constitue un des éléments d'appréciation à retenir mais ne permet pas, à elle seule, d'établir la valeur vénale du titre. La Cour de cassation a clairement indiqué que "le montant de l'actif social n'est que l'un de ces éléments"<sup>11</sup>.

Cette affirmation de principe doit cependant être nuancée :

- d'une part, elle ne signifie pas que la valeur mathématique ait une importance égale aux autres éléments à prendre en compte ;
- d'autre part, la Cour a admis dans un arrêt de 1982, Montrichard, que la méthode de la valeur mathématique soit la seule utilisable lorsqu'il s'agit d'évaluer les titres d'une personne morale (parts de G.F.A.) dont l'objet essentiel est la détention et une gestion plus rationnelle d'un patrimoine privé. Cependant cette jurisprudence reste spécifique à ces dernières (cf. arrêt Charlot, Cass. com. 23 avril 2003).

Les autres éléments à prendre en considération sont, naturellement, ceux qui ont déjà été étudiés pour la détermination de la valeur de rentabilité (valeur de productivité, valeur de rendement, M.B.A.,...). Par ailleurs, la Cour de cassation a indiqué, en matière d'évaluation de titres, que les perspectives d'avenir de la société à prendre en compte sont celles qui existent au moment de la transmission des titres, fait générateur de l'impôt (Cass. com. 7 décembre 1993, Delloye).

11. Cf. Cass. com. 28 janvier 1992, Obadia.

## Établissement de la valeur vénale des titres

La valeur vénale des titres peut être recherchée par comparaison et à partir de la valeur globale de l'entreprise.

### Valeur de comparaison

Toute comparaison suppose que le bien à évaluer et le bien qui sert de référence soient comparables. L'évaluateur doit donc avoir une connaissance la plus exacte possible des deux termes. Dès lors comme toute autre méthode, la comparaison s'établit après analyse de l'entreprise et du paquet de titres transmis. D'une manière générale, la valeur par comparaison doit être complétée par les autres approches.

Deux modes de comparaison peuvent être mis en œuvre :

- soit à partir d'une cession ou d'un transfert antérieur du titre à évaluer ;
- soit à partir de l'évolution des valeurs boursières concernant des sociétés cotées très proches structurellement et financièrement de la société non cotée dont on recherche la valeur des titres, ou encore à partir de transactions d'entreprises non cotées dans le même secteur d'activité (sous réserve du respect du secret professionnel).

### *Cession ou transfert antérieur du titre à évaluer*

On ne peut se référer au prix antérieur d'un titre qu'en prenant certaines précautions, notamment vérifier si la cession considérée s'est effectuée dans des conditions comparables à celles existant à la date de la nouvelle évaluation du titre en ce qui concerne :

- l'activité de la société, qui doit être similaire ;
- le nombre de titres composant le capital, une augmentation ou une réduction du capital pouvant entraîner une variation du nombre de titres ;
- le pourcentage de titres transférés, le prix de cession d'une participation majoritaire ne pouvant être comparé au prix de cession d'une participation minoritaire. De même, le prix de quelques titres cédés pour des raisons d'opportunité, dans

l'intérêt de la société (transformation d'une S.A.R.L. en S.A., admission de nouveaux administrateurs...), ne peut être comparé au prix de cession d'une participation plus significative, même minoritaire.

Il convient en outre de ne pas retenir, en principe, de mutations antérieures de plus de 24 mois ni postérieures à la date prise en compte pour l'évaluation.

*Comparaisons boursières ou avec des transactions d'entreprises non cotées*

La bourse des valeurs enregistre des fluctuations des cours dont l'origine, largement indépendante des résultats des sociétés cotées, est fonction notamment des anticipations sur les décisions politiques et l'évolution économique.

Pour la majorité des investisseurs, qui ne désire pas prendre le contrôle des sociétés, la notion de rendement est déterminante. Dans d'autres cas, notamment lors d'une offre publique d'achat (O.P.A.), les titres atteignent des cours très élevés sans commune mesure avec les cours habituels du titre, le but poursuivi étant la prise du pouvoir de décision dans la société.

En définitive, les enseignements du marché boursier peuvent être utilisés lorsque le sous-jacent est composé de titres cotés ou pour l'appréciation de la valeur vénale des titres de sociétés importantes qui seraient elles-mêmes susceptibles d'être cotées en bourse et lorsque le transfert en cause n'est pas de nature à modifier l'équilibre des pouvoirs de décision au sein de la société (sauf à tenir compte des primes de contrôle).

Sous ces réserves très importantes, les données du marché boursier sont utilisables pour déterminer certains multiples et permettre de les comparer avec ceux utilisés lors de la mise en œuvre des différentes approches des valeurs.

Cette méthode dont la mise en œuvre est décrite dans la fiche 5 doit être employée de façon prudente et exclusivement pour évaluer des titres d'une entreprise ayant une taille proche de ses semblables cotées en bourse et situées dans le même secteur

d'activité. La sélection de celles-ci doit être rigoureuse : en effet, la constitution d'un échantillon imprécis d'entreprises de référence fait souvent apparaître de grandes distorsions dans les ratios calculés pour chacune d'elles.

Les coefficients boursiers retenus pour valoriser des titres minoritaires ou la valeur obtenue par application de ces coefficients doivent être diminués<sup>12</sup> d'une décote pour non liquidité. En effet un titre coté est parfaitement liquide, alors qu'un titre non coté ne peut pas être rendu liquide aussi rapidement. La comparaison pour être pertinente doit donc retenir une décote de l'ordre de 20 à 30%.

Cette décote est minorée lorsque la comparaison boursière sert à valoriser des titres non cotés majoritaires, car, s'ils sont moins liquides que des titres cotés, ils emportent pouvoir de contrôle (cf. fiche 8).

Les transactions d'entreprises non cotées peuvent également être analysées afin d'extraire des multiples des différents flux financiers qui pourront servir à conforter une valorisation. Certaines revues spécialisées ou sites publient également des listes de ratios par secteur d'activité.

### Détermination de la valeur vénale des titres à partir de la valeur globale de la société

La valeur de tous les titres d'une société n'est pas obligatoirement égale à la valeur globale de celle-ci.

La détermination de la valeur unitaire des titres à partir de la valeur globale de l'entreprise ne permet pas de distinguer selon que les titres transmis représentent ou non le pouvoir de décision et ne prend pas en compte les réglementations légales ou

12. Les multiples doivent être diminués d'une décote pour non liquidité. Les taux de capitalisation doivent être majorés d'une prime pour non liquidité.

statutaires qui encadrent les transferts constituant un frein à la libre cessibilité des titres et sont considérées généralement comme des causes de moins-value.

### **Retraitements à opérer**

Il est donc nécessaire de procéder à un certain nombre de retraitements de la valeur unitaire précédemment dégagée.

Aussi, l'évaluateur doit-il procéder à une étude préalable du paquet de titres en parfaite connaissance de la répartition du capital social<sup>13</sup>, en tenant compte de la nature juridique des titres transmis et de leurs éventuelles spécificités et affiner la valeur unitaire des titres induite de la valeur globale de l'entreprise.

### ***Selon le pouvoir de décision***

D'une façon générale, la valeur mathématique est prédominante lorsque les titres représentent le pouvoir de décision dans la société tandis que le rendement attendu, lequel dépend d'abord de la rentabilité globale de l'entreprise, est privilégié par les associés minoritaires. Dès lors, l'application forfaitaire d'une décote de minorité ou d'une prime de contrôle à la valeur unitaire ne paraît pas appropriée car celles-ci s'appliqueraient alors de manière égale aux différentes valeurs composant la valeur unitaire.

Il paraît dès lors préférable de pondérer de manière variable les différentes valeurs unitaires du titre, en fonction des seuils de détention.

Cependant, en l'absence de distribution régulière, la valeur de rendement ne peut pas être mise en œuvre. Dès lors pour des actions minoritaires privées de distributions, une décote peut être appliquée sur la valeur déterminée après pondération afin de prendre en compte le caractère minoritaire des titres.

13. Cf. annexe 1, les seuils de détention.



Il serait également possible de rechercher leur valeur à partir du coût de l'éviction estimé par analogie avec des solutions retenues lors des offres publiques de retrait suivies d'un retrait obligatoire.

Sans qu'ils puissent avoir un caractère autre qu'indicatif, et être appliqués de façon systématique ou rigide, des exemples de pondérations sont proposés dans la fiche 3 (cf. également fiche 8 sur les décotes).

### *Selon les réglementations juridiques applicables*

Certaines réglementations juridiques ou statutaires peuvent constituer une cause de moins-value dont l'importance dépend du contenu et de la portée exacte de leurs dispositions.

– Les parts sociales ne sont pas des titres librement négociables. Les statuts peuvent aménager les restrictions législatives imposées pour la cession à des tiers.

Ainsi, pour les parts des sociétés civiles, si l'article 1861 du code civil indique que les parts sociales ne peuvent être cédées à des tiers qu'avec l'agrément de tous les associés, il prévoit également que les statuts peuvent convenir que l'agrément sera obtenu à une majorité, ou qu'il peut être accordé par le gérant.

En ce qui concerne les parts sociales de S.A.R.L., l'article L.223-14 du code de commerce prévoit que celles-ci ne peuvent être cédées à des tiers étrangers qu'avec le consentement de la majorité des associés représentant au moins la moitié des parts sociales, à moins que les statuts ne prévoient une majorité plus forte.

– En revanche les actions sont en principe librement négociables. Cependant, les statuts peuvent prévoir une clause d'agrément qui restreint cette liberté (article L. 228-23 du code de commerce). Par conséquent, la lecture attentive des statuts permet de connaître l'existence et l'importance de la restriction des cessions.

En règle générale seuls les titres minoritaires peuvent être affectés par les clauses d'agrément légales ou statutaires. S'agissant d'agréments unanimes, les titres majoritaires peuvent également être affectés, sauf bien entendu si le paquet de titres concerné constitue la quasi totalité du capital social. Il est possible pour les titres affectés par la clause d'agrément de retenir un abattement de 10 %. (cf. Cour de cassation, arrêt Marion 1<sup>er</sup> avril 1997, n° 872 D).

La lecture attentive des statuts permet également de déceler la présence de titres ne conférant pas à tous les associés les mêmes droits. Ainsi conformément aux articles L. 228-11 à L. 228-20 du code de commerce, les sociétés peuvent émettre des actions de préférence, titres de capital auxquels sont attachés des droits particuliers<sup>14</sup>. L'évaluation de ces actions requiert une étude attentive sur la nature des droits particuliers qu'elles comportent, et pourra procéder par analogie avec les situations identiques issues d'autres catégories de valeurs mobilières.

#### *Les contraintes contractuelles*

Sauf cas particulier, l'existence de pactes d'actionnaires, ou d'un engagement collectif de conservation qui relèvent d'un contrat personnel n'ont d'effet qu'entre les parties et ne justifient pas l'application d'un abattement supplémentaire sur la valeur. Il ne faut pas perdre de vue en effet l'intérêt de ces pactes pour les actionnaires qui les signent.

Dès lors, l'argument du "verrouillage" du capital doit être relativisé car il est spécialement conçu dans l'intérêt même des associés par exemple pour se prémunir de prises de contrôle inamicales ou, s'agissant des engagements collectifs de conservation, afin de bénéficier de dispositions fiscales favorables.

14. L'ordonnance du 24 juin 2004 a réformé le droit des valeurs mobilières en les restructurant autour de quatre catégories, les actions, les actions de préférence, les valeurs mobilières composées et les obligations. Les actions de préférence regroupent les anciens titres dénommés actions de priorité, actions à dividende prioritaire sans droit de vote, certificats d'investissement.

À cet égard, la Cour de cassation a jugé que l'on devait tenir compte pour apprécier l'incidence d'une clause d'agrément (en l'occurrence décote de 10%) tant des avantages que des inconvénients qu'elle emportait (cf. arrêt Marion visé *supra*). La même appréciation doit être faite pour les conventions contractuelles.

### *Autres correctifs*

Sauf si le paquet de titres à valoriser présente une illiquidité qui n'aurait pas déjà été prise en compte ci-dessus, il n'y a pas lieu d'appliquer de décote pour non liquidité<sup>15</sup>, dès lors que les valeurs obtenues par la combinaison des différentes méthodes aboutissent à dégager la valeur intrinsèque des titres sans comparaison à celle des titres cotés (cf. fiche 8).

### *Valorisation des titres démembrés.*

Les titres grevés d'usufruit sont valorisés dans un premier temps à partir de la pleine propriété, selon les méthodes proposées dans ce guide. Ensuite le barème prévu à l'article 669 du code général des impôts est appliqué pour déterminer la valeur de la nue-propriété.

Lorsque la valeur de l'usufruit est recherchée, la même démarche s'impose.

15. Sous réserve des comparaisons boursières ou du recours à la seule valeur mathématique établie en revalorisant les actifs immobilisés par comparaison avec des actifs liquides.



## **Les fiches**



# Entreprise : notion & structure

## Notion d'entreprise

Il n'existe aucune définition légale de l'entreprise. On entend généralement par entreprise une entité économique organisée pour produire, vendre ou échanger des biens ou des services ; l'entrepreneur ou "chef d'entreprise" exerce au sein de cette organisation son activité professionnelle, ses pouvoirs et sa responsabilité.

Une entreprise réunit trois catégories de personnes :

- celles qui apportent les capitaux nécessaires à la création et à l'activité de l'entreprise ;
- celles qui la dirigent ;
- et celles qui y travaillent.

Dans les grandes entreprises, ces fonctions sont généralement séparées. Dans les entreprises plus petites, les fonctions d'apporteur de capitaux et d'entrepreneur sont généralement réunies dans les mêmes mains. Dans les très petites entreprises (artisanales notamment) c'est la même personne qui remplit les trois fonctions.

## Structure de l'entreprise

L'entité économique définie sous le terme "entreprise" comprend d'une part des biens, d'autre part des dettes.

S'agissant d'entreprises industrielles et commerciales, l'ensemble des valeurs actives et passives est synthétisé par le bilan. On constate que le passif représente les ressources de l'entreprise, et l'actif représente l'emploi qui est fait de ces ressources.

## Typologie rapide

### L'entreprise individuelle

L'entreprise individuelle n'a pas de personnalité juridique : chacun des biens la composant est la propriété personnelle de l'exploitant.

Son unité économique est fondée sur la personne de l'entrepreneur qui est le "ciment" de l'entreprise.

En cas de décès, le patrimoine étant transféré aux héritiers ou légataires, l'existence du lien économique n'est plus garantie.

Au plan du droit des successions, chacun des éléments de l'entreprise est considéré isolément (immeubles, fonds de commerce, créances, dettes) et peut, le cas échéant, faire l'objet d'attribution à des héritiers différents.

Dans la majorité des mutations à titre onéreux, le fonds de commerce (éléments corporels ou incorporels) et, le cas échéant, les immeubles utilisés pour l'exploitation du fonds sont les seules valeurs de l'entreprise qui font l'objet du transfert de propriété. Les créances et les dettes restent, le plus souvent, partie intégrante du patrimoine du vendeur.

C'est pourquoi on confond, dans le langage courant, la mutation de l'entreprise individuelle avec celle de son fonds de commerce. La valeur de l'entité économique "entreprise" n'a, dans ce cas, aucune raison d'être, le prix de la mutation étant l'addition de la valeur vénale du fonds, des installations et de celle, le cas échéant, des immeubles.

En revanche, dans l'hypothèse :

- de la mutation de tous les actifs et passifs de l'entreprise (apport d'une entreprise individuelle à une société par exemple) ;
- ou de l'évaluation du patrimoine de l'entreprise dans le cadre de la poursuite normale de son activité par une même personne



(ce qui sera notamment la situation de l'entreprise au regard de l'impôt de solidarité sur la fortune) ;

il convient de prendre en compte l'entité économique que constitue cette entreprise.

### La société

Le patrimoine affecté à l'exploitation appartient cette fois à la société elle-même, qui est une personne morale distincte des personnes physiques qui la composent.

Les associés détiennent quant à eux des titres (parts ou actions) représentatifs de leurs droits dans le patrimoine de la société.

La détermination de la valeur de ces titres répond à des règles spécifiques et ne se confond pas avec la valeur de l'entreprise. Des développements particuliers y sont du reste consacrés dans le présent guide.

Cela étant, l'évaluation globale de la société se révèle indispensable non seulement comme base de calcul de la valeur des titres, mais également dans l'hypothèse d'une mutation globale de l'entreprise, fusion, absorption, vente simultanée de tous les titres représentatifs de la société (cas où une personne détenant plus de 90 % des titres d'une société décide de les céder), ou de l'évaluation du patrimoine d'une personne détentrice de la quasi-totalité des titres d'une société.



## Les méthodes d'évaluation

Selon la jurisprudence de la Cour de cassation, la valeur vénale est celle qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande dans un marché réel<sup>16</sup>. Aussi l'administration ne doit-elle pas accepter une valeur de détention mais, par principe, chercher à cerner une valeur vénale, c'est-à-dire une valeur de transmission et par conséquent prendre en compte les circonstances objectives qui peuvent affecter la libre cessibilité du bien à évaluer.

En tout état de cause, il n'existe pas de valeur fiscale ni de méthodes administratives d'évaluation *sui generis* : la valeur de marché ne peut être dégagée que par l'observation de ce dernier et en recourant aux méthodes utilisées par ses acteurs.

Il existe deux grandes approches de la valeur d'une entreprise : une approche patrimoniale qui vise à cerner et valoriser le patrimoine de l'entreprise et une approche fondée sur la rentabilité dégagée par l'entreprise et qui fait appel à différents flux financiers ou économiques. Ces dernières méthodes établissent la valeur de productivité déterminée à partir du bénéfice, la valeur de rendement à partir du dividende distribué et la marge brute d'autofinancement. D'autres méthodes de rentabilité peuvent également être mises en œuvre pour les

16. La méthode par comparaison, que sous-tend l'observation même du marché, est la méthode par excellence. En matière de titres non cotés, force est cependant de reconnaître qu'elle peut s'avérer difficile à mettre en œuvre. Aussi les agents sont-ils invités à ne dégager la valeur d'un titre non coté directement par comparaison qu'avec la plus grande prudence. En revanche, le recours indirect à la méthode comparative pour, par exemple, déterminer des ratios, un price earning ratio (P.E.R.) ou la prime de risque d'un secteur économique et utiliser ensuite ces éléments dans le cadre d'une méthode de valorisation, est de nature à conforter la pertinence de cette dernière.

entreprises industrielles ou commerciales à partir des résultats partiels comme l'excédent brut d'exploitation (E.B.E.) ou le résultat d'exploitation (R.E.).

