

# Enjeux fiscaux des évaluations financières : *règles, pratiques et actualité récente*

**MERCUTIÒ**  
SOCIÉTÉ D'AVOCATS

**ATRIOM**  
Audit & Consolidation

*Pierre Astolfi et Olivier Ramond*

*IMA France – 19 mars 2013*

**IMA** Institute of  
Management  
Accountants  
**F r a n c e**

# SOMMAIRE

- Enjeux et risques actuels de la valeur en fiscalité
- Les limites des techniques d'évaluation des praticiens...
- ...confrontées aux méthodes de l'administration fiscale
- Sécuriser la valeur : quelles méthodes privilégier ?

## ENJEUX et risques DE LA VALEUR en fiscalité (1/5)

- L'appréciation de la valeur réelle ou vénale d'un bien, i.e. sa valeur économique en fiscalité, est une problématique à la fois **primordiale et complexe**
  - **Primordiale :**
    - Généralement constitue la base unique d'imposition (ex. cas en matière de droits proportionnels ou progressifs d'enregistrement ou ISF, prix de transfert)
    - Les éventuels rappels d'impôt peuvent « reconditionner » l'opération initiée
  - **Complexe :**
    - L'administration peut rectifier le prix ou la valeur ayant servi de base à la perception d'une imposition (en matière de droits d'enregistrement par ex. art. L17 LPF)
    - Les règles administratives et les pratiques financières sont « deux mondes qui potentiellement s'ignorent »

- Les risques fiscaux sont encourus aussi bien lors de la formulation de valeur de modèle qu'à l'occasion de la conclusion de prix de transaction
  - **Lorsqu'elle reflète une transaction**, la valeur vénale est un prix auquel, sur un marché fonctionnant sous un régime de libre concurrence, un bien a été vendu ou acheté (cf. art. R123-178 du Code de commerce)
    - Possibilité de rectification de prix en matière d'impôts directs en cas de dissimulation de prix, les parties ont volontairement inscrit dans l'acte, une somme inférieure au prix réellement payé ou en cas d'acte anormal de gestion
  - **En dehors de tout contexte transactionnel**, cette valeur est non directement observable – elle devra donc être modélisée
    - Engendrera un débat d'opinions, d'idées, en somme un débat d'experts auquel l'administration fiscale et le contribuable sont parties-prenantes.

## ENJEUX et risques DE LA VALEUR en fiscalité (3/5)

---

- Pour éviter l'écueil d'une rectification de base d'imposition, il convient de s'intéresser aux :
  - Méthodes d'évaluation arrêtées en droit (jurisprudence, textes législatifs) ou en fait (documentation propre à l'administration fiscale, ex. guide 2007)
    - de nombreuses règles écrites et non écrites, floues pour certaines, rarement constantes
  - Divergences de ces méthodes avec l'approche des praticiens de l'évaluation
    - potentiellement nombreuses (techniques, culturelles, base de données et accès à l'information...)
  - Moyens juridiques utiles à la sécurisation des éléments de valeur

## ENJEUX et risques DE LA VALEUR en fiscalité (4/5)

- L'administration tend de plus en plus à remettre en question les faiblesses inhérentes aux :
  - Modèles d'évaluation
    - volatilité, taux d'intérêt, hypothèses actuarielles
  - Pratiques faiblement harmonisées
    - Décote pour illiquidité, décote pour non diversification du risque, prime de marché-actions...
  
- Expérience acquise à partir des redressements sur les prix de transfert
  - Récemment étendue aux évaluations de titres de participation de sociétés non cotées puis aux produits plus complexes (ex. BSA et *carried interests*, management packages...)
  - Toutefois, incorporation variable des avancées techniques suivant les services de contrôle DGFIP

- A l'appui de ces redressements :
  - Des textes et une jurisprudence propices
    - Art. 111c du CGI (rémunérations et avantages occultes)
      - Des BSA attribués à prix minoré sont requalifiables en revenus distribués (art. 109-1-2° du CGI) « *Toutes les sommes ou valeurs mises à la disposition des associés, actionnaires ou porteurs de parts et non prélevées sur les bénéfices* »
    - Arrêt Raffypack (CE 5 janvier 2005) sur le compte de l'acte anormal de gestion confirmé par l'arrêt SAS Corbfi (CE 10 novembre 2010)
    - Arrêt Quémener (CE 16 février 2000) généralisé au cadre des SCI et des plus-values des particuliers
  - Un contexte favorable à ces reprises de valeur financière et économique
  - Des limites flagrantes dans les approches des praticiens