Entre ces deux modèles, la méthode de la survalueur ou *goodwill* emprunte aux deux approches.

## **La valeur mathématique ou patrimoniale**

Elle s'obtient par la somme des valeurs vénales des différents éléments de l'actif diminuée de la somme des éléments du passif réel (dettes à long, moyen et court terme) et des provisions. Elle suppose donc un retraitement des bilans de façon à corriger les valeurs comptables pour les ramener aux valeurs réelles.

### **La valeur comptable: rappels**

Les éléments d'actif sont enregistrés en comptabilité, donc apparaissent au bilan pour leur prix de revient ou leur valeur d'apport.

Certains biens (construction, matériel...), se dépréciant avec le temps, font l'objet d'amortissements qui sont la constatation comptable de cette dépréciation ; de même, d'autres biens (fonds de commerce, terrains, créances sur les clients) peuvent faire l'objet de provisions, lorsqu'il est prévisible que leur valeur réelle est inférieure à leur valeur d'entrée dans le patrimoine.

La valeur d'entrée dans le patrimoine est appelée valeur brute comptable ; la différence entre cette valeur et les amortissements ou provisions, est qualifiée de valeur nette comptable.

Mais la valeur nette comptable ne donne qu'une image imparfaite de la valeur du patrimoine réel de l'entreprise.

## Détermination de la valeur vénale des éléments constitutifs de certains postes du bilan

Le bilan comptable est établi selon des règles qui ne sont pas toujours compatibles avec la réalité économique et financière, du fait notamment de :

- l'absence de comptabilisation de certains éléments incorporels (fonds de commerce, d'industrie créé) ;
- l'évolution du marché (immeubles) ;
- la dépréciation monétaire ;

– l'existence de réserves occultes, ou de la surestimation (ou sous-estimation) de certains postes (provisions, par exemple).

Il faut donc procéder à un travail de retraitement des différents postes du bilan : ce retraitement, largement pratiqué par les experts privés, est désormais unanimement admis.

L'analyse des postes du bilan permet d'apporter un certain nombre de corrections à la valeur comptable, et il convient d'examiner notamment les postes détaillés ci-après.

### Corrections des éléments d'actif

#### *Immobilisations incorporelles*

Ce poste peut avoir une importance considérable et demande donc une étude approfondie.

Il s'agit des actifs incorporels divers tels que la clientèle, le droit au bail, l'enseigne, le nom commercial, les droits de la propriété industrielle artistique ou littéraire (les marques, les brevets, les procédés de fabrication, les dessins industriels, les droits de production...) les autorisations administratives, les licences... qui constituent les éléments essentiels du fonds de commerce.

Cet ensemble constitue une universalité juridique des droits et valeurs au moyen desquels s'exerce un négoce ou une industrie et qui se compose d'éléments incorporels et d'éléments corporels.

La valorisation des immobilisations incorporelles nécessite la connaissance de leur nature exacte qui varie selon l'activité de l'entreprise. Il est donc nécessaire d'identifier les éléments incorporels qui peuvent recouvrir une valeur importante. C'est ainsi que les marques de fabrique ou de distributeur, le nom commercial, les droits d'exploitation peuvent constituer le principal actif incorporel d'une entreprise commerciale ou industrielle. Ou encore pour les commerces de gros, de détail, la valeur de l'emplacement peut être très importante, et dans ce cas la valeur du droit au bail doit être privilégiée.

Les valorisations peuvent se faire selon la catégorie :

- Pour le commerce de détail
  - soit par comparaison après étude de marché : cette méthode est recommandée lorsqu'il existe un marché suffisamment ouvert qui permet de trouver des termes de comparaison <sup>17</sup> ;
  - soit en fonction des usages de la profession répertoriés dans des barèmes indicatifs ;
  - les deux méthodes peuvent se recouper mais en l'absence de marché, les barèmes indicatifs constituent parfois la seule référence utilisable.

La valorisation des fonds de commerce de détail comprend en général les éléments incorporels et les éléments corporels, comme le matériel, les agencements et installations nécessaires à l'exploitation et installés par le locataire.

En revanche, les marchandises et le stock n'entrent pas dans la valeur du fonds.

Lorsque l'emplacement s'avère un élément intéressant, la valeur du fonds obtenue ne peut pas être inférieure à la valeur du droit au bail.

17. En la matière, le service doit motiver sa position en donnant le plus possible d'éléments circonstanciés mais dans la limite des règles du secret professionnel : cf. article L 57 du L.P.F. alinéa 3 et D.B. 13L 1513 n° 89. Les coefficients observés correspondant aux C.A. T.T.C. ou H.T. sont appliqués *mutatis mutandis*.

- Pour le commerce de gros et les fonds d'industrie

En l'absence de marché, l'évaluation des éléments incorporels de ces fonds peut se faire selon une méthode forfaitaire :

- soit en pourcentage du chiffre d'affaires moyen hors taxe, dans une proportion généralement pratiquée de 4 % à 18 %, selon les performances et l'activité de l'entreprise, en cohérence éventuellement avec une année de marge brute ;
- soit en multiple, de 1 à 3, du bénéfice net moyen ;
- soit en multiple, de 1 à 2, du bénéfice net moyen s'il est majoré du salaire du dirigeant.

Lorsque l'emplacement tient une place importante, principalement pour les fonds de commerce de gros dans certains secteurs géographiques, la valeur du fonds obtenue par la méthode forfaitaire ne peut pas être inférieure à la valeur du droit au bail. Certaines entreprises détiennent des éléments incorporels de grande valeur comme marques, noms, droits d'exploitation qu'il importe de valoriser, soit en recourant à une méthode spécifique, soit en utilisant la méthode de la survaleur ou goodwill qui correspond précisément aux éléments incorporels (cf. *infra*).

La valeur des immobilisations incorporelles obtenue par la méthode forfaitaire peut de toutes façons toujours être utilement rapprochée de celle de la survaleur.

Il arrive que cette approche dégage un *badwill*. Dans ces conditions, l'évaluateur doit en tenir compte dans l'appréciation de la valeur mathématique.

- Les frais de recherche et de développement

Si leur valeur n'est pas considérée comme déjà intégrée dans celle du fonds, ils peuvent être estimés essentiellement par la méthode du coût d'acquisition (avec amortissement sur la durée de vie probable des projets).

Lorsque la méthode de la survaleur est utilisée, les éléments incorporels ainsi valorisés comprennent de fait cette nature de frais.

- Les frais d'établissement

Ces dépenses sont afférentes aux opérations :

- de création de l'entreprise, pour les frais d'actes, d'enregistrement, ainsi que la prospection et les démarches publicitaires, notamment ;
- de restructuration, pour les frais de conseil, d'étude et de publicité, par exemple.

Les frais d'établissement sont des dépenses déjà réalisées et sans possibilité de valorisation ultérieure.

Ce sont donc des non-valeurs à déduire de l'actif net.

### *Terrains*

Il y a lieu de corriger la valeur inscrite au bilan en donnant à ce poste sa valeur vénale au jour de l'expertise. Pour cela, on procède comme il est indiqué au chapitre V du "guide de l'évaluation des biens" édité par l'administration concernant l'évaluation des terrains à bâtir, en se référant, chaque fois que possible, aux conditions du marché local.

### *Constructions*

La valeur au bilan doit être corrigée selon les mêmes principes que ci-dessus, en tenant compte des conditions du marché, selon les règles générales déjà exposées, et en intégrant les caractéristiques propres des bâtiments industriels, et ceci quelle que soit l'affectation donnée aux constructions.

- Méthodes d'évaluation des bâtiments industriels

Comme pour toutes les autres catégories d'immeubles, la méthode la plus appropriée pour l'estimation des bâtiments industriels est celle de l'évaluation par comparaison.

Le marché local n'offrant souvent qu'un nombre insuffisant d'éléments d'appréciation, les termes de comparaison pourront être recherchés sur un marché plus étendu. L'unité de mesure la plus couramment retenue est le mètre carré de superficie développée pondérée hors œuvre, les coefficients généralement admis étant les suivants :

- sous-sol (suivant utilité et aménagement) : 0,1 à 0,75 ;
- rez-de-chaussée (pour tous bâtiments) : 1 ;



- étages (ateliers ou magasins) : 0,50 à 0,75 ;
- étages (bureaux) : 1.

Les valeurs unitaires à retenir sont déterminées à partir des prix unitaires dégagés à l'occasion de mutations portant sur des bâtiments industriels similaires.

Lorsque les bâtiments composant un ensemble industriel présentent une certaine homogénéité (matériaux, état d'entretien, équipements), on peut adopter une valeur unitaire uniforme. Dans le cas contraire, qui est également le cas le plus courant, il est préférable d'adopter pour chaque bâtiment ou groupe de bâtiments comparables, un prix unitaire distinct, tenant compte des caractéristiques propres à chacun d'eux. Les autres méthodes d'évaluation (estimation par le coût de construction, évaluation par le revenu en ce qui concerne les immeubles loués...) ne peuvent être utilisées qu'à titre de recoupement. On note également que, lorsque les bâtiments sont trop vétustes, seul le terrain conserve une valeur réelle et l'ensemble doit être évalué selon la méthode de la récupération foncière, c'est-à-dire valeur du terrain nu, diminuée du coût de démolition des bâtiments.

En définitive, les méthodes d'évaluation de ces biens sont privilégiées dans l'ordre suivant :

- Méthode d'évaluation par comparaison (surface développée pondérée hors œuvre) ;
- Valeur de reconstruction = valeur à neuf (superficie bâtie x coût du mètre carré neuf) x coefficient de vétusté ;

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

- 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).

### *Agencements et installations*

Ils n'ont pas à faire l'objet d'une évaluation séparée s'ils sont intégrés dans la valeur des constructions ou dans celle du fonds de commerce.

Dans l'hypothèse inverse, les éléments de cette nature devront être appréciés, soit en fonction de leur coût, soit en fonction de leur utilité. La valeur d'achat constituera une base solide d'évaluation.

### *Matériel, outillage, matériel de bureau et de transport*

La durée de vie économique de ces actifs est souvent supérieure à la durée fiscale. C'est ainsi que l'on retrouve amortis, des biens qui ont toujours une valeur d'usage ou une valeur économique. Selon leur importance dans l'actif du bilan et en fonction de l'analyse préalable on pourra les revaloriser.

Exception faite des matériels d'usage courant pour lesquels il existe un cours sur le marché de l'occasion, l'appréciation des valeurs pourra être faite :

- soit à partir de la valeur à neuf, diminuée d'un coefficient de vétusté, lequel devra tenir compte, d'une part, de l'amortissement normal du matériel et, d'autre part, de son degré plus ou moins grand de désuétude ou d'obsolescence ;
- soit à partir de la valeur comptable brute actualisée d'un amortissement normal eu égard à la nature et à l'utilisation du bien. En pratique, ne sont réévalués conformément au principe de réalité que les biens effectivement cessibles qui sont amortis partiellement et qui ont une valeur supérieure à la valeur comptable.

En général la valorisation se pratique en réintégrant une partie des amortissements, notamment la part des amortissements excédant la perte de valeur purement économique (amortissements dégressifs et dérogoires, par exemple). Par ailleurs, pour les biens qui ne peuvent être cédés que par lots, il est possible de pratiquer une décote sur le total des valeurs unitaires.

La plus-value acquise par rapport à la valeur nette comptable peut être recherchée de façon empirique en reprenant une fraction forfaitaire des amortissements pratiqués, qui selon certains auteurs et praticiens, peut être retenue :

- pour les matériels et outillages industriels, à 60% des amortissements cumulés (un peu plus, 70%, pour les machines de moins de 6 ans ; un peu moins, 50%, pour les machines plus anciennes) ;
- pour les installations générales et le matériel et mobilier de bureau (sauf informatique), à 50 % des amortissements linéaires cumulés.

Cette pratique pourra être mise en œuvre à titre de recoupement, et sous réserve qu'elle aboutisse à des résultats conformes aux enseignements tirés de l'analyse préalable de la société et de son fonctionnement.

L'entrée en vigueur des normes I.F.R.S. prévoyant que l'actif immobilisé soit valorisé à sa "juste valeur", permettra d'affiner les méthodes de valorisation.

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

Bien qu'ils ne soient pas la propriété de l'entreprise et par conséquent non inscrits à l'actif, on ne peut négliger les biens financés par crédit-bail<sup>18</sup> (immeubles, matériels, équipements ...) : en effet, l'entreprise détient, au travers de ces contrats, des droits de nature incorporelle qui représentent une valeur certaine.

Il est possible d'évaluer ces biens comme s'ils étaient en pleine propriété, mais en défalquant naturellement de cette valeur la charge financière qu'ils produisent, à savoir le montant des annuités restant à payer ainsi que celui de l'option de rachat<sup>19</sup>. Bien entendu, les différents montants sont à retenir pour leur valeur actuelle.

18. Il conviendra de demander la communication des contrats de ce type.

19. Une attention particulière sera apportée à ceux dont le terme est proche puisque leur valeur doit normalement augmenter au fur et à mesure que la charge financière décroît.

L'évaluation des biens en crédit-bail est donc égale à :  
[valeur du bien à une date déterminée] – [valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer]

Valeur du bien à une date déterminée =  $V(1 - a)^n$

V : montant de l'investissement initial,

a : taux d'amortissement économique,

n : nombre d'années d'utilisation du bien.

Valeur actuelle des loyers et montant de l'option restant à payer =  $L \times \frac{1 - (1 + i)^{-x}}{i} + \frac{OP}{(1 + i)^x}$

L : montant du loyer annuel,

i : taux d'intérêt courant du marché,

x : nombre d'années restant à courir,

OP : 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 100 000€, le paiement d'un loyer annuel de 13 500€ sur 10 ans, et une option d'achat pour 10 000€ en fin de contrat.*

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

*Le taux d'intérêt est de 10%.*

*Au bout de 5 années d'utilisation, le bien en crédit-bail sera évalué à :*

Valeur du bien au terme des 5 années (compte tenu de l'amortissement économique) =  
 $100\,000 \times (1 - 0,05)^5 = 77\,378 \text{ €}$

Valeur actuelle des sommes restant à payer =  $13\,500 \times \frac{1 - (1 + 0,1)^{-5}}{0,1} + \frac{10\,000}{(1 + 0,1)^5}$   
= 57 365 €

La différence entre les deux valeurs :  $77\,378 - 57\,365 = 20\,013 \text{ €}$

### *Titres de participation*

Ce poste doit faire l'objet d'une étude approfondie, spécialement pour les sociétés mères. De manière générale :

– si les titres sont cotés, leur évaluation peut être faite soit sur la base du cours moyen de bourse du jour du fait générateur, soit à

une moyenne de cours calculée sur une période plus longue pour lisser les effets d'un accident conjoncturel à la baisse ou à la hausse des cours. Le cours retenu peut être ajusté d'une prime de contrôle (cf. fiche 8) ;

– s'ils sont non cotés, l'entreprise correspondante doit faire l'objet d'une évaluation selon les méthodes exposées dans le présent guide.

### *Dépôts et cautionnements*

Ils sont repris pour leur valeur au bilan.

### *Stocks*

Les stocks doivent être en principe évalués sur la base du cours du jour.

Ce cours sera aisément déterminé pour les matières premières, les matières consommables et les marchandises qui font l'objet d'un large marché et dont par conséquent les prix sont connus. C'est le cas le plus fréquent.

L'évaluation de certains stocks est quelquefois plus délicate.

En ce qui concerne les produits finis, il est possible de se référer aux prix de vente diminués des frais de commercialisation à prévoir. L'évaluation des produits semi-ouvrés et des produits et travaux en cours sera réalisée à partir des coûts de production.

En pratique, c'est la valeur au bilan qui est généralement retenue. D'une manière générale, les stocks dont l'importance est liée à la nature de l'activité (sociétés marchands de biens, entreprises viticoles, sociétés de négoce d'objets de valeur...) doivent faire l'objet d'une attention particulière.

### *Clients et créances diverses*

Pour ces postes également, le montant des provisions est à examiner le cas échéant.

### *Actifs de trésorerie*

C'est la valeur au bilan qui est retenue, sauf pour les titres de placement, évalués au cours boursiers.

### *Fiscalité latente*

La question se pose souvent de savoir s'il y a lieu de tenir compte de la fiscalité latente sur les plus-values observées sur les différents postes de l'actif.

Il est constant que la valeur comptable des biens inscrits à l'actif du bilan ne reflète pas leur valeur réelle. Les experts s'accordent sur le fait qu'il convient de vérifier les valeurs d'inscription et de leur substituer si nécessaire la valeur réelle du bien.

Ainsi, d'une manière générale, il est admis :

- qu'un bien immobilisé à l'actif du bilan et nécessaire à l'activité de la société n'a pas vocation à être vendu ; la valeur recherchée étant la valeur d'utilité du bien pour l'entreprise, il n'y a pas lieu de tenir compte d'un impôt latent ;
- en revanche, si le bien immobilisé et revalorisé n'est pas nécessaire à l'exploitation (la société peut envisager de le céder sans nuire au bon déroulement de son activité), il est possible de déduire l'impôt latent.

### **Correction des éléments de passif**

L'attention est appelée sur les provisions.

Il existe deux types de provisions : les provisions réglementées et les provisions pour risques et charges.

- Les provisions réglementées

Elles constituent en fait des réserves (bénéfices exonérés d'impôt). Ce sont les provisions pour investissement, les provisions pour hausse des prix, les provisions pour fluctuation des cours et les amortissements dérogatoires.

Elles sont à inclure dans le calcul de l'actif net.

- Les provisions pour risques et charges

Il existe deux types de risques et charges :

- certains dans leur principe et déterminés dans leur montant : les provisions constituent dès lors un passif réel ;
- éventuels (cf. provision de propre assureur) : les provisions sont alors assimilables en partie à des réserves.

Bien entendu, il convient de tenir compte de l'impôt latent exigible lors de la réintégration.

## Les valeurs de rentabilité

### Valeur de productivité

Cette méthode permet de dégager la valeur d'une entreprise en capitalisant le résultat net que son activité produit, peu importe que le bénéfice soit distribué ou mis en réserve.

### Bénéfice à capitaliser

La méthode capitalise à l'infini le bénéfice. Aussi convient-il de déterminer avec précision le bénéfice retenu et de s'assurer qu'il est reproductible.

Le bénéfice à retenir est établi à partir du résultat net courant (résultat courant avant impôt, minoré de l'impôt sur les sociétés), afin d'éliminer les éléments exceptionnels<sup>20</sup> affectant le résultat net comptable, et plus précisément du résultat net courant moyen des trois dernières années<sup>21</sup>.

Ce résultat net courant moyen (ou net comptable lorsque les résultats exceptionnels ne sont pas déterminants) peut être :

- pondéré (par exemple, coefficient 1 pour l'année  $n - 2$ , coefficient 2 pour l'année  $n - 1$ , coefficient 3 pour l'année  $n$ , pour tenir compte de la dynamique) ;
- majoré éventuellement d'une partie du salaire des associés dirigeants (dans les petites sociétés ou sociétés à caractère familial, assimilables à des entreprises individuelles) ainsi que d'éventuels redressements fiscaux.

20. Sauf à tenir compte des éléments exceptionnels récurrents comme en matière de produits les plus-values de cessions annuelles de matériels dans certaines entreprises.

21. La participation des salariés aux résultats de l'entreprise prévue par l'article L 442-1 du code du travail est déductible.

En ce qui concerne les entreprises individuelles, le bénéfice moyen après impôt peut être calculé en imputant les bénéfices déclarés d'un impôt égal au taux de l'impôt sur les sociétés en vigueur et en expurgeant les profits qui présentent un caractère exceptionnel non récurrent (plus-values immobilières, produits exceptionnels), par analogie avec les entreprises passibles de l'impôt sur les sociétés.

Le retraitement du bénéfice sera mené au cas par cas en vue de déterminer un bénéfice récurrent (cf. par exemple dans la fiche 3, page 76 & 77 où une partie des produits financiers n'a pas été retenue).

### Taux de capitalisation

Pour appréhender la méthode de calcul du taux de capitalisation qui est expliquée ci-dessous, il convient tout d'abord d'avoir présent à l'esprit :

- que contrairement à la méthode des cash-flows actualisés, le numérateur représente un bénéfice récurrent dégagé à partir des données comptables présentes et passées et non des bénéfices futurs prévisionnels estimés sur une période limitée et intégrant le taux de croissance de ces bénéfices espérés par le chef d'entreprise ;
- que ce taux de croissance hypothétique ne pouvant être établi ni en tout état de cause pris en compte par l'administration, celle-ci ne peut que se borner à capitaliser à l'infini un flux récurrent réputé constant.

Comme le fait la majorité des praticiens, le taux est calculé :

- à partir d'un taux de base, taux de rendement sans risque, à savoir le taux de rendement des obligations publiques garanties par l'État. S'agissant d'un taux d'emprunt à long terme intégrant une hypothèse d'inflation, il y a lieu, par simplification, de déflater<sup>22</sup> ce taux de référence de celui de l'érosion monétaire (cf. tableau en annexe 2) ;

22. Le taux est déflaté car il sert à capitaliser des flux réputés constants.



– majoré d'une prime de risque, lequel justifie un rendement supplémentaire par rapport au taux considéré comme minimum. Cette prime est normalement dégagée à partir de la formule suivante :

**Prime de risque =  $\beta \times Pr$**

**Pr**: prime de risque constatée sur le marché français ;

**$\beta$** : coefficient de risque lié à l'entreprise (fonction du risque interne d'exploitation et du risque externe lié à l'environnement, la concurrence, la technologie...).

À titre purement indicatif, il est possible de retenir :

– la prime de risque historique<sup>23</sup> du marché français soit 5 % ;

La prime historique calculée sur des données réalisées au cours d'une période antérieure est préférée à la prime actuelle résultat d'une analyse prospective qui estime la rentabilité et la croissance future et intègre un taux d'inflation.

Bien entendu, pour les entreprises importantes où des comparaisons avec le secteur boursier seraient davantage pertinentes, ce calcul pourra être affiné en retenant la prime de risque de marché constatée pour l'année du fait générateur ainsi qu'un  $\beta$  proche de celui des sociétés comparables ;

– un  $\beta$  variant, selon le risque propre à l'entreprise et à son secteur, dans les fourchettes suivantes : de 0,3 à 0,5 pour un risque faible (par exemple, à l'heure actuelle, secteur de l'immobilier) ; 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 ou des services financiers) ; de 0,8 à 1,10 pour un risque moyen à important (secteurs de l'alimentation, de l'énergie, de la construction, des sociétés d'investissement ou des autres services) ; de 1,10 à 1,50 pour un risque important (par exemple secteur de l'automobile, des biens d'équipement...), avec un maximum exceptionnel à 2 ou plus (par exemple certains secteurs des nouvelles technologies).

23. La prime de risque observée en France sur une longue durée 100 ans est de 5%. Source Pierre Vernimmen "Finance d'entreprise" d'après l'étude de Dimson, Marsh et Stauton. Ce pourcentage est conforté sur une période de 87 ans par une étude de l'INSEE (Synthèses. Performance des placements en or, en actions et en obligations de 1913 à 2000, tableau n°1).

Au-delà du secteur, d'autres éléments impactant le risque pourront être pris en compte tels que, par exemple, la taille de l'entreprise ou son ancienneté.

### **Valorisation par un multiple du résultat d'exploitation ou de l'E.B.E.**

Ces méthodes sont plus particulièrement réservées aux sociétés commerciales ou industrielles.

Le résultat d'exploitation (R.E.) et l'excédent brut d'exploitation (E.B.E.) sont des soldes intermédiaires de gestion.

Le résultat d'exploitation, proche de l'E.B.I.T., (Earning before interest taxes) correspond à la somme des produits d'exploitation moins les charges d'exploitation.

L'E.B.E. est l'équivalent de l'E.B.I.T.D.A. (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization). Il correspond au financement interne issu de l'exploitation.

Il s'obtient en ajoutant à la valeur ajoutée (V.A.) les subventions d'exploitation et en retranchant les impôts et taxes et les charges de personnel :

$$E.B.E. = V.A. + \text{subventions d'exploitation} - (\text{impôts \& taxes} + \text{charges de personnel})$$

Il peut aussi être calculé à partir du résultat d'exploitation en majorant celui-ci des dotations d'exploitation (dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations, dotations aux provisions sur actif circulant et pour risques et charges) et des autres charges et en retirant les reprises et transferts sur charges d'exploitation et les autres produits :

$$E.B.E. = R.E. + \text{dotations aux amortissements et provisions} + \text{autres charges} - (\text{reprises et transferts sur charges d'exploitation} + \text{autres produits})$$

La méthode de valorisation consiste à appliquer un multiple au R.E. ou à l'E.B.E. de l'entreprise à valoriser et à diminuer le résultat obtenu de l'endettement financier net de la société.

Les multiples à prendre en compte sont obtenus par comparaison en tirant le ratio :

$$\frac{\text{Valeur d'entreprise (V.E.)}}{\text{Résultat d'exploitation (R.E.)}} \text{ ou } \frac{\text{Valeur d'entreprise (V.E.)}}{\text{E.B.E.}}$$

V.E. : capitalisation boursière (cours ou prix de l'action multiplié par le nombre de titres) majorée de l'endettement financier<sup>24</sup>.

Si le multiple est tiré d'une comparaison boursière, il y aura lieu d'appliquer au résultat obtenu une décote de non liquidité.

La valorisation par le R.E. peut être mise en œuvre pour conforter une valeur de productivité, ou à la place de celle-ci lorsque des ratios comparatifs issus de transaction sur des sociétés du même secteur d'activité ont pu être trouvés. (Sur ce point cf., par exemple, la fiche des comparaisons boursières).

La valorisation par l'E.B.E. peut remplacer la méthode traditionnellement utilisée par l'administration dite M.B.A. et décrite ci-après.

Ces deux approches reposent sur une évaluation globale de l'entreprise établie par comparaison directe ou indirecte. Elles ont l'avantage de permettre la prise en compte de l'endettement financier de la société et par conséquent d'affiner la valeur entre les sociétés qui n'ont pas toutes le même niveau de charges financières. Ces multiples constituent des instruments d'observation très appréciés actuellement de sorte que les ouvrages privés publient fréquemment des données statistiques de ces ratios pour les différents secteurs d'activité.

Malgré tout, ces méthodes restent d'application délicate car la détermination de la valeur d'entreprise comme le choix du multiple requièrent une attention particulière.

24. Certains auteurs utilisent l'expression "fonds propres" ou "capitaux propres" pour nommer l'équivalent de la capitalisation boursière lorsque la société n'est pas cotée. Cf. par exemple "Finance d'entreprise" Pierre Vernimmen, sur la valeur des capitaux propres.

## **La marge brute d'autofinancement (M.B.A.)**

Cette méthode est plus particulièrement adaptée aux sociétés industrielles qui nécessitent des investissements en matériels et outillages, et constatent des amortissements importants. En effet, la marge brute d'autofinancement est formée par l'ensemble des disponibilités dégagées par l'entreprise pendant une période déterminée. Elle exprime sa capacité d'autofinancement. Elle comprend :

- le bénéfice net après IS ;
- les dotations aux amortissements ;
- les variations des provisions pour dépréciation d'actifs immobilisés ;
- les variations des provisions réglementées et des provisions pour risques et charges à caractère de réserves, (provisions ne correspondant pas à une charge réelle de l'entreprise).

Par exemple les provisions pour investissement, pour hausses des prix, provisions pour fluctuations des cours, pour grosses réparations ou pour propre assureur.

On calcule ensuite la valeur de l'entreprise en affectant la M.B.A. d'un coefficient multiplicateur, qui peut varier de 4 à 10, suivant notamment la nature des investissements. Le coefficient sera faible si les investissements sont importants, il sera élevé dans le cas contraire. La difficulté que présente cette méthode réside dans le choix du coefficient multiplicateur.

Certains experts estiment que ce coefficient peut être déterminé par comparaison avec le rapport moyen capitalisation boursière

M.B.A.

constaté dans des sociétés cotées, comparables, par l'activité qu'elles exercent et par leur dimension, à l'entreprise à évaluer. Il convient donc, dans ce cas, de connaître ces deux éléments dans un nombre suffisant de sociétés cotées pouvant servir de référence. Le multiple retenu à parti des comparaisons boursières, devra être minoré d'une décote de non liquidité.

Cette méthode doit surtout être utilisée pour l'évaluation de sociétés assez importantes ou en l'absence totale de bénéfices (par exemple du fait d'amortissements ou de provisions très conséquents).

Cela étant, rien n'empêche l'évaluateur de recourir, à titre interne, à cette méthode afin de conforter sa démarche au regard de la valeur de productivité.

### **La valeur de rendement**

Cette méthode qui se fonde sur le bénéfice distribué ne se conçoit qu'à l'égard d'entreprises sociétaires qui pratiquent une politique régulière de distribution dans le but d'apprécier plus particulièrement la valeur des titres minoritaires. Le rendement du titre est calculé en capitalisant le dividende par un taux à déterminer.

La mise en œuvre de cette méthode demande que soit appréciée sur plusieurs exercices la politique de distribution de la société et que soit calculé pour chaque année le pourcentage du bénéfice affecté à la distribution.

### **Notion de bénéfices distribués**

Il est possible de retenir un montant moyen sur trois ans, selon une moyenne simple ou pondérée selon le cas. Dans tous les cas le dividende moyen retenu doit pouvoir être considéré comme reproductible. Dès lors, doit être expurgé un dividende correspondant à une distribution exceptionnelle de réserves (distribution décidée en vue du règlement de droits de succession par exemple).

### **Détermination du taux**

L'ancien guide recommandait de retenir les taux de capitalisation suivants : 5 % si l'on part du rendement net, avoir fiscal non compris, ou 7,50 % si l'on part du rendement brut, avoir fiscal compris.

Ces taux fixes sont désormais inadaptés dès lors qu'ils ne prennent pas en compte la fluctuation des taux constatés sur les marchés boursiers.

Lorsque la taille de l'entreprise est proche de celle de sociétés cotées, il est possible de recourir à des comparaisons boursières (à politique de distribution équivalente et à secteur économique similaire) pour dégager un taux de rendement ajusté ainsi au mieux à l'entreprise considérée. La valeur obtenue (dividende/taux) sera diminuée d'une décote de 30% environ pour tenir compte de la liquidité réduite des titres de la société non cotée par rapport à celle des actions cotées.

Pour les autres entreprises, de taille moins importante et où la liquidité des titres apparaît plus réduite encore, il y a lieu de retenir un taux de base correspondant au taux moyen de rendement des actions cotées (cf. tableau en annexe 2), lequel intègre déjà les risques d'entreprise, puis de corriger le résultat par un abattement de non liquidité de 30%. Pour les petites entreprises, il est également possible de retenir comme taux de base un taux moyen de rendement des actions cotées calculé sur une période plus longue, par exemple 3%<sup>25</sup> et de corriger le résultat par un abattement de non liquidité.

Enfin le taux de capitalisation retenu est fonction du pourcentage de distribution observé. C'est ainsi que ce taux peut approcher le taux de capitalisation retenu pour la valeur de productivité lorsque les distributions représentent la quasi-totalité du bénéfice.

## **La survaleur**

### **Définition de la survaleur**

L'entreprise engage un ensemble de moyens techniques (actifs corporels) dans son activité pour dégager sa rentabilité. Ces actifs doivent être rémunérés pour justifier leur valeur économique ou d'utilité. Si la rentabilité est supérieure à la rémunération des actifs corporels, il apparaît un "superprofit" qui traduit l'existence d'un autre actif, de nature incorporelle.

25. Sur une période de trente ans (1970 à 2000), le taux moyen de rendement brut des actions cotées est de 4,12%. Le taux net ressort à 2,8%.

La survaleur ou goodwill est le supplément de valeur de l'entreprise dû à sa réputation, à la valeur de son équipe, à son nom, ses marques, son réseau de distribution, etc.

Cet actif incorporel, "survaleur" ou goodwill, est évalué à partir de la rente des "superprofits" générés sur une certaine période. Si la différence est négative, on est en présence d'un badwill, une dépréciation de la valeur patrimoniale doit être opérée.

La survaleur est appréciée en fonction des fonds propres de l'entreprise et de leur rentabilité.

La méthode de la survaleur, associant une approche patrimoniale et une approche de rentabilité, constitue en tout état de cause, et en soi, une combinaison de valeurs dont le résultat doit logiquement s'intercaler entre la valeur mathématique et la valeur de rentabilité.

### Modalités de calcul de la survaleur

En pratique, la survaleur s'obtient en affectant d'un coefficient multiplicateur la fraction de bénéfice qui excède la rémunération des capitaux engagés. Les capitaux engagés correspondent à l'actif net réévalué hors fonds commercial.

Le taux de rémunération des capitaux engagés correspond au taux de base du marché financier (taux de rendement des emprunts d'État à long terme, par exemple) majoré d'une prime de risque. À titre indicatif, ce taux peut être équivalent à celui retenu pour le calcul de la valeur de productivité<sup>26</sup> mais l'évaluateur peut en choisir un autre.

26. Certains auteurs et experts privés proposent en général que ce taux corresponde au coût moyen pondéré du capital (C.M.P.C.) ou W.A.C.C. (Weighted Average Cost of Capital) qui intègre trois paramètres : un taux sans risque, une prime de risque et une pondération du coût des financements utilisés. Cependant il n'existe pas de véritable consensus sur la méthode de formation du W.A.C.C. La mise en œuvre des normes IFRS qui imposent d'actualiser la valeur des actifs permettra probablement de rapprocher les points de vue méthodologiques.

Le coefficient multiplicateur est retenu selon la formule de la valeur actuelle d'une suite de 1 € sur une durée  $n$  à un taux d'actualisation de  $i$  soit  $\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$

$n$ : période retenue pour la rente de survaleur.

$i$ : taux d'actualisation, constitué du taux de base, majoré d'une prime de risque, pour le risque interne, propre à l'entreprise, et le risque externe, propre au secteur d'activité dans lequel elle exerce. Par commodité, on retiendra pour  $i$  le même taux que celui dégagé pour le calcul de la valeur de productivité. Des tables financières sont jointes en annexe pour faciliter le choix du coefficient multiplicateur.

Le coefficient est d'autant plus élevé que les perspectives de maintien du surbénéfice sont favorables (attachement de la clientèle, renom, ancienneté, spécialisation, savoir-faire et brevets, etc, en bref tous éléments ressortant du diagnostic), autorisant l'allongement de la durée de la rente de survaleur (dans les cas les plus courants, de 5 à 8 ans) : il varie du reste de manière inversement proportionnelle à la prime de risque affectant le taux d'actualisation (à durée égale, une augmentation du taux d'actualisation entraîne la diminution du coefficient).

Dans les cas exceptionnels d'entreprises de grand renom, donc assurées d'une certaine pérennité, il est possible de calculer directement le coefficient multiplicateur à partir de la capitalisation du taux  $i$  : par exemple, si  $i = 8\%$ , le coefficient multiplicateur est égal à  $1/8\%$  soit 12,5.

Cette méthode financière permet ainsi l'évaluation des éléments incorporels du fonds, dont la valeur mise en évidence vient augmenter la valeur de l'actif net corrigé.

La principale difficulté consiste à choisir le coefficient multiplicateur idoine. Aussi cette méthode doit-elle être réservée aux entreprises les plus importantes.



### **La méthode des cash-flow actualisés (D.C.F.)**

Avec cette méthode, la valeur de l'entreprise correspond à la somme de ses cash flows disponibles prévisionnels actualisés au coût moyen pondéré du capital engagé (C.M.P.C.), et de la valeur terminale actualisée.

L'administration ne met pas en œuvre directement cette méthode car elle ne peut établir des plans d'affaires. Mais lorsque cette méthode est proposée, elle l'examine et éventuellement l'utilise pour affiner les résultats obtenus avec d'autres méthodes. Aussi l'évaluateur doit-il être en mesure d'apprécier la cohérence entre les flux futurs retenus et le taux d'actualisation utilisé.

Cette approche est plus particulièrement adaptée pour les sociétés de taille importante qui montrent des perspectives de développement, car elle présente une difficulté supplémentaire par rapport aux autres méthodes, à savoir, la fiabilité de ces prévisions, et la capacité de l'entreprise à les réaliser.

En revanche elle ne présente pas d'intérêt pour les petites sociétés comme celles qui exploitent un fonds de commerce ou pour les sociétés dont la seule activité est la détention d'un patrimoine.



## Exemples d'application

À titre d'illustration, sous réserve des adaptations à retenir dans chaque espèce et sans caractère absolu, deux séries d'exemples sont soumises à la réflexion. Tous les exemples proposés ne visent qu'à faciliter la compréhension des méthodes et à développer leur mise en œuvre.

Dans chaque série, un exemple complet et très détaillé est suivi d'exemples divers destinés à prendre en compte différentes situations.