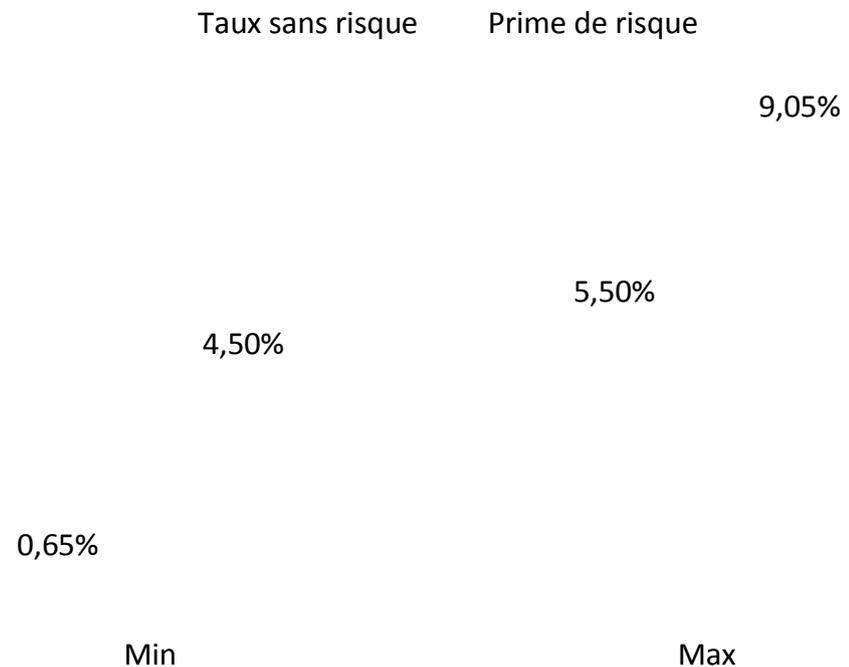
## Les limites des techniques d'évaluation retenues par les praticiens (1/5)

- Une matière qui se caractérise par une grande vitalité ... et encore par une certaine hétérogénéité
- **Hétérogénéités des pratiques et des expertises**, faute de pratique/méthodologie de place reconnue et de préconisations pratiques sur le livrable (ex : calcul du bêta sur quelle période ? Sur la base de quel indice de référence ? Tests de sensibilité? Formalisation des rapports ?)
- Les **grandes mutations/évolutions** subies par l'évaluation financière sur les dix dernières années
  - **Une complexité croissante des techniques** : les évaluateurs ont beaucoup progressé
  - **Une implication croissante de nombreux intervenants de place** (IVSC, IASB, ESMA, AMF,...)
  - **Forte volatilité des paramètres et variables retenus dans les évaluations** (taux sans risque, prime de marché, bêta,...) : cette volatilité complique la tâche des évaluateurs

### ➤ Une volatilité significative des variables de marché

- Exemple des primes observées sur les offres publiques en 2012 : une véritable hétérogénéité...

#### Taux sans risque et prime de risque sur les offres publiques 2012



## ➤ Une volatilité significative des variables de marché

- Evolution sur 10 ans...