## Évaluation d'une entreprise

### Exemple général

Les méthodes de valorisation qui précèdent peuvent être illustrées par un exemple basé sur les éléments constitutifs d'une société par actions simplifiée, S.A.S. X, relativement importante, exerçant une activité industrielle de fabrication de pièces détachées pour l'outillage.

Il est rappelé que toute valorisation suppose une analyse préalable de l'entreprise avec mise en lumière de ses points forts et de ses points faibles.

Cette société détient, au 31 décembre 2005, des éléments d'actif et de passif récapitulés dans le bilan ci-après.

Actif en euros				Passif en euros	
Postes	Montant brut	Amort. ou provisions	Montant net	Postes	Montant
<b>Actif immobilisé</b>				<b>Capitaux propres</b>	
<b>Immobilisations incorporelles</b>					
Concessions brevets	1 227 589	772 325	455 264	Capital	4 377 604
Fonds commercial	263 366		263 366	Réserve légale	437 760
<b>Immobilisations corporelles</b>					
Terrains	1 076 844	332 791	744 052		
Constructions	5 530 492	1 804 458	3 726 035	Réserve réglementée	34 457
Matériel et outillage	16 133 345	12 791 978	3 341 368	Autres réserves	23 357 223
Autres immobilisations corporelles	4 187 820	2 268 263	1 919 556	Report à nouveau	2 621 726
immobilisations en cours	234 757		234 757	Résultat de l'exercice	5 435 196
Avances et acomptes	804 719		804 719	Provisions réglementées	1 486 183
<b>Immobilisations financières</b>				Provisions pour risques et charges	
Autres participations	243 042		243 042		882 011
Prêts	616 123		616 123	<b>Dettes</b>	
Autres immobilisations financières	10 644		10 644	Emprunts et dettes auprès des étab. de crédit	2 232 560
<b>Actif circulant</b>				Emprunts et dettes financières divers	
Stocks	10 277 890	1 580 386	8 697 504	Avances et acomptes reçus sur commandes en cours	
En cours de production de biens	3 261 202		3 261 202	Dettes fournisseurs et comptes rattachés	8 634 516
Clients	16 079 232	1 315 549	14 763 684	Dettes fiscales et sociales	3 334 252
Autres créances	618 055		618 055	Autres dettes	366 045
Valeurs mobilières de placement	11 050 549		11 050 549		
Disponibilités	4 727 440		4 727 440		
Charges constatées d'avance	547 068		547 068	Produits constatés d'avance	10 663
			<b>76 890 177</b>	<b>20 865 750</b>	<b>56 024 428</b>
					<b>56 024 428</b>

Les fonds propres de l'entreprise (capital + réserves + report à nouveau + bénéfice + provisions réglementées) s'élèvent à 37 750 150 €

Les résultats de l'activité sont les suivants

En euros	2003	2004	2005
C.A. HT	62 993 155	61 548 896	62 659 053
Excédent brut d'exploitation	10 335 553	14 484 246	10 001 697
Reprises et transferts sur charges d'exploitation	743 249	82 391	1 013 876
Dotations d'exploitation	2 554 827	4 888 845	3 193 670
Autres charges	575 043	493 547	580 393
Résultat d'exploitation	7 948 932	9 184 244	7 241 510
Résultat financier	196 125	474 561	1 096 461
Résultat courant avant impôt	8 145 057	9 658 806	8 337 971
Résultat courant retraité de l'impôt et de la participation des salariés	5 061 299	4 978 160	5 203 334
Bénéfice net	4 157 368	5 197 377	5 435 196

## Analyse

Avant de mettre en place les méthodes de valorisation, l'évaluateur procède à une analyse de l'entreprise. Cette phase préparatoire décrite page 8 et suivantes est indispensable.

### Analyse interne à partir des bilans

L'évaluateur recherche les ratios d'endettement (dettes/capitaux propres, dettes/M.B.A., charges financières/E.B.E.) et les ratios de rentabilité économique (R.E./actif économique) pour situer l'entreprise.

Il en conclut que l'entreprise faiblement endettée apparaît rentable. Il étudie les postes de provisions pour déterminer celles qui présentent le caractère de réserves.

Il note également l'importance des réserves. En revanche il constate que l'outil de production n'a pas fait l'objet de modification sur les années examinées. L'entreprise est propriétaire de marques et de brevets qui contribuent à sa notoriété.

Il se renseigne sur les clients, les fournisseurs, les éventuels litiges et sur les perspectives de la société.

### **Analyse externe**

Pour apprécier le créneau d'activité et la place de l'entreprise dans ce secteur, l'évaluateur se documente sur ce secteur d'activité. Il apprend que la société est très bien placée sur le marché français. Au cours de l'analyse, l'évaluateur estime le risque de la société pour déterminer le taux de capitalisation qui servira au calcul de la valeur de productivité et éventuellement de la survaleur.

## **Mise en place des méthodes**

### **Détermination de la valeur de rentabilité de l'entreprise** **Valeur de productivité (V.P.)**

Le bénéfice retenu considéré comme reproductible correspond au résultat courant moyen pondéré après impôt et diminué de la participation des salariés aux fruits de l'entreprise. Il s'élève à 5 104 603 €.

Le taux de capitalisation retenu s'élève à 7,96%. Il a été déterminé :  
– à partir d'un taux de base de rémunération sans risque, correspondant au taux de rendement des emprunts d'État à long terme pour 2005, soit 3,46%, déflaté du taux d'érosion monétaire de 1%<sup>27</sup>, soit 2,46% ;

27. Il s'agit de l'inflation sous jacente, indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières.

– majoré d'une prime de risque. Celle-ci prend en compte le risque propre à l'entreprise et le risque du secteur d'activité auquel elle appartient. Au cas particulier la prime de risque de la société est calculée en appliquant à la prime de risque historique de 5%

un coefficient de 1,1. Soit une prime de risque de 5,5%.

Valeur de productivité =  $\frac{5\,104\,603 \times 100}{7,96} = 64\,128\,181$  arrondie à 64 128 000 €.

### **Valeur par l'utilisation de multiple R.E. ou E.B.E.**

Ces méthodes exigent que l'évaluateur ait connaissance de multiples à retenir, soit à partir d'une comparaison directe soit à partir de moyennes relevées pour un secteur déterminé.

Pour les entreprises importantes les comparaisons peuvent être des comparaisons boursières.

Pour l'exemple choisi, l'évaluateur a utilisé des indications parues dans les bases documentaires spécialisées qui donnaient les multiples suivants pour le secteur des services à l'industrie : V.E./R.E. de 9,8 et V.E./E.B.E. de 6,5.

où V.E. est égale au prix du titre multiplié par le nombre de titres (capitalisation boursière) majoré de l'endettement financier net de la société.

### ***Valeur par le multiple du résultat d'exploitation***

Le résultat d'exploitation de la S.A.S. X de l'année 2005 s'élève à 7 241 510 €.

En appliquant le multiple de 9 à ce flux d'exploitation, on obtient un montant de 65 173 592 €.

De ce montant doit être déduit l'endettement financier net de la société figurant au bilan clos au 31 décembre 2005 soit 5 046 792 €.

Valeur de l'entreprise = 65 173 592 – 5 046 792 = 60 126 800 €.

### ***Valeur par un multiple de l'E.B.E.***

La détermination de l'excédent brut d'exploitation qui est un solde intermédiaire de gestion peut se faire à partir de la valeur ajoutée de l'entreprise.

Elle peut se faire à partir du résultat d'exploitation qui est majoré des dotations d'exploitation et des autres charges et diminué des reprises et transferts sur charges d'exploitation et des autres produits.

L'E.B.E. de l'année 2005 de la société X s'élève à 10 001 697 €.

En appliquant le multiple de 6,5 à l'E.B.E, le résultat obtenu est égal à 65 011 030 €.

De ce montant doit être déduit l'endettement financier net de la société figurant au bilan clos au 31 décembre 2005.

Valeur de l'entreprise = 65 011 030 – 5 046 792 = 59 964 238 €.

### Valeur par la marge brute d'autofinancement (M.B.A.)

Cette méthode est utilisée pour illustrer sa mise en œuvre. En effet, le choix du multiple se fait à partir de comparaison directe.

En euros	2005
Bénéfice moyen simple	5 435 196
Dotations aux amortissements	+ 2 569 539
Dotations des provisions sur actif immobilisé pour risques et charges	+ 56 244
Reprises	- 528 480
<b>Total</b>	<b>7 532 500</b>

Au cas particulier de la société X, si on retient le coefficient de 8 appliqué à la M.B.A. de l'année 2005

Valeur de l'entreprise = 60 260 000 €.

Il est souvent préférable d'utiliser la méthode du multiple de l'E.B.E. qui s'appuie sur un solde intermédiaire de gestion (ce qui simplifie le travail de retraitement des provisions spécifiques à la M.B.A.) et qui permet la prise en compte de l'endettement de la société.



### Recherche de la valeur mathématique

La valeur comptable de l'entreprise correspond au montant de ses capitaux propres soit 37 750 150 €.

La valeur mathématique s'obtient en revalorisant les postes du bilan dont la valeur comptable ne reflète pas la valeur réelle. Au cas particulier l'évaluateur procède à la revalorisation de deux postes du bilan, les constructions et les immobilisations incorporelles.

#### *Détermination de la valeur vénale des éléments constitutifs du bilan ou valeur mathématique*

##### • Les constructions

La valeur des constructions est recherchée par comparaison avec des biens similaires.

L'évaluation est arrêtée à 6 150 000 €

La valeur nette au bilan est égale à 3 726 035 €

La plus value latente sur ce poste est de 2 423 965 €

##### • Immobilisations incorporelles

Le fonds d'industrie est porté au bilan pour une valeur de 263 366 €.

L'entreprise est également propriétaire de marques et de brevets qui figurent au bilan pour un montant net de 455 264 €.

L'ensemble est égal à 718 630 €.

Compte tenu de la taille importante de la société, l'évaluateur recherche la valeur de l'ensemble des immobilisations incorporelles par la méthode de la survaleur.

### Mise en place de la méthode

#### Calcul de la rémunération des capitaux engagés

Détermination de l'actif net corrigé hors immobilisations incorporelles.

Capitaux propres	37 750 150 €
Plus value sur construction	<u>+ 2 423 965 €</u>
Actif net revalorisé	40 174 115 €
Montant des immobilisations incorporelles au bilan	<u>- 718 630 €</u>
Actif net revalorisé hors immobilisations incorporelles	39 455 485 €

- Choix du taux de rémunération

Le taux doit inclure une part de risque. Il correspond en général au coût moyen pondéré du capital. Dans un souci de simplification l'évaluateur retient le taux de 7,96 %.

Cependant, au cas particulier, une analyse plus affinée permettrait de mettre en évidence que dans la société X, toutes les réserves ne sont pas utiles à l'exploitation, et de diminuer le montant des capitaux nécessaires à l'exploitation, ou à réduire le montant de risque retenu.

Rémunération des capitaux engagés au taux de base majoré d'une prime de risque soit un taux de 7,96 % :

$$39455485 \times 7,96\% = 3140657 \text{ €}.$$

### Calcul du superprofit

Bénéfice moyen	5 104 603 €
Rémunération du capital	<u>- 3 140 657 €</u>
Superprofit	1 963 946 €

### Calcul de la survaleur

La rente de superprofit étant projetée sur une période de 8 ans au taux de 7,96 % (intégrant le même risque de l'entreprise), le coefficient s'établit à 5,75 selon les tables financières (cf. table en annexe).

$$\text{Survaleur ou goodwill} = 1963946 \times 5,75 = 11292689 \text{ €}.$$

### Valeur de l'entreprise

Actif net corrigé hors fonds	39 455 485 €
Survaleur	<u>+ 11 292 689 €</u>
Valeur de l'entreprise	50 748 174 €
arrondie à	50 748 000 €

## Récapitulatif des différentes valeurs obtenues

Valeur mathématique (V.M.) par la méthode de la survaleur	50 748 000 €
Valeur de productivité (V.P.)	64 128 000 €
Valeur par L'E.B.E.	59 964 238 €
Valeur par le R.E.	60 126 800 €

On note que la survaleur apparaît inférieure aux autres valeurs. L'évaluateur doit s'intéresser à cet écart qui provient en partie du montant des capitaux engagés qui ne sont pas tous nécessaires à l'exploitation. Cette valeur est cependant retenue comme valeur patrimoniale.

## Valeur moyenne de l'entreprise

S'agissant d'une entreprise industrielle importante, la formule de pondération choisie peut privilégier la valeur de rentabilité. Il est proposé à titre purement indicatif de combiner la valeur mathématique avec deux valeurs de rentabilité.

$$V.M. + \frac{2(V.P. + V.E.B.E.)}{3}$$

$$\text{Valeur vénale moyenne} = \frac{50\,748\,000 + 2 \times 62\,046\,000}{3} = 58\,280\,200$$

Cette valeur vénale (V.V.) fait ressortir les multiples suivants :

V.V./capitaux propres	1,54
V.V./C.A. 2005	0,93
V.V./Bénéfice 2005	10,72
V.V./Résultat courant 2005	11,20
V.E./E.B.E. 2005	5,80
V.E./R.E. 2005	8,05

Cet exemple est purement théorique. Il conviendrait naturellement d'étayer les choix qui sont faits à partir de l'analyse de l'entreprise. Il n'a d'autre objet que d'illustrer la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation.

## Exemple d'une très petite entreprise

Soit une très petite entreprise ( T.P.E. ) employant 6 salariés, dont l'activité consiste dans l'exploitation d'un fonds de commerce. L'entreprise est propriétaire d'un fonds d'hôtel et réalise un chiffre d'affaires annuel qui ne dépasse pas 3 M€. La valeur est recherchée à la date du 31 décembre 2003.

### Analyse de l'entreprise

L'évaluateur a dans un premier temps réalisé une analyse de l'entreprise<sup>28</sup> qui lui a permis de connaître la catégorie de l'hôtel, de s'assurer que l'emplacement géographique était favorable à ce type d'activité. Il a constaté que le chiffre d'affaires évoluait en légère hausse, le résultat d'exploitation et le bénéfice suivaient cette progression.

Le montant des capitaux propres figurant au bilan clos le 31 décembre 2003 s'élève à 598 431 €.

Tableau des chiffres-clés tirés des bilans clos chaque année au 31 décembre :

En euros	C.A TTC	Bénéfice
2001	895 232	60 621
2002	942 897	106 907
2003	1 003 971	115 234
Moyenne simple	947 367	94 254
Moyenne pondérée	965 490	103 356

### Mise en place des méthodes

#### *La valeur mathématique*

Le fonds de commerce est inscrit à l'actif du bilan pour un montant de 460 000 €, or l'évaluateur constate que sa valeur<sup>29</sup> au jour considéré pour l'évaluation est plus élevée. Il chiffre cette valeur

28. Cf. "L'analyse de l'entreprise". Dans cet exemple seuls les éléments indispensables sont résumés.

à 2 400 000 €, en fonction des usages de la profession et des termes de comparaison choisis après étude et observation du marché des fonds de cette nature dans le secteur considéré<sup>30</sup> (il est rappelé qu'en l'absence de marché significatif, les fonds de commerce inscrits au bilan de la société peuvent être évalués selon les usages de la profession, en fonction d'un barème forfaitaire).

De ce fait, la valeur mathématique comprenant le montant des capitaux propres augmenté de la revalorisation du fonds s'élève à 2 538 431 € calculée comme suit :

Capitaux propres (1)	598 431 €
Valorisation du fonds	2 400 000 €
Valeur figurant au bilan	- 460 000 €
Plus value latente sur fonds de commerce (2)	+ 1 940 000 €
Soit un actif net revalorisé (1) + (2)	2 538 431 €

### *La valeur de productivité<sup>31</sup>*

L'évaluateur après examen du bénéfice a déterminé que celui-ci était pérenne (l'entreprise dégage du bénéfice chaque année et les perspectives d'avenir pour ce type d'activité et pour son lieu d'exercice sont bonnes).

Le bénéfice net moyen pondéré de l'entreprise s'élève à 103 356 €.

Il choisit de retenir un taux de capitalisation de 6,68 % soit :

- le taux de base déflaté de 2,68 %
- augmenté d'une prime de risque de 4 % équivalente à une variable de 0,8 appliquée au taux historique de 5 %.
- le  $\beta$  de risque correspond à un risque moyen.

29 de la page 66. Cet exemple ne doit pas faire oublier que certains fonds n'ont de valeur que par leur emplacement. Dans ce cas l'évaluateur doit s'intéresser à la valeur du droit au bail. Cf. fiche 2, valeur mathématique.

30. Cf. fiche 2, la méthode de la valeur mathématique.

31. Cf. fiche 2, la méthode de la valeur de productivité.

La valeur de productivité correspond à la capitalisation du bénéfice par le taux soit :  $\frac{103356}{6,68\%} = 1\,547\,245 \text{ €}$ .

### *Valeur vénale de l'entreprise*

La valeur de cette entreprise qui réside essentiellement dans celle de son fonds de commerce, est établie en privilégiant la valeur mathématique, en retenant 3 valeurs mathématiques pour une valeur de productivité :  $\frac{(3 \times 2\,500\,000 + 1 \times 1\,500\,000)}{4} = 2,25 \text{ M€}$ .

Cette valeur vénale s'approche donc de celle du fonds de commerce.

En revanche lorsque les entreprises commerciales sont plus importantes, la pondération accorde moins de place à la valeur mathématique. Ainsi pour les entreprises commerciales moyennes dont le chiffre d'affaires est supérieur à 7 M€ une combinaison de 2V.M. pour 1V.P. peut être envisagée. Pour une entreprise commerciale beaucoup plus importante dont le C.A. dépasse 40 M€, il est possible de retenir une moyenne simple entre la V.M. et la V.P.<sup>32</sup>

### **Exemple d'une entreprise industrielle moyenne**

Soit une entreprise moyenne qui exerce une activité de menuiserie. Chiffres clés du bilan et de l'activité d'exploitation :

<b>Exercice 2005 (en euros)</b>	
Capitaux propres	1 890 269
Endettement financier net	319 229
C.A. H.T.	8 440 089
E.B.E.	848 047
R.E.	826 882
Résultat courant net après impôt	564 944

32. Cf. les définitions des petites et moyennes entreprises données par la communauté européenne en vigueur depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005.

L'entreprise ne détient pas de biens immobiliers. Elle a créé le fonds de menuiserie.

Moyenne pondérée sur trois ans (en euros)	
C.A. HT	8 435 232
Résultat net	525 075
Résultat courant après impôt	534 071

### Phase d'analyse de l'entreprise

Il s'agit de mettre en évidence les facteurs positifs et les risques éventuels liés soit à l'entreprise elle-même, soit au secteur d'activité. L'évaluateur a constaté que l'activité se maintenait sans progresser véritablement. Le résultat augmente cependant en 2005.

L'entreprise est faiblement endettée.

L'analyse doit se poursuivre conformément aux développements figurant au début du guide.

### Application de différentes méthodes

Mise en place de trois valeurs : la valeur mathématique, la valeur de productivité et la valeur par l'E.B.E.

- La valeur mathématique

Elle est établie en ajoutant aux capitaux propres le montant revalorisé des immobilisations incorporelles.

La valeur des immobilisations incorporelles est recherchée à partir de la survaleur<sup>33</sup>.

La valeur mathématique s'élève à 4 044 275 €.

- La valeur de productivité

Le bénéfice en légère augmentation est considéré comme reproductible. Le résultat courant net moyen pondéré s'élève à 534 071 €.

33. Cf. fiche 2 la méthode de l'approche mathématique et plus particulièrement l'évaluation des immobilisations incorporelles.

Le taux de capitalisation retenu est de 8,96% : taux de base déflaté pour l'année 2005 soit 2,46%, augmenté d'une prime de risque de 6,5%.

Une variable de 1,3 a été appliquée à la prime historique de 5%. Le risque du secteur est moyennement important. En revanche la société est de petite taille et doit prévoir des investissements dans les années à venir si elle veut se maintenir sur son créneau d'activité et rester performante.

La valeur de productivité est égale à 5 960 613 €.

• La valeur par un multiple de l'excédent brut d'exploitation.

E.B.E. de l'exercice 2005	848 047 €
848 047 x 6 =	5 088 282 €
Endettement financier net	- 319 229 €
Valeur de l'entreprise	4 769 053 €

Le multiple retenu de 6 correspond à un multiple observé sur une transaction d'entreprise dans le même secteur d'activité.

Les méthodes mises en œuvre aboutissent à des valeurs allant de 4 à 5,9 M €.

L'évaluateur privilégie la méthode par comparaison plutôt que la valeur de productivité et retient une moyenne simple entre V.M. (4,04 M €) et valeur par l'E.B.E. (4,76 M €) qui s'élève à 4,4M €.

La valeur ainsi dégagée est une valeur moyenne d'entreprise, valable pour une entreprise ayant des perspectives d'avenir normales au plan de sa structure financière et de son environnement économique.

La valeur vénale (V.V.) fait ressortir les multiples suivants :

V.V./capitaux propres	2,331
V.V./C.A.	0,522
V.V./bénéfice	8,251
V.V./E.B.E.	5,2



Ces multiples sont modérés mais sont proches de la comparaison retenue par l'évaluateur.

Ces différents exemples permettent d'illustrer les tableaux de pondération qui sont proposés ci-dessous à titre purement indicatif. Ils montrent également que l'évaluateur peut s'éloigner de ces formules lorsque elles ne correspondent pas à l'analyse qu'il a pu réaliser de la situation de l'entreprise.

P.M.E. P.M.I.		Entreprises ou sociétés importantes		Sociétés à activité non commerciale et non industrielle
Petite	Moyenne	Objet commercial	Objet industriel	Holdings patrimoniales
$\frac{3 \text{ V.M.} + \text{V.Rent.}}{4}$	$\frac{2 \text{ V.M.} + \text{V.Rent.}}{3}$	$\frac{\text{V.M.} + \text{V.Rent.}}{2}$	$\frac{\text{V.M.} + 2 \text{ V.Rent.}}{3}$	$\frac{4 \text{ V.M.} + \text{V.Rent.}}{5}$ ou $\frac{3 \text{ V.M.} + \text{V.Rent.}}{4}$

V.M. : valeur mathématique

V.Rent. : valeur de rentabilité (valeur de productivité, de M.B.A., d'E.B.E. ou R.E., ou moyenne pondérée le cas échéant de ces différentes valeurs)

## Évaluation des titres d'une société

### Exemple général

Cet exemple purement théorique vise à illustrer la mise en place des méthodes de valorisation.

#### Données

Soit la société S.A. M.T.P., au capital de 150 000 €, réparti en 3 000 actions au nominal de 50 €, exerçant une activité commerciale dans le secteur de l'automobile.

Une donation de 750 actions représentant 25 % du capital social est consentie fin 2003 par le chef d'entreprise à ses trois enfants. La donation porte sur un paquet de titres qui n'emporte pas le pouvoir de décision.

Les chiffres-clés sont les suivants :

En euros	Chiffre d'affaires	Bénéfice après impôts
En 2001	3 274 900	279 280
En 2002	3 530 800	258 400
En 2003	4 512 200	397 790

Bilan au 31 décembre 2003 :

Actif en euros				Passif en euros	
Postes	Montant brut	Amort. ou provisions	Montant net	Postes	Montant
Matériel et outillage	21 890	20 900	990	Capital	150 000
Autres immobilisations corporelles	103 800	77 190	26 610	Réserve légale	15 000
				Autres réserves	664 570
Autres participations	5 500		5 500	Report à nouveau	300
Autres immobilisations financières	1 417 050		1 417 050	Résultat de l'exercice	397 790
Créances rattachées à des participations	120		120		
Stocks	1 089 040	3 080	1 085 960	Provisions pour risques et charges	80 440
Clients	353 750		353 750	Avances et acomptes	1 929 350
				Fournisseurs	1 019 280
Valeurs mobilières de placement	1 414 600		1 414 600	Dettes fiscales et sociales	405 560
Disponibilités	360 680		360 680		
				Autres dettes	6 370
Charges constatées d'avance	3 400		3 400		
	4 769 830	101 170	4 668 660		4 668 660

En euros	Chiffre d'affaires	Pondération
En 2001	3 274 900	3 274 900 x 1 = 3 274 900
En 2002	3 530 800	3 530 800 x 2 = 7 061 600
En 2003	4 512 200	4 512 200 x 3 = 13 536 600
<b>Total</b>		<b>23 873 100</b>

$$\text{C.A. moyen pondéré : } \frac{23\,873\,100}{6} = 3\,978\,850 \text{ €}$$

En euros	Bénéfices	Pondération
En 2001	279 280	279 280 x 1 = 279 280
En 2002	258 400	258 400 x 2 = 516 800
En 2003	397 790	397 790 x 3 = 1 193 370
<b>Total</b>		<b>1 989 450</b>

Bénéfice moyen pondéré :

$$\frac{1\,989\,450}{6} = 331\,575 \text{ €}$$

En outre, la société a distribué au cours des dernières années des dividendes moyens de 300 000 €.

### Évaluation

Une analyse des bilans et comptes de résultats sur les trois années antérieures au fait générateur et sur l'année postérieure, accompagnée d'une recherche sur le secteur d'activité et l'obtention de renseignements complémentaires présentés par le chef d'entreprise sur la bonne marche de la société, permettent à l'évaluateur de mettre en place les valeurs suivantes.

#### *Valeur mathématique (V.M.)*

- Détermination de la valeur comptable

Montant des fonds propres :

Capital	150 000 €
Réserves (15 000 + 664 570)	+ 679 570 €
Bénéfice	+ 397 790 €
Report à nouveau	+ 300 €
<b>Total</b>	<b>1 227 660 €</b>

- Revalorisation du fonds commercial

Le fonds commercial n'est pas inscrit au bilan. Il a été créé après la constitution de la société. Il convient de le valoriser pour établir la valeur mathématique.

Le bénéfice résulte en partie des produits financiers générés par d'importantes réserves. Le chef d'entreprise a fait connaître que celles-ci allaient être distribuées dans les deux ans.

Or le résultat normatif ne doit pas prendre en compte ces produits pour la détermination de la valeur du fonds de commerce.

L'évaluateur admet donc en ce qui concerne les produits financiers, que la partie correspondant à la rentabilité des réserves puisse être considérée comme non reproductible à hauteur de 100 000 € (montant net).

Résultat net moyen initial	331 575 €
Montant des produits financiers non reproductibles	- 100 000 €
Bénéfice ramené à un montant récurrent de	231 575 €

Pour retraiter ce résultat, l'évaluateur peut partir du résultat d'exploitation qu'il corrige de l'impôt sur les sociétés (I.S.). Il peut également retraiter le résultat courant en diminuant celui-ci des produits financiers qu'il ne retient pas et de l'I.S.

Le fonds est valorisé à 3 fois le bénéfice moyen retenu. Le coefficient de 3 est choisi car le chiffre d'affaires est en progression, et mise à part la remarque du chef d'entreprise sur la perte de quelques contrats en fin 2003 (cf. la détermination du risque), la clientèle ancienne est stable et le carnet de commande se renouvelle. Soit :

$$3 \times 231\,575 = 694\,725 \text{ €}.$$

L'évaluateur ne pratique pas d'autre revalorisation car lors d'un entretien avec le chef d'entreprise celui-ci a précisé que les immobilisations corporelles n'avaient plus de valeur marchande.

Montant des fonds propres	1 227 660 €
Fonds commercial	+ 694 725 €
Valeur mathématique (V.M.)	1 922 385 €

$$\text{Soit une valeur unitaire de } \frac{1922\,385}{3000} \quad 640 \text{ €}$$

### *Valeur de productivité (V.P.)*

L'approche de la valeur de productivité s'appuie sur la notion de bénéfice récurrent et normatif. L'analyse de la formation du bénéfice repose sur l'examen des trois composantes, résultat d'exploitation, résultat financier, résultat exceptionnel.

Dans cet exemple, le bénéfice net ne peut pas être considéré comme reproductible dans sa totalité. L'évaluateur retire les produits financiers, correspondant à la rentabilité des réserves destinées à être distribuées dans les deux ans pour un montant de 100 000 €. Par conséquent, le bénéfice ainsi déterminé correspond au bénéfice considéré comme récurrent. Il s'élève à 231 575 € (331 575 – 100 000).

Le retraitement s'opère en retirant du résultat courant le montant des produits financiers considérés comme non reproductibles et en diminuant le résultat obtenu de l'IS.

Par ailleurs, les perspectives d'avenir de la société, par l'appréciation des prévisions sectorielles, en général, et par l'examen des résultats de l'entreprise pour l'exercice postérieur, en particulier, doivent être prises en compte, notamment au niveau de l'appréciation du risque.

En l'occurrence, le chef d'entreprise a fait état d'une dégradation du carnet de commandes, liée à la défaillance de quelques clients à la fin de l'exercice 2003. À la date de la donation, il ne s'agit là que d'une simple perspective que des décisions de gestion ultérieures peuvent tout à fait corriger. Cette perspective peut conduire à choisir un coefficient de 1,1 pour la détermination de la prime de risque. Bien entendu, si cette dégradation se traduisait par une baisse durable du chiffre d'affaires en 2004, la prime de risque devrait alors être encore majorée mais pour une évaluation ultérieure.

Le taux de capitalisation retenu :

- taux de base déflaté de 2,68 %;
- $\beta$  de risque de 1,1, compte tenu du risque interne de la société dans un secteur appliqué au taux de la prime de risque historique de 5 %, soit une prime de risque de 5,5 %;
- le taux final est de 8,18 %.

$$\text{Valeur de productivité} = \frac{231\,575 \times 100}{8,18} = 2\,830\,990 \text{ €}$$

$$\text{Valeur unitaire } 2\,830\,990/3000 = 944 \text{ €}.$$

### *Valeur de rendement (V.R.)*

L'approche de la valeur de rendement se fonde sur la pratique d'une politique régulière de distribution. Par suite, les distributions à caractère exceptionnel doivent être écartées pour la détermination du dividende moyen.

La société a distribué en moyenne 300 000 € par an sur une période de trois ans. Or ces dividendes proviennent pour 1/3 des bénéfices réalisés et 2/3 des réserves. Au cas particulier, la valeur de rendement ne peut se fonder que sur les seuls bénéfices distribués, la société ayant en fait procédé depuis 3 ans à des distributions importantes sur les réserves en vue de permettre aux actionnaires le paiement de droits de mutation à titre gratuit sur des donations antérieures.

Dividende retenu :

Pour l'appréciation de la valeur de rendement, le montant des distributions a été limité à celui provenant des seuls bénéfices, soit 110 000 €.

Taux de capitalisation :

L'évaluateur retient, s'agissant d'une P.M.E. spécialisée, un taux moyen du marché (3 %, cf. page 53) et un abattement pour non liquidité de 30 %.

$$\frac{110\,000}{3\%} = 3\,666\,667 \times (1 - 0,3) = 2\,566\,667 \text{ €}. \text{ Soit par titre : } \frac{2\,566\,667}{3\,000} = 855 \text{ €}.$$

### *Valeur moyenne de rentabilité (V. Rent.)*

Le paquet d'actions transmis étant minoritaire, l'évaluateur doit en principe privilégier la V.R. par rapport à la V.P.

Il retient alors la valeur de rentabilité suivante :

$$V. \text{ Rent.} = \frac{V.P. + 2 V.R.}{3} \text{ soit } \frac{944 + 2 \times 855}{3} = 885 \text{ €}.$$

*Valeur moyenne du titre*

Récapitulatif des valeurs :

V.M.	640 €
V.P.	944 €
V.R.	855 €
V. Rent. moyenne	885 €

L'évaluateur décide de retenir une moyenne simple entre la V.M. et la V. Rent. soit  $(640 + 885)/2 = 762$  €.

*Recoupement par la méthode de la survaleur*

Bénéfice net moyen pondéré considéré comme récurrent :	231 575 €
Montant de l'actif net corrigé hors fonds commercial	
1 922 385 – 694 725 = 1 227 660 € rémunéré au taux de 8,18% <sup>34</sup> soit	100 423 €
Superprofit	131 152 €

La rente de superprofit étant projetée sur une période de 8 ans au taux de 8,18% (intégrant le même risque de l'entreprise), le coefficient s'établit à : 5,71 (cf. les tables financières).

Survaleur = 131 152 x 5,71 =	748 877 €
Montant de l'actif net corrigé hors fonds commercial	+ 1 227 660 €
Valeur globale	1 976 537 €
Soit par titre	658 €

Les statuts de la S.A. ne prévoient pas de clause d'agrément restreignant la libre cessibilité des actions. Le caractère minoritaire des titres a été pris en compte dans la formule de pondération. Une décote de 30% pour non liquidité a été appliquée sur la valeur de rendement.

En outre, la valeur retenue est inférieure à la seule valeur de rendement.

Il n'est pas appliqué d'abattement supplémentaire. La valeur du titre est retenue à 762 €.

34. Le taux de rémunération doit intégrer une part de risque. À titre de simplification le taux retenu correspond à celui utilisé pour la V.P. Il ne s'agit pas d'une obligation, et l'évaluateur peut retenir un autre taux.

Cette valeur vénale (V.V.) fait ressortir les ratios suivants :

V.V./capitaux propres	1,86
V.V./C.A. 2003	0,51
V.V./bénéfice moyen retraité	9,87
V.V./bénéfice non retraité	6,87

### **Exemple 2 : société commerciale de petite taille**

Dans les sociétés dont l'objet est commercial, les valeurs généralement retenues sont V.M., V.P., éventuellement dans le cas de politique de distribution régulière (et pour des paquets de titres minoritaires) la V.R. Dans les sociétés industrielles la M.B.A. est également recherchée.

La pondération de ces valeurs privilégie la V.M. dans le cas d'un paquet de titres majoritaires et plutôt la valeur de rentabilité au sens large dans le cas d'un paquet de titres minoritaires.

Soit une petite société commerciale, dont l'activité consiste dans l'exploitation d'un fonds de commerce et qui réalise un C.A. annuel inférieur à 3 M€, la valeur mathématique unitaire est de 4 400 €, la valeur de productivité unitaire de 1 875 €. La valeur unitaire de rendement est de 1 016 €. Lorsque le paquet de titres transmis est majoritaire cette valeur n'a pas à être retenue.

#### **Le paquet de titres transmis est majoritaire**

Il peut être évalué suivant une combinaison qui privilégie la valeur mathématique.

$$\frac{3V.M. + 1V.P.}{4} = \frac{(3 \times 4400) + 1875}{4} = 3768 \text{ €}$$

#### **Le paquet de titres transmis est minoritaire**

Il convient d'examiner la valeur de rendement et après avoir déterminé si cette valeur pouvait être retenue (pourcentage de



distribution, régularité de distribution), choisir une formule de pondération intégrant éventuellement la valeur de rendement :

$$\frac{V.M. + [(V.P.+V.R.)/2]}{2} \text{ soit } \frac{4400 + [(1875 + 1016)/2]}{2} = 2922 \text{ €}$$

La valeur du titre majoritaire ressort à 3 768 €, celle du titre minoritaire à 2 922 €, il a été appliqué avec cette formule de pondération, une décote de 22 % par rapport au titre majoritaire. Il n'y a donc pas lieu d'appliquer une autre décote dite "de minorité".

Nota : en l'absence de distribution, la valeur des titres minoritaires est diminuée d'une décote variable selon les situations (minorité de blocage, alliance possible) sans dépasser 25 %. Cf. l'exemple 4.

### Exemple 3 : société industrielle moyenne

Soit le cas de la Société X, entreprise industrielle moyenne (cf. fiche 3 exemple général). Le capital social se compose de 15 000 actions. Les valeurs suivantes ont été dégagées :

En euros	Valeur globale	Valeur unitaire
V.M.	50 748 000	3 383
V.P.	64 128 000	4 275
E.B.E.	59 964 000	3 998

La valeur de rentabilité des titres (V. Rent.) peut être égale à la moyenne de la valeur de productivité (V.P.) et de la valeur par l'E.B.E.

$$V. \text{ Rent.} = \frac{V.P. + E.B.E.}{2} \text{ soit } \frac{4275 + 3998}{2} = 4136 \text{ €}$$

Dans l'hypothèse de la détention d'un paquet majoritaire, emportant pouvoir de décision, la valeur finale du titre pour l'entreprise X... peut être de :

$$\frac{V.M. + 2V. \text{ Rent.}}{3} \text{ soit } \frac{3383 + 2 \times 4136}{3} = 3885 \text{ €}$$

Dans l'hypothèse de la cession d'un paquet de titres minoritaires, la valeur de rentabilité doit être pondérée de façon différente

pour tenir compte de la valeur de rendement lorsque la société distribue. En supposant une politique de distribution régulière et une VR égale à 2 120 € :

$$V.Rent. = \frac{V.P. + E.B.E. + V.R.}{3} = \frac{4275 + 3998 + 2120}{3} = 3464 \text{ €}$$

Si le paquet minoritaire ne confère même pas la minorité de blocage, la V.R. peut être davantage pondérée. Par exemple :

$$V. Rent. = \frac{V.P. + E.B.E. + 2V.R.}{4} = \frac{4275 + 3998 + (2 \times 2120)}{4} = 3128 \text{ €}$$

Ainsi en retenant une formule indicative pour un paquet minoritaire de titres :

$$\frac{V.M. + 2 V. Rent.}{3} \text{ soit } \frac{3383 + (2 \times 3128)}{3} \text{ ou } \frac{3383 + (2 \times 3464)}{3}$$

la valeur du titre s'établit dans une fourchette de 3 213 € à 3 437 €.