Volatilité du CAC 40 sur 10 ans

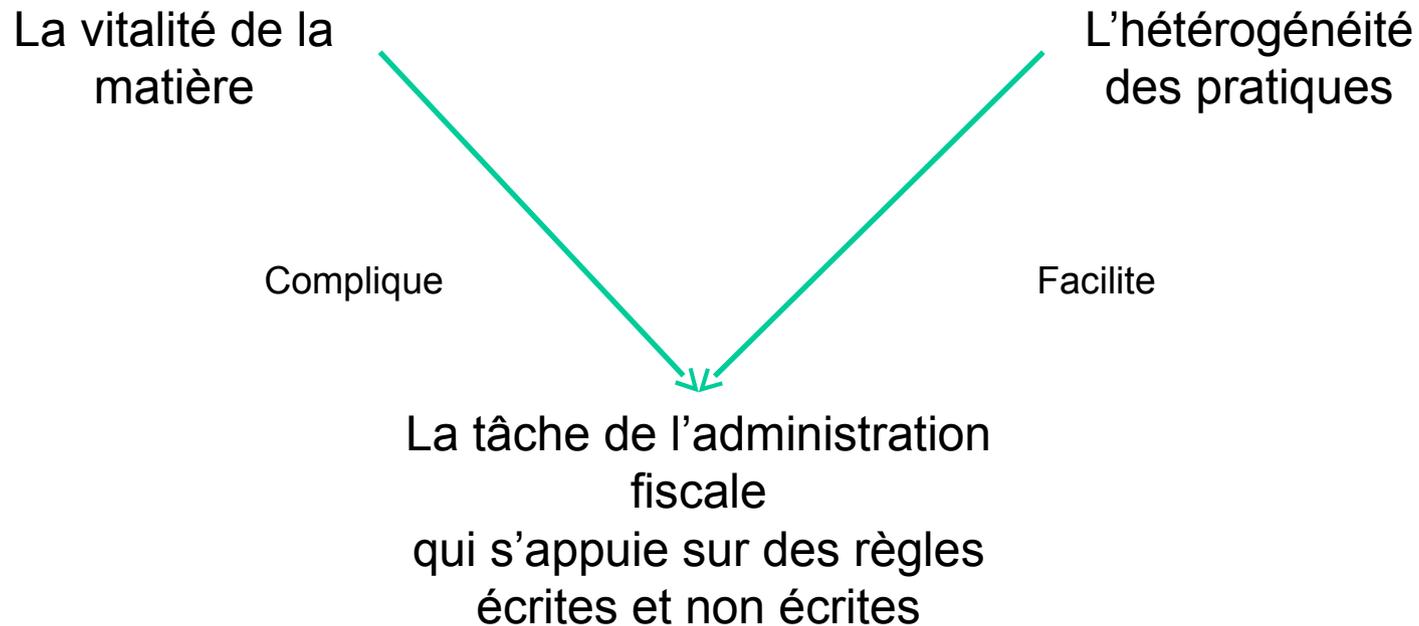


### ➤ Une volatilité significative des variables de marché

- Au cours des 5 dernières années :
  - Evolution de la prime de risque-actions : de 4% à 11% !
  - Evolution du taux sans risque OAT-TEC 10 ans : de 1,9% à 4,9%
  - Les corrélations (type beta) ont convergé vers 1 au moment de la crise

## Les limites des techniques d'évaluation retenues par les praticiens (5/5)

- Une matière qui se caractérise par une grande vitalité ... et encore par une certaine hétérogénéité



- Règles administratives en matière d'évaluation d'entreprise
- Les règles d'évaluation retenues par l'administration fiscale sont présentées dans un guide publié par la DGI après de nombreuses tergiversations
  - Ce guide a été **publié pour la première fois en 1982, et a été mis à jour en 2007**
- La dernière version du guide couvre :
  - En général, **l'évaluation des entreprises**
  - En particulier, **l'évaluation des titres de sociétés**, qu'il s'agisse de valeurs cotées en bourse ou non cotées (TNC)

### ➤ Règles relatives à l'évaluation d'entreprise

- L'administration recommande d'estimer la valeur vénale d'une entreprise par une combinaison de méthodes :
  - Valeur **mathématique** (VM) : approche patrimoniale (ANR)
  - Valeur de **productivité** (VP) : capita. d'un résultat courant moyen pondéré
  - Méthode de la **marge brute d'autofinancement** (MBA)
    - Application d'un multiple à la MBA de l'entreprise : 4x à 10x selon la « nature des investissements »
  - Méthode des **multiples de l'EBE ou du résultat d'exploitation**
- Ces méthodes sont à pondérer en fonction :
  - De la taille de l'entreprise
  - De la nature de l'activité (industrielle ou commerciale)

Valeur  
de  
rentabilité

### ➤ Règles relatives à l'évaluation d'entreprises

- Valeur de productivité (VP) :

- Capitalisation d'un résultat courant moyen pondéré moyenne sur les 3 derniers exercices
- Après résultat financier (sauf exception) et IS
- Après participation des salariés
- Hors éléments exceptionnels => il s'agit d'un résultat récurrent
- => les points de difficulté
  - quel taux retenir pour la capitalisation ?
  - Seul les bénéfices passés sont pris en compte => les bénéfices futurs prévisionnels ne sont pas retenus (sauf à titre d'approche de cohérence)
  - Quid de la prise en compte de effets des variations de périmètre (moyenne 3 ans) ?

### ➤ Règles relatives à l'évaluation d'entreprises

- Méthode de la MBA :

- Application d'un multiple à la MBA de l'entreprise : 4x à 10x selon