Ces valeurs font ressortir des décotes de 12 à 18 % sur la valeur majoritaire.

#### **Exemple 4 : société commerciale importante**

Soit une société importante dont l'activité est commerciale et dont le chiffre d'affaires dépasse 40 M €.

La V.M. unitaire est égale à 7 060 €, la V.P. unitaire à 7 370 €. La société n'a pas distribué de dividende au cours des deux dernières années.

La valeur du titre majoritaire peut être établie par une moyenne simple entre la V.M. et la V.P. soit 7 215 €.

La valeur du titre minoritaire ne doit pas pondérer davantage la V.P. car le résultat aboutirait à obtenir une valeur supérieure pour le titre minoritaire. Dans ce cas, il peut être appliqué une décote pour minorité.

Le montant de cette décote ne peut être chiffré qu'après avoir déterminé la situation du paquet de titres au regard non seulement de la minorité de blocage mais également des possibilités d'alliance avec les autres détenteurs. Ainsi dès lors

que le paquet de titres qui ne confère pas la minorité de blocage peut intéresser un actionnaire qui grâce à son acquisition accèdera à cette minorité de blocage, une décote de 10% peut être suffisante. Si le paquet de titres peut faire accéder un autre actionnaire à la majorité, la décote ne s'impose pas. Inversement si le paquet de titres très isolé ne présente aucun intérêt pour les autres actionnaires, en l'absence de distribution la décote peut être plus élevée et se situer entre 15 et 25%.

En revanche en présence d'une politique de distribution régulière<sup>35</sup>, il est possible d'introduire la valeur de rendement pour établir la valeur des titres minoritaires.

En supposant la V.R. égale à 5 150 €, la valeur de rentabilité moyenne peut être égale à 2 V.R. pour 1 V.P. soit :

$$\frac{(2 \times 5\,150 + 7\,370)}{3} = 5\,890 \text{ €}$$

La valeur des titres minoritaires en retenant 1 V.M. pour 3 V.Rent. est alors égale à :

$$\frac{7\,060 + (3 \times 5\,890)}{4} = 6\,182 \text{ €}$$

### **Exemple 5 : société industrielle importante**

Soit une société industrielle importante dont la V.M. unitaire est égale à 2 400 €, la V.P. unitaire à 2 560 €, la M.B.A. à 2 210 € et la V.R. à 1 520 €.

#### **Pour les paquets de titres majoritaires**

La valeur de rentabilité correspond à la moyenne entre V.P. et M.B.A. (2 385 €). La valeur du paquet majoritaire à évaluer peut être établie à partir d'une moyenne simple entre la V.M. et la V. Rent. ou d'une moyenne pondérée qui ne peut aller au delà de 2 V. Rent. pour une V.M.

35. cf. fiche 2 la méthode de la valeur de rendement.

La valeur des titres majoritaires peut être proposée à :

$$\frac{2\,400 + (2 \times 2\,385)}{3} = 2\,390\text{€}$$

3

### Pour les paquets de titres minoritaires

Sans minorité de blocage, la valeur de rentabilité peut intégrer la valeur de rendement ou la privilégier en retenant par exemple 2 V.R. pour une V.P. soit une valeur moyenne de rentabilité de 1 866 €, ce qui donne en retenant une formule de 1 V.M. pour 3 V. Rent. une valeur du titre de :

$$\frac{V.M. + 3V.Rent.}{4} = \frac{2\,400 + (3 \times 1\,866)}{4} = 2\,000\text{€}$$

4

4

Dans les sociétés importantes, selon les situations de minorité, le poids de la valeur de rentabilité dans la formule finale peut varier. Il peut être envisagé de retenir 1 V.M. pour 2 V.Rent. voire pour 3 V.Rent. sans que la pondération puisse aller au delà.

Ces exemples permettent d'illustrer les tableaux récapitulatifs des différentes pondérations qui sont présentés ci-dessous à titre indicatif et sans caractère contraignant. Ces tableaux visent à aider aux choix de la méthode qui peut être privilégiée selon la nature et la taille de la société et en fonction du pouvoir de décision conféré au paquet de titres.

	PME-PMI		Sociétés importantes		Sociétés à activité non commerciale et non industrielle
	Petite	Moyenne	Objet commercial	Objet industriel	Holdings patrimoniaux
Paquet majoritaire	$\frac{3 V.M. + V.Rent.}{4}$	$\frac{2 V.M. + V.Rent.}{3}$	$\frac{V.M. + V.Rent.}{2}$	$\frac{V.M. + 2 V.Rent.}{3}$	$\frac{4 V.M. + V.Rent.}{5}$
Paquet minoritaire	$\frac{V.M. + V.Rent.}{2}$	$\frac{V.M. + 2 V.Rent.}{3}$	$\frac{V.M. + 3 V.Rent.}{4}$		$\frac{2 V.M. + V.Rent.}{3}$

V.M. = valeur mathématique.

V.Rent. = valeur de rentabilité, moyenne pondérée le cas échéant des valeurs de productivité ou par un multiple du R.E., valeur par l'E.B.E. ou la M.B.A., valeur de rendement<sup>36</sup>.

36. L'exemple 2 en est l'illustration.

## Les sociétés holdings de groupe et les comptes consolidés

À compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005, les normes comptables I.F.R.S. sont obligatoires pour les sociétés cotées. Les sociétés non cotées qui n'y seront soumises qu'ultérieurement peuvent opter pour l'application de ces normes.

Le régime traditionnel, édicté par le code de commerce et les règlements du comité de la réglementation comptable (C.R.C.), reste la règle pour les comptes consolidés des sociétés non cotées n'ayant pas opté pour les normes I.F.R.S.

Par conséquent actuellement les deux référentiels comptables coexistent.

Cette fiche reprend les normes françaises en vigueur en 2005 pour les sociétés non cotées qui n'ont pas opté.

### Obligation d'établir des comptes consolidés<sup>37</sup>

L'article L. 233-16 du code de commerce prévoit que les sociétés commerciales doivent établir des comptes consolidés dès lors qu'elles contrôlent de manière exclusive ou conjointe une ou plusieurs entreprises ou qu'elles exercent une influence notable sur celles-ci.

37. L'obligation et les exemptions d'établissement de comptes consolidés issues des normes I.F.R.S. ne s'appliquent pas aux sociétés françaises qui sont assujetties aux normes I.F.R.S. Les obligations et exemptions continuent d'être régies par la 7<sup>e</sup> directive européenne et par le code de commerce.

## **Le contrôle exclusif**

Il résulte :

- soit de la détention directe ou indirecte de la majorité des droits de vote dans une autre entreprise ;
- soit de la désignation, pendant deux exercices successifs, de la majorité des membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance d'une autre entreprise. La société consolidante est présumée avoir effectué cette désignation lorsqu'elle a disposé au cours de cette période, directement ou indirectement, d'une fraction supérieure à 40 % des droits de vote, et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détenait directement ou indirectement, une fraction supérieure à la sienne ;
- soit du droit d'exercer une influence dominante sur une entreprise en vertu d'un contrat ou de clauses statutaires, lorsque le droit applicable le permet et que la société dominante est actionnaire ou associée de cette entreprise.

**Le contrôle conjoint** est le partage du contrôle d'une entreprise exploitée en commun par un nombre limité d'associés ou d'actionnaires, de sorte que les décisions résultent de leur accord.

**L'influence** notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise.

L'établissement des comptes consolidés a été rendu obligatoire depuis le premier exercice ouvert après le 31 décembre 1985 pour les sociétés cotées et à compter du premier exercice ouvert après le 31 décembre 1989 pour les autres sociétés.

Cependant l'article L.233-17 du code de commerce prévoit que sont exemptées d'établir des comptes consolidés les sociétés non cotées :

- qui bien qu'exerçant un contrôle sur d'autres sociétés sont elles-mêmes sous le contrôle d'une société qui les inclut dans ses comptes consolidés et publiés, à condition qu'il n'y ait pas

d'opposition de la part d'un ou plusieurs associés représentant au moins le 1/10<sup>e</sup> du capital de la société contrôlée.

- qui contrôlent un groupe qui pendant deux exercices consécutifs ne dépasse pas deux des trois seuils suivants (fixés par décret cf. article D. 248-14 du code de commerce – appendice) :
  - total du bilan : 15 millions d'euros ;
  - chiffre d'affaires hors taxes : trente millions d'euros ;
  - nombre moyen de salariés : 250.

À l'exception des sociétés visées ci-dessus, les sociétés non cotées qui exercent un contrôle sur d'autres entreprises doivent donc établir deux sortes de comptes et les déposer aux greffes des tribunaux de commerce :

- les comptes “sociaux” qui reflètent leur propre patrimoine et les résultats de leur seule activité ;
- les comptes “consolidés” qui présentent la situation patrimoniale et le résultat d'activité du groupe comme si les sociétés consolidées ne formaient qu'une seule entité comptable. Ils comprennent un bilan consolidé, un compte de résultat consolidé et une annexe.

Les règles à respecter pour l'établissement des comptes consolidés font l'objet du règlement n°99-02 du 29 avril 1999 du comité de la réglementation comptable.

## Évaluation

### Recherche du périmètre de consolidation du groupe<sup>38</sup>

La plus grande attention doit être accordée à cette donnée car le périmètre peut se déterminer pour chaque exercice selon

38. Entre les normes françaises et les normes I.F.R.S., des divergences existent sur les entreprises à retenir ou à exclure du périmètre de consolidation, sur la définition du contrôle et la détermination du pourcentage des droits de vote. Certaines divergences sont applicables aux comptes 2005, d'autres sont prévisionnelles après 2005.

les évolutions des participations et en fonction de critères propres à chaque groupe dès lors que l'article L.233-19 du code de commerce permet d'écarter de la consolidation certaines filiales ou participations (notamment celles qui ne sont détenues qu'en vue d'une revente ultérieure et qui se retrouvent alors comptabilisées en "titres de participation" dans les comptes consolidés).

### **Détermination de la méthode de consolidation<sup>39</sup>**

Il existe trois méthodes de consolidation en fonction du contrôle opéré par la société mère sur les filiales. La détermination de la nature du contrôle et le calcul des droits de vote sont détaillés dans le règlement 99-02 du C.R.C.

**Les sociétés qui sont sous contrôle exclusif de la société mère** font l'objet d'une intégration globale qui consiste, à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante les éléments des comptes des entreprises consolidées après retraitements éventuels, à répartir les capitaux propres et les résultats entre "intérêts du groupe" et "intérêts minoritaires" et à éliminer les opérations et les comptes entre l'entreprise intégrée globalement et les autres entreprises consolidées différemment.

**Les sociétés qui sont sous contrôle conjoint** font l'objet d'une intégration proportionnelle qui consiste à intégrer dans les comptes de l'entreprise consolidante la fraction représentative de ses intérêts dans les comptes de l'entreprise consolidée après retraitements éventuels (les détentions minoritaires ne sont pas prises en compte) et à éliminer les opérations et comptes entre l'entreprise intégrée proportionnellement et les autres entreprises consolidées différemment.

39. Pour les méthodes de consolidation la seule divergence concerne les entreprises sous contrôle conjoint qui peuvent être intégrées proportionnellement ou qui peuvent être mises en équivalence.



**Les sociétés qui sont sous influence notable** font l'objet d'une mise en équivalence, qui consiste à substituer à la valeur comptable des titres détenus la quote-part des capitaux propres, résultat compris, et à éliminer les opérations et comptes entre entreprises consolidées différemment.

La nature de la méthode de consolidation appliquée comporte des conséquences sur les travaux préparatoires à l'évaluation.

En cas d'intégration globale seule la fraction représentant la part du groupe dans les capitaux propres et dans le résultat doit être pris en compte à l'exclusion des intérêts minoritaires. Si l'on recherche une M.B.A. il conviendra de limiter la part des dotations aux amortissements à la part du groupe.

Pour l'intégration proportionnelle, il y a lieu de retenir les chiffres correspondant aux comptes consolidés dès lors qu'ils ne prennent en compte que la quote-part revenant au groupe.

Pour la participation mise en équivalence, le montant inscrit à l'actif du bilan correspond à la part des capitaux propres (résultat compris) de la société détenue. Il s'agit donc d'une réévaluation annuelle. Pour autant le montant des capitaux propres ne représente pas obligatoirement la valeur de la participation de la société mise en équivalence. Aussi peut-il être judicieux de rechercher la valeur de la participation.

### **Méthodes d'évaluation**

Elles sont mises en œuvre après étude du secteur économique dans lequel se situe le groupe, et analyse des performances de la société.

### **La valeur patrimoniale du groupe doit être examinée**

Le montant des capitaux propres constitue une valeur plancher qui peut faire l'objet de corrections, en relation avec l'analyse établie au préalable, par exemple sur les immobilisations incorporelles (existence d'un nom ou d'une marque renommés), ou sur la valeur des sociétés mises en équivalence cf. *supra*.

Une approche par la méthode de la survaleur ou goodwill permettra de prendre en compte les immobilisations incorporelles et de recouper la valeur mathématique.

**Les valeurs fondées sur la rentabilité de l'entreprise**, valeur de productivité, de M.B.A., d'E.B.E., de R.E. éventuellement valeur de rendement seront calculées à partir des méthodes précédemment décrites.

Les valeurs qui seront choisies à la suite de cette recherche sur la rentabilité pourront être étayées par des comparaisons boursières si la société est suffisamment importante et s'il est possible dans le secteur concerné de trouver des sociétés comparables. Les méthodes de comparaisons boursières sont exposées dans la fiche 5.

**Si la société est un grand groupe** directement comparable à un groupe coté, l'étude du marché boursier du secteur s'avère indispensable ; non pas uniquement pour appliquer des multiples d'évaluation mais pour situer la société par rapport aux autres sociétés concurrentes en appréciant ses forces ou ses faiblesses.

## Les comparaisons boursières

Dans cette perspective, il convient :

- de choisir dans le secteur d'activité similaire des sociétés d'importance voisine<sup>40</sup> de celle qui est étudiée et qui pourraient être comparables ;
- de recueillir les données comptables des sociétés : bilan et comptes de résultats consolidés indiquant les capitaux propres parts du groupe, le chiffre d'affaires consolidé part du groupe et le résultat net part du groupe ;
- de recueillir les performances boursières des sociétés choisies ; nombre d'actions, cours moyen de l'année, capitalisation boursière (obtenue en multipliant le nombre d'actions par le cours moyen de l'année), dividende distribué, pourcentage de distribution ;
- de calculer les multiples, ratios ou taux que l'on souhaite connaître.

À titre indicatif il est possible de rechercher les ratios suivants :

- le taux de capitalisation de la valeur de rendement : c'est le rapport, exprimé en pourcentage, entre le dividende par action et le cours moyen.

Ce taux doit être mis en relation avec le pourcentage de distribution c'est à dire la fraction du bénéfice distribué (ou pay-out).

- Le coefficient multiplicateur à appliquer à la marge brute d'autofinancement (voir fiche 2) qui s'obtient en calculant le rapport existant entre la capitalisation boursière des sociétés de l'échantillon et leurs marges brutes d'autofinancement préalablement déterminées.
- Le multiple de bénéfice (en anglais, P.E.R. ou price earning ratio).

40. La nouvelle organisation de la bourse française, (Eurolist) avec la création des trois catégories (A, B, C), fonction de la capitalisation boursière, ne peut qu'accroître la lisibilité de la cote et faciliter le choix des sociétés comparables.

Ce ratio est le rapport entre le cours moyen en bourse et le bénéfice net par action : il est donc l'inverse du taux de capitalisation retenu pour le calcul de la valeur de productivité. C'est également une méthode de comparaison boursière fréquemment employée.

Il est recommandé d'établir un P.E.R. moyen du secteur d'activité considéré en faisant la moyenne des P.E.R. calculés pour chaque société de l'échantillon et pour l'année considérée. Le multiple ainsi calculé est appliqué au bénéfice net par action de la société dont on évalue les titres (non cotés).

Par exemple, s'il ressort de la comparaison avec les entreprises classées en bourse dans un compartiment boursier (ou secteur d'activité) identique à celui de l'entreprise, dont on évalue les titres, que le ratio multiplicateur de bénéfice moyen est de 8, la valeur unitaire du titre sera de :

$$30 \text{ € (bénéfice moyen après impôt par action)} \times 8 = 240 \text{ €}.$$

### *Remarque*

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2005, les sociétés cotées sont soumises aux normes comptables I.F.R.S. qui ont une incidence sur la formation du résultat net. Les sociétés non cotées n'y seront soumises qu'ultérieurement. Par conséquent durant la période transitoire, la comparaison des titres non cotés avec des titres cotés établie à partir du bénéfice net doit être très prudente. Il peut être judicieux de préférer une comparaison fondée sur le ratio capitalisation boursière sur chiffre d'affaires.

– Le ratio capitalisation boursière sur chiffre d'affaires permet d'apprécier la valeur du groupe en fonction de sa part de marché existante.

– Enfin certains experts recourent à des méthodes qui se fondent sur des multiples affectant un flux financier autre que le bénéfice ou la M.B.A. L'E.B.I.T. proche du résultat d'exploitation ou l' E.B.I.T.D.A. proche de l'excédent brut d'exploitation.

Ces méthodes doivent être appréhendées avec prudence.  
Elles sont décrites dans la fiche 2.

*Nota*

Les ratios boursiers utilisés pour l'évaluation des titres non cotés (ou la valeur résultant de cette comparaison) devront être corrigés d'une décote ou une prime pour non liquidité (cf. fiche 8).



## Les sociétés holdings patrimoniales ou financières

Ces sociétés n'exercent pas d'activité commerciale ou industrielle propre et ont pour objet principal la gestion de leur patrimoine.

Dès lors la société ne présente d'intérêt que par son patrimoine, justifiant que l'approche patrimoniale soit privilégiée. Il est en effet communément admis que la valeur de ces sociétés correspond à leur valeur patrimoniale diminuée d'une décote dite de holding destinée à prendre en compte :

- la non liquidité des actifs immobilisés ;
- la fiscalité latente sur ces actifs ;
- éventuellement l'absence de contrôle de la holding sur les participations<sup>41</sup>.

Cela étant, la jurisprudence de la Cour de cassation considère que la valeur des titres non cotés en bourse doit être appréciée en tenant compte de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir une évaluation aussi proche que possible de celle qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande dans un marché réel, et exige donc qu'il soit tenu compte de l'incidence de l'activité sur la valeur des titres<sup>42</sup>. Le recours à la seule valeur mathématique sans avoir examiné au préalable l'influence des bénéfices ou des distributions sur la valeur des actions ne peut être valablement défendu.

Pour évaluer des titres de sociétés holdings il est suggéré de rechercher également les valeurs de rentabilité attachées à ces titres dès lors qu'existent des flux financiers, sauf précisément à

41. Sauf à ce que cette minorité ait déjà été prise en compte pour la valorisation de la participation détenue par la holding.

42. Cass. Com. 23 avril 2003, Charlot.

justifier que la méthode de l'actif net corrigé est la plus adéquate, compte tenu de la structure du patrimoine, ou de l'absence d'influence des bénéfices et des distributions.

## **Les différentes approches**

### **La valeur patrimoniale**

Celle-ci doit obligatoirement être mise en œuvre quelle que soit l'importance du paquet à valoriser.

Elle correspond au montant de l'actif net corrigé des plus ou moins values latentes sur la valeur des titres inscrits au bilan.

La valorisation des titres inscrits au bilan se fait selon les méthodes habituelles.

- S'agissant d'une participation de titres cotés en bourse, la valorisation s'établit à partir d'un cours moyen qui correspond :
  - soit au cours moyen du jour du fait générateur ;
  - soit à une moyenne de cours calculée sur une période plus longue. En effet il est possible de retenir une moyenne du cours sur une période suffisamment longue pour lisser les effets d'un accident conjoncturel à la baisse ou à la hausse des cours.L'évaluation des actifs cotés dans les opérations de fusion ou d'O.P.A. à la bourse de Paris retiennent des périodes longues variables entre 2 et 12 mois pour satisfaire aux recommandations de l'autorité des marchés financiers (A.M.F.).

En outre un cours de bourse étant attaché à 1 action, par définition minoritaire, on observe lors de prise de contrôle d'une société cotée que le prix proposé pour le paquet d'actions qui va conférer le contrôle à l'acquéreur peut excéder la simple valorisation sur la base du cours de bourse. Dès lors il importe de rechercher si le nombre d'actions détenues par la société lui donne un droit de contrôle et d'en tenir compte dans la valorisation de la participation en l'affectant d'une prime de contrôle.



La détermination du montant de cette prime doit tenir compte des avantages liés à la prise de contrôle. A titre purement indicatif le montant peut varier de 10 à 20% selon l'intérêt de détenir le contrôle.

En France les primes de contrôle observées sur les marchés financiers lors des O.P.E./O.P.A. calculées par rapport au cours de l'action un mois avant l'offre, ont varié entre 19 et 28% au cours des années 2000 à 2004<sup>43</sup>.

- S'agissant d'une participation de titres non cotés la valorisation se fait en choisissant parmi les méthodes décrites précédemment celles qui paraissent convenir à la nature et aux caractéristiques de la participation, et en fonction du nombre de titres détenus emportant ou non pouvoir de décision.

### **La valeur de productivité**

Elle est établie selon la méthode proposée dans la fiche 2.

La prime de risque retenue est obligatoirement faible, la société ne rencontre pas les risques liés à l'exercice d'une activité commerciale ou industrielle. Par ailleurs le risque de la société détenue et du secteur dans lequel elle évolue est déjà intégré dans la valeur retenue pour l'actif.

### **La valeur de rendement**

Cette valeur est mise en œuvre selon les recommandations indiquées dans la fiche 2.

Pour les sociétés holdings importantes le taux de rendement à retenir correspond au taux observé pour les sociétés cotées présentant des caractéristiques comparables. La valeur obtenue (dividende/taux) sera diminuée d'une décote pour tenir compte de la liquidité réduite des titres de la société non cotée par rapport à celle des actions cotées.

*Remarque : en général ces deux dernières valeurs sont très faibles comparées à la valeur mathématique.*

43. Source : Vernimmen.net

## **Valorisation du paquet de titres**

### **S'agissant de titres majoritaires**

La valeur ne peut que tendre vers la valeur patrimoniale qui doit être largement privilégiée.

– Lorsque la société ne dégage pas de bénéfice, la valeur est égale à la valeur patrimoniale diminuée d'une décote de holding sur les titres variable entre 20 et 30% en fonction de la nature de ses actifs immobilisés. Par exemple une société holding qui vient de se constituer ne présente normalement pas de plus value sur ces actifs, donc seule la non liquidité des actifs doit être prise en compte et un abattement de 20% apparaît suffisant.

Pour les sociétés importantes détenant des participations dans des grands groupes, la décote pourra être recherchée en lien avec le marché boursier. L'étude des décotes observées sur les holdings cotées permet de tirer des enseignements sur l'ordre de grandeur à retenir qui est très variable selon les secteurs considérés et les années. Dans ce cas, il y aura lieu de vérifier sur quelle base la décote est calculée et de rester en cohérence avec la période de calcul du cours moyen évoqué ci-dessus.

– Lorsque la société dégage du bénéfice et procède à des distributions régulières, la valeur des titres peut être égale à une moyenne pondérée privilégiant la valeur mathématique avant décote de holding. Par exemple  $(3V.M. + 1V.P.)/4$ .

### **S'agissant de titres minoritaires**

– Lorsque la société ne dégage pas de bénéfice, la valeur est égale à la valeur patrimoniale diminuée d'une décote de holding.

Ensuite le caractère minoritaire des titres doit être pris en compte par l'application d'une décote de minorité variable selon les situations entre 10 et 20%.

– Lorsque la société dégage du bénéfice et distribue régulièrement des dividendes, il est normal d'intégrer la valeur de rendement dans la valeur moyenne des titres. Celle-ci

permettra de faire ressortir le montant de la décote globale applicable. La formule de pondération doit permettre d'obtenir une valeur en cohérence avec l'abattement que l'on pratiquerait sur la valeur mathématique, si seule cette valeur était utilisée.

Par exemple une moyenne simple entre la V.M. (sans décote de holding) et la V.R. entraîne une décote qui peut approcher 50% de la valeur mathématique.

Par conséquent le caractère minoritaire du titre a ainsi été pris en compte par la formule de pondération sans qu'il y ait lieu d'appliquer ensuite une décote pour minorité. En l'absence de distribution, la valeur de productivité peut être utilisée.

## **Cas de sociétés holdings superposées**

Dans le cas où une même société est détenue par une société holding, elle-même détenue par une société holding etc..., à partir de deux niveaux d'interposition, quelles que soient les méthodes de valorisation utilisées, la valeur de la société holding de tête ne peut subir une décote de plus de 40% de sa valeur patrimoniale. En effet, les sociétés intermédiaires ne font pas l'objet de décote particulière lorsqu'elles sont des pures holdings passives.



# Les sociétés civiles immobilières

Les modalités d'évaluation des parts diffèrent selon le type de sociétés.

## Les SCI d'attribution

Les parts sociales donnent droit aux associés à l'attribution en toute propriété ou en jouissance d'une fraction d'immeubles construits ou acquis par la société. Dénommées sociétés immobilières de copropriété, elles n'ont pas de personnalité morale et sont sous le régime de la transparence fiscale.

La valeur des parts correspond à celle des immeubles auxquels elles donnent droit.

L'évaluation consiste donc dans la valorisation des biens immobiliers.

## Les SCI de constructions ventes

qui ont pour objet de construire des immeubles en vue de la vente. Malgré leur forme civile, leur objet est commercial et les parts de ces sociétés sont évaluées comme des parts de sociétés commerciales.

## Les SCI de gestion ou de location

Elles ont pour objet l'achat ou la construction d'immeubles pour la location à des tiers ou à des associés ou la mise à disposition des associés.

Les parts doivent en principe être valorisées comme les autres titres non cotés en fonction 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.

Par conséquent, les méthodes et pondérations doivent être retenues en fonction des caractéristiques propres à chaque société et après avoir, lors de l'analyse préalable, déterminé si

l'activité de la société engendrait des résultats qui pouvaient avoir une influence sur la valeur des titres.

### **Les SCI de gestion qui ne disposent pas de revenus**

Très souvent les sociétés de gestion ne disposent pas de revenus soit parce que les biens détenus ne sont pas donnés en location car ils constituent la résidence principale ou secondaire des associés soit parce qu'elles ne détiennent que la nue-propiété des immeubles.

Dans une telle situation seule la valeur mathématique ou patrimoniale est recherchée.

Elle résulte de la valeur actualisée des éléments d'actif :

- valeur vénale réelle des immeubles. Elle est obtenue à partir des méthodes traditionnelles d'évaluation immobilière. Il s'agit des comparaisons avec des ventes de biens intrinsèquement similaires éventuellement recoupées par la valeur résultant de la capitalisation des loyers bruts<sup>44</sup> ;
- la valeur d'autres biens, par exemple les participations dans d'autres S.C.I. ;
- les liquidités et créances ;

diminuée du passif exigible constitué par les emprunts bancaires et les comptes courants d'associés.

Dès lors que seule la valeur mathématique est retenue, celle-ci doit être diminuée d'un abattement pour non liquidité (dont le montant à titre indicatif peut être fixé à 10%) destiné à prendre en compte l'absence de liquidité des biens immobiliers détenus au travers d'une SCI<sup>45</sup> (cf. fiche 8).

Par ailleurs, lorsque le paquet de titres à valoriser est minoritaire, une décote pour minorité devra être appliquée sur la valeur des parts (cf. fiche 8).

44. Cf. guide de l'évaluation des biens.

45. En effet la décision d'aliéner un immeuble ne peut intervenir que conformément aux dispositions prévues dans les statuts en matière de prises de décision.

## **Les SCI de gestion qui perçoivent des revenus**

### **Recherche des valeurs**

– La valeur patrimoniale correspond comme indiqué ci-dessus à la valeur actualisée des actifs diminuée du passif exigible.

– La valeur de productivité résulte de la capitalisation des revenus nets<sup>46</sup> selon le taux de productivité. Celui-ci correspond au taux de base, taux de rendement à l'émission des obligations garanties par l'état, diminué du taux d'inflation et majoré éventuellement d'une prime de risque, le risque de la gestion immobilière est faible.

– Pour les S.C.I. soumises à l'I.S. et qui distribuent des dividendes, la valeur de rendement peut être utilisée.

### **Pondération des méthodes**

Les pondérations doivent prendre en compte la nature de la S.C.I et le pourcentage de titres à valoriser.

Ainsi, s'agissant de titres majoritaires, la pondération doit permettre de privilégier largement la valeur patrimoniale. Dans ce cas, la pondération indicative de 4V.M. pour une 1V.P. peut être retenue. Pour les titres minoritaires, la pondération prendra davantage en compte la productivité (voire le rendement). Par exemple 2V.M. pour une 1V.P. ou 1V.R.

## **Cas des SCI qui bien que disposant de revenus ne réalisent que de faibles bénéfices ou sont déficitaires.**

L'analyse des déclarations fiscales et des éléments comptables fournis doit permettre de comprendre les raisons d'une telle situation (certains biens sont mis gracieusement à la disposition des associés, d'importants travaux sont réalisés, des rémunérations importantes sont versées, etc.), et de déterminer si l'absence de bénéfice affecte véritablement et de manière durable la valeur de la société.

46. Pour les S.C.I. non soumises à l'I.S., la déduction d'un impôt fictif permet de prendre en compte l'inégalité des situations.

Selon les conclusions de l'évaluateur, la valeur de productivité sera ou non prise en compte dans la pondération.

### **Les parts des sociétés civiles ne sont pas librement cessibles**

Les statuts peuvent cependant aménager les restrictions prévues par la loi<sup>47</sup> et doivent donc être étudiés afin de vérifier si les restrictions de cession à des tiers affectent toutes les catégories de titres. En général sauf lorsque l'unanimité est requise, de telles clauses ne peuvent restreindre que la cessibilité des titres minoritaires. Dans ce cas une décote de 10% pour clause d'agrément peut être appliquée (cf. fiche 8).

47. Cf. les articles 1861 à 1864 du code civil qui régissent les modalités de cession des parts des sociétés civiles.



# Les primes et décotes

Fiche récapitulative

## Les décotes pour non liquidité

Deux décotes doivent être distinguées.

### Décote “générale” pour non liquidité

Cette décote trouve son explication dans le fait que l’investisseur est prêt à rémunérer la liquidité. Les biens qui ne sont pas liquides (hors contraintes juridiques liées aux statuts) au jour de l’évaluation ont une valeur moindre.

Cet abattement s’impose dans deux cas :

– lorsque la société est évaluée en fonction de la seule approche de l’actif net réévalué<sup>48</sup>. En effet, la valeur patrimoniale obtenue correspond à la somme des valeurs des biens composant l’actif considérés comme liquides. Or ces biens ne sont pas liquides et leur immobilisation à l’actif doit être prise en compte en appliquant un abattement pour non liquidité.

Dans l’hypothèse où l’utilisation d’autres méthodes aboutit à établir la valeur intrinsèque de la société, l’application d’un abattement pour non liquidité ne se justifie pas.

– lorsque les titres non cotés sont valorisés par comparaison avec des titres cotés. Dans ce cas, la décote permet de tenir compte de l’absence de cotation des actions.

À l’inverse des titres cotés qui, se négociant sur un marché parfait, sont considérés comme totalement liquides<sup>49</sup> les titres non cotés se

48. En général, les titres sont valorisés par la combinaison de différentes méthodes. Néanmoins cette possibilité peut se présenter par exemple lorsque la société dont l’objet est la gestion d’un patrimoine, ne génère pas de bénéfices (S.C.I. familiale, holdings patrimoniaux).

49. Sauf dans les cas où le marché ne remplit pas son rôle, (volume de transaction insuffisant sur le titre, acquisition d’un bloc de contrôle, etc...).

traitent sur un marché non organisé et étroit et ne peuvent être convertis immédiatement en liquidités sans perte de valeur.

Aussi une décote pour non liquidité doit-elle être appliquée lorsque l'évaluation des titres non cotés est établie à l'aide de comparaisons boursières que celles-ci soient directes ou au moyen de multiples ou taux tirés du marché boursier.

Lorsque le paquet d'actions non cotées à valoriser emporte pouvoir de contrôle, la décote pour non liquidité peut se compenser par l'application d'une prime de contrôle.

### **Décote liée aux contraintes juridiques ou contractuelles**

La décote pour clause d'agrément s'impose pour les parts sociales qui ont par nature une liberté de cession limitée.

Elle s'applique également pour les actions des S.A. ou S.A.S. qui prévoient dans leur statut de telles clauses.

Cependant, cette décote n'affecte en règle générale que les titres minoritaires dès lors que les associés majoritaires, sauf si l'unanimité est requise, ne souffrent évidemment pas de ces contraintes juridiques.

L'existence de pactes d'actionnaires – qui est une convention entre les parties signataires, et peut affecter temporairement la liquidité du fait de la volonté de celui qui le signe – ne justifie pas d'abattement supplémentaire, dès lors qu'ils comportent également des avantages (contrôle, avantage fiscal, etc.)

### **L'abattement pour fiscalité latente**

Cet abattement trouve éventuellement à s'appliquer dans le calcul de la valeur mathématique après revalorisation des actifs immobilisés. Deux situations doivent être envisagées.

### Titres d'une société opérationnelle

La distinction doit être faite entre les actifs nécessaires à l'exploitation, et ceux qui ne le sont pas :

- les biens immobilisés, nécessaires à l'exploitation n'ont pas vocation à être cédés par un repreneur. Au contraire, ils sont indispensables à la poursuite de l'activité de la société. En cas de revalorisation, il n'y a donc pas lieu de tenir compte d'une fiscalité latente ;
- en revanche les biens immobilisés non nécessaires à l'exploitation et qui pourraient être cédés sans dommage pour l'entreprise doivent être évalués nets de tous frais et droits (cf. fiche 2).

### Titres d'une société holding patrimoniale

Dans ce cas :

- soit la valeur des titres est recherchée par la seule valeur patrimoniale<sup>50</sup> et celle-ci est alors diminuée d'une décote dite de holding qui tient notamment compte de la fiscalité latente (cf. *infra*) ;
- soit leur valeur est recherchée à partir d'une pondération entre la valeur mathématique et la valeur de rendement ou de productivité. Dans ce cas, en général, la moyenne entre V.M. et V.R.<sup>51</sup> entraîne une décote importante sur la valeur mathématique ne justifiant pas une décote supplémentaire.

## La décote de holding

Cette décote, souvent constatée sur les sociétés holdings cotées, peut-être justifiée par (et donc être fonction de) plusieurs facteurs :

50. Sous les réserves qui sont indiquées ci-avant.

51. Ces valeurs sont généralement faibles dans le cas de holdings, dès lors que ces structures n'ont pas pour objet de dégager des profits et distribuer des dividendes.

- impact des plus-values latentes ;
- décote de minorité liée à l'absence de contrôle de la société holding sur les participations ;
- illiquidité des actifs possédés par la société holding.

Les montants observés sur le marché boursier, qui s'élèvent en moyenne à 30% environ, peuvent atteindre exceptionnellement 50%.

La décote de holding doit être appliquée sur la valeur patrimoniale de la société lorsque seule cette approche est retenue pour l'évaluation des titres.

Cette décote est évidemment moindre ou nulle lorsque la valeur est recherchée non à partir de la seule valeur patrimoniale mais à partir d'une combinaison de méthode (cf. fiche 6 sur les sociétés holdings patrimoniales).

## **Prime de contrôle (ou surcote) et décote de minorité**

Elles découlent du principe que la valeur moyenne des titres obtenue à partir de la valeur globale de la société peut varier en fonction du degré de contrôle que confère le paquet de titres acquis ou détenu. En supposant que le pouvoir de décision confère des avantages objectifs à ceux qui l'acquièrent, la valeur du titre majoritaire doit être supérieure à celle du titre minoritaire.

En principe, pour valoriser les titres non cotés, l'administration n'utilise pas de prime de contrôle ni de décote de minorité mais utilise des pondérations différentes selon que le titre emporte ou non pouvoir de décision.

Aussi, la valeur mathématique est-elle prédominante lorsque les titres représentent le pouvoir de décision dans la société, tandis

que le rendement attendu est privilégié pour les associés minoritaires dès lors qu'il s'agit d'appréhender l'outil de production dans son ensemble et non sur un droit à des résultats à venir (cf. exemples dans la fiche 3).

Cependant, certains cas peuvent se présenter pour lesquels la pondération ne peut être mise en œuvre ou n'est pas suffisante pour prendre en compte la spécificité des titres minoritaires.

Ainsi :

– dans l'hypothèse où la société ne distribue pas de dividendes, la valeur moyenne est établie à partir de la valeur mathématique et de la valeur de productivité et le caractère minoritaire du titre n'est pas alors véritablement pris en compte par cette pondération ;

– la valeur mathématique est inférieure à la valeur de productivité et à la valeur de rendement<sup>52</sup>. Après avoir éliminé la possibilité d'une erreur d'appréciation dans l'une ou l'autre des approches, la pondération doit être ajustée (cf. fiche 3).

*Cas particulier* Utilisation d'une prime de contrôle pour la revalorisation d'un paquet de titres cotés figurant à l'actif d'une société holding non cotée :

lorsque le paquet de titres cotés inscrit à l'actif immobilisé d'une société holding<sup>53</sup> emporte pouvoir de décision, il est possible de majorer le cours de bourse d'une prime de contrôle. Le principe d'une prime est observé sur le marché boursier lors des opérations de prise de contrôle et reconnu par les experts privés.

Son montant doit prendre en compte les avantages spécifiques liés au contrôle propre à chaque situation. Il peut être déterminé forfaitairement à partir des observations du marché boursier.

52. Certaines sociétés fonctionnent avec des investissements matériels très réduits, la production de richesse est liée à un savoir-faire.

53. À cet égard, l'évaluateur doit veiller à rester en cohérence avec les prises de position en matière de holding animatrice dans le cadre de l'I.S.F.

	S.C.I.	Société Holding détenant		Sociétés d'exploitation
		des titres cotés	des titres non cotés	
<b>Au niveau de la détermination de la valeur mathématique</b>				
Abattement pour fiscalité latente. > Fiche 2 > Fiche 8	Non	Non > Décote de holding	Non > Décote de holding	Possible lorsque le bien immobilisé inscrit au bilan qui fait l'objet d'une revalorisation n'est pas nécessaire à l'exploitation
Prime de contrôle appliquée au sous-jacent constitué par des titres de sociétés. > Fiche 6 > Fiche 8	S.O.	Possible lorsque le pouvoir de décision est détenu par la holding	Non <sup>54</sup> > Fiche 8	Non <sup>54</sup> > Fiche 8
Décote de holding > Fiche 6	Non	Possible si seule la V.M. a pu être mise en place	Possible si seule la V.M. a pu être mise en place	Non
<b>Au niveau de la recherche de la valeur des titres</b>				
Décote générale de non liquidité lorsque seule la valeur mathématique a pu être mise en œuvre. > Fiche 8	Oui	Non (se confond avec la décote de holding)	Non (se confond avec la décote de holding)	Oui
Décote de non liquidité lorsque les titres sont comparés avec des titres cotés > Fiche 8	S.O.	Oui pour mettre en œuvre la comparaison boursière avec les réserves indiquées		
Décote de minorité	Possible pour tous les titres minoritaires lorsque la pondération retenue n'a pas déjà permis de faire ressortir leur caractère minoritaire. > Fiche 8 & Fiche 3, exemples			
Décote pour clause d'agrément lorsque les titres sont minoritaires.	Oui pour les parts sociales qui ne sont pas des titres librement négociables après vérification des statuts qui peuvent prévoir des clauses moins restrictives. Non pour les actions qui sont librement négociables sauf lorsque les statuts prévoient des clauses d'agrément.			

54. Toutefois, s'il s'avérait que le caractère majoritaire des titres n'avait pas pu être pris en compte dans les différentes approches retenues, une prime de contrôle permettrait de corriger l'évaluation.

## **Les annexes**





# Les seuils de détention

À titre indicatif, les seuils de prise de contrôle sont indiqués ci-dessous.

Ces seuils correspondent à ceux exigés dans les S.A. pour les Assemblées générales ordinaires (A.G.O.) et les assemblées générales extraordinaires (A.G.E.).

Pour les S.A.R.L. ils correspondent aux quorum requis pour les modifications de statut (D.E.), ou pour les décisions ordinaires (D.O.).

	S.A.	S.A.R.L.
Contrôle absolu (Majorité A.G.E. et A.G.O., D.E. et D.O.)	plus de 66,66 %	plus de 75 %
Majorité simple (Majorité A.G.O. uniquement D.O.)	entre 50,01 % et 66,66 %	entre 50,01 % et 75 %
Parité	50 %	50 %
Minorité de blocage (Minorité de blocage aux A.G.E., D.E.)	entre 33,34 % et 49,99 %	entre 25,01 % et 49,99 %
Minorité simple	en dessous de 33,34 %	en dessous de 25,01 %
Prise de participation financière avec tous les degrés d'influence possibles	en dessous de 9,99 %	en dessous de 9,99 %



# Taux de rendement des obligations et actions

## Taux de rendement des obligations (emprunts d'État à long terme)

Année	Taux de base <sup>1</sup>	Taux d'érosion <sup>2</sup>	Taux à retenir
1994	7,35 %	1,7 %	5,65 %
1995	7,59 %	2,3 %	5,29 %
1996	6,39 %	1,7 %	4,69 %
1997	5,63 %	0,7 %	4,93 %
1998	4,72 %	0,8 %	3,92 %
1999	4,69 %	0,7 %	3,99 %
2000	5,45 %	1,1 %	4,35 %
2001	5,05 %	1,7 %	3,35 %
2002	4,93 %	2,10 %	2,83 %
2003	4,18 %	1,50 %	2,68 %
2004	4,15 %	1,70 %	2,45 %
2005	3,46 %	1,00 %	2,46 %

1. Taux de rendement des emprunts d'État à long terme, moyenne mensuelle (T.M.E.). Source: [http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/statmon/html/tmf\\_france\\_tauxmarfinan.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/statmon/html/tmf_france_tauxmarfinan.htm) (mt.m.h30030.b.m.t.b.x).

2. Inflation sous jacente, indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales.

À compter de 2003 : Inflation sous jacente, indice hors tarifs publics et produits à prix volatils, corrigé des mesures fiscales et des variations saisonnières.

Source : note de conjoncture Insee (publication au mois de mars de chaque année).

## Taux de rendement des actions avant la réforme de l'avoir fiscal

Année	Taux brut <sup>1</sup>
1994	3,20 %
1995	3,33 %
1996	2,92 %
1997	2,48 %
1998	2,04 %
1999	1,78 %
2000	1,49 %
2001	2,07 %
2002	2,79 %
2003	3,05 %
2004	2,63 %

1. Source: [http://www.banque-france.fr/fr/stat\\_conjoncture/series/statmon/html/tmf\\_france\\_tauxmarfinan.htm](http://www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/series/statmon/html/tmf_france_tauxmarfinan.htm) (mt.m.h30001.b.m.t.b.x). Rappel du taux historique : 3 % (hors avoir fiscal)

## Taux de rendement des actions cotées après réforme de l'avoir fiscal.

Pour l'année 2005 le taux de rendement des actions des sociétés cotées figurant au CAC 40 est de 3,02%.

## Tableau de calcul du goodwill ou survaleur

	5%	6%	7%	8%
1	0.952381	0.943396	0.934579	0.925926
2	1.859410	1.833393	1.808018	1.783265
3	2.723248	2.673012	2.624316	2.577097
4	3.545951	3.465106	3.387211	3.312127
5	4.329477	4.212364	4.100197	3.992710
6	5.075692	4.917324	4.766540	4.622880
7	5.786373	5.582381	5.389289	5.206370
8	6.463213	6.209794	5.971299	5.746639
9	7.107822	6.801692	6.515232	6.246888
10	7.721735	7.360087	7.023582	6.710081
11	8.306414	7.886875	7.498674	7.138964
12	8.863252	8.383844	7.942686	7.536078
13	9.393573	8.852683	8.357651	7.903776
14	9.898641	9.294984	8.745468	8.244237
15	10.379658	9.712249	9.107914	8.559479
16	10.837770	10.105895	9.446649	8.851369
17	11.274066	10.477260	9.763223	9.121638
18	11.689587	10.827603	10.059087	9.371887
19	12.085321	11.158117	10.335595	9.603599
20	12.462210	11.469921	10.594014	9.818147

	9%	10%	11%	12%
1	0.917431	0.909091	0.900901	0.892857
2	1.759111	1.735537	1.712523	1.690051
3	2.531295	2.486852	2.443715	2.401831
4	3.239720	3.169865	3.102446	3.037349
5	3.889651	3.790787	3.695897	3.604776
6	4.485919	4.355261	4.230538	4.111407
7	5.032953	4.868419	4.712196	4.563757
8	5.534819	5.334926	5.146123	4.967640
9	5.995247	5.759024	5.537048	5.328250
10	6.417658	6.144567	5.889232	5.650223
11	6.805191	6.495061	6.206515	5.937699
12	7.160725	6.813692	6.492356	6.194374
13	7.486904	7.103356	6.749870	6.423548
14	7.786150	7.366687	6.981865	6.628168
15	8.060688	7.606080	7.190870	6.810864
16	8.312558	7.823709	7.379162	6.973986
17	8.543631	8.021553	7.548794	7.119631
18	8.755625	8.201412	7.701617	7.249670
19	8.950115	8.364920	7.839294	7.365777
20	9.128546	8.513564	7.963328	7.469444

	13%	14%	15%	16%
1	0.884956	0.877193	0.869565	0.862069
2	1.668102	1.646661	1.625709	1.605232
3	2.361153	2.321632	2.283225	2.245890
4	2.974471	2.913712	2.854978	2.798181
5	3.517231	3.433081	3.352155	3.274294
6	3.997550	3.888668	3.784483	3.684736
7	4.422610	4.288305	4.160420	4.038565
8	4.798770	4.638864	4.487322	4.343591
9	5.131655	4.946372	4.771584	4.606544
10	5.426243	5.216116	5.018769	4.833227
11	5.686941	5.452733	5.233712	5.028644
12	5.917647	5.660292	5.420619	5.197107
13	6.121812	5.842362	5.583147	5.342334
14	6.302488	6.002072	5.724476	5.467529
15	6.462379	6.142168	5.847370	5.575456
16	6.603875	6.265060	5.954235	5.668497
17	6.729093	6.372859	6.047161	5.748704
18	6.839905	6.467420	6.127966	5.817848
19	6.937969	6.550369	6.198231	5.877455
20	7.024752	6.623131	6.259331	5.928841

	17%	18%	19%	20%
1	0.854701	0.847458	0.840336	0.833333
2	1.585214	1.565642	1.546501	1.527778
3	2.209585	2.174273	2.139917	2.106481
4	2.743235	2.690062	2.638586	2.588735
5	3.199346	3.127171	3.057635	2.990612
6	3.589185	3.497603	3.409777	3.325510
7	3.922380	3.811528	3.705695	3.604592
8	4.207163	4.077566	3.954366	3.837160
9	4.450566	4.303022	4.163333	4.030967
10	4.658604	4.494086	4.338935	4.192472
11	4.836413	4.656005	4.486500	4.327060
12	4.988387	4.793225	4.610504	4.439217
13	5.118280	4.909513	4.714709	4.532681
14	5.229299	5.008062	4.802277	4.610567
15	5.324187	5.091578	4.875863	4.675473
16	5.405288	5.162354	4.937700	4.729561
17	5.474605	5.222334	4.989664	4.774634
18	5.533851	5.273164	5.033331	4.812195
19	5.584488	5.316241	5.070026	4.843496
20	5.627767	5.352747	5.100862	4.869580



	5%	6%	7%	8%
21	12.821153	11.764077	10.835527	10.016803
22	13.163003	12.041582	11.061241	10.200744
23	13.488574	12.303379	11.272187	10.371059
24	13.798642	12.550358	11.469334	10.528758
25	14.093945	12.783356	11.653583	10.674776
26	14.375185	13.003166	11.825779	10.809978
27	14.643034	13.210534	11.986709	10.935165
28	14.898127	13.406164	12.137111	11.051079
29	15.141074	13.590721	12.277674	11.158406
30	15.372451	13.764831	12.409041	11.257783
31	15.592811	13.929086	12.531814	11.349799
32	15.802677	14.084043	12.646555	11.434999
33	16.002549	14.230230	12.753790	11.513888
34	16.192904	14.368141	12.854009	11.586934
35	16.374194	14.498246	12.947672	11.654568
36	16.546852	14.620987	13.035208	11.717193
37	16.711287	14.736780	13.117017	11.775179
38	16.867893	14.846019	13.193473	11.828869
39	17.017041	14.949075	13.264928	11.878582
40	17.159086	15.046297	13.331709	11.924613
41	17.294368	15.138016	13.394120	11.967235
42	17.423208	15.224543	13.452449	12.006699
43	17.545912	15.306173	13.506962	12.043240
44	17.662773	15.383182	13.557908	12.077074
45	17.774070	15.455832	13.605522	12.108402
46	17.880067	15.524370	13.650020	12.137409
47	17.981016	15.589028	13.691608	12.164267
48	18.077158	15.650027	13.730474	12.189136
49	18.168722	15.707572	13.766799	12.212163
50	18.255925	15.761861	13.800746	12.233485

	9%	10%	11%	12%
21	9.292244	8.648694	8.075070	7.562003
22	9.442425	8.771540	8.175739	7.644646
23	9.580207	8.883218	8.266432	7.718434
24	9.706612	8.984744	8.348137	7.784316
25	9.822580	9.077040	8.421745	7.843139
26	9.928972	9.160945	8.488058	7.895660
27	10.026580	9.237223	8.547800	7.942554
28	10.116128	9.306567	8.601622	7.984423
29	10.198283	9.369606	8.650110	8.021806
30	10.273654	9.426914	8.693793	8.055184
31	10.342802	9.479013	8.733146	8.084986
32	10.406240	9.526376	8.768600	8.111594
33	10.464441	9.569432	8.800541	8.135352
34	10.517835	9.608575	8.829316	8.156564
35	10.566821	9.644159	8.855240	8.175504
36	10.611763	9.676508	8.878594	8.192414
37	10.652993	9.705917	8.899635	8.207513
38	10.690820	9.732651	8.918590	8.220993
39	10.725523	9.756956	8.935666	8.233030
40	10.757360	9.779051	8.951051	8.243777
41	10.786569	9.799137	8.964911	8.253372
42	10.813366	9.817397	8.977397	8.261939
43	10.837951	9.833998	8.988646	8.269589
44	10.860505	9.849089	8.998780	8.276418
45	10.881197	9.862808	9.007910	8.282516
46	10.900181	9.875280	9.016135	8.287961
47	10.917597	9.886618	9.023545	8.292822
48	10.933575	9.896926	9.030221	8.297163
49	10.948234	9.906296	9.036235	8.301038
50	10.961683	9.914814	9.041653	8.304498

	13%	14%	15%	16%
21	7.101550	6.686957	6.312462	5.973139
22	7.169513	6.742944	6.358663	6.011326
23	7.229658	6.792057	6.398837	6.044247
24	7.282883	6.835137	6.433771	6.072627
25	7.329985	6.872927	6.464149	6.097092
26	7.371668	6.906077	6.490564	6.118183
27	7.408556	6.935155	6.513534	6.136364
28	7.441200	6.960662	6.533508	6.152038
29	7.470088	6.983037	6.550877	6.165550
30	7.495653	7.002664	6.565980	6.177199
31	7.518277	7.019881	6.579113	6.187240
32	7.538299	7.034983	6.590533	6.195897
33	7.556016	7.048231	6.600463	6.203359
34	7.571696	7.059852	6.609099	6.209792
35	7.585572	7.070045	6.616607	6.215338
36	7.597851	7.078987	6.623137	6.220119
37	7.608718	7.086831	6.628815	6.224241
38	7.618334	7.093711	6.633752	6.227794
39	7.626844	7.099747	6.638045	6.230857
40	7.634376	7.105041	6.641778	6.233497
41	7.641040	7.109685	6.645025	6.235773
42	7.646938	7.113759	6.647848	6.237736
43	7.652158	7.117332	6.650302	6.239427
44	7.656777	7.120467	6.652437	6.240886
45	7.660865	7.123217	6.654293	6.242143
46	7.664482	7.125629	6.655907	6.243227
47	7.667683	7.127744	6.657310	6.244161
48	7.670516	7.129600	6.658531	6.244966
49	7.673023	7.131228	6.659592	6.245661
50	7.675242	7.132656	6.660515	6.246259

	17%	18%	19%	20%
21	5.664758	5.383683	5.126775	4.891316
22	5.696375	5.409901	5.148550	4.909430
23	5.723397	5.432120	5.166849	4.924525
24	5.746493	5.450949	5.182226	4.937104
25	5.766234	5.466906	5.195148	4.947587
26	5.783106	5.480429	5.206007	4.956323
27	5.797526	5.491889	5.215132	4.963602
28	5.809851	5.501601	5.222800	4.969668
29	5.820386	5.509831	5.229243	4.974724
30	5.829390	5.516806	5.234658	4.978936
31	5.837085	5.522717	5.239209	4.982447
32	5.843663	5.527726	5.243033	4.985373
33	5.849284	5.531971	5.246246	4.987810
34	5.854089	5.535569	5.248946	4.989842
35	5.858196	5.538618	5.251215	4.991535
36	5.861706	5.541201	5.253122	4.992946
37	5.864706	5.543391	5.254724	4.994122
38	5.867270	5.545247	5.256071	4.995101
39	5.869461	5.546819	5.257202	4.995918
40	5.871335	5.548152	5.258153	4.996598
41	5.872936	5.549281	5.258952	4.997165
42	5.874304	5.550238	5.259624	4.997638
43	5.875473	5.551049	5.260188	4.998031
44	5.876473	5.551737	5.260662	4.998359
45	5.877327	5.552319	5.261061	4.998633
46	5.878058	5.552813	5.261396	4.998861
47	5.878682	5.553231	5.261677	4.999051
48	5.879215	5.553586	5.261913	4.999209
49	5.879671	5.553886	5.262112	4.999341
50	5.880061	5.554141	5.262279	4.999451



---

*Réalisation*

Service Juridique  
Bureau J2 de la DGI

---

*Design graphique*

Philippe Moubeche

---

*Impression*

SDNC



*Liberté • Égalité • Fraternité*

RÉPUBLIQUE FRANÇAISE

**Novembre 2006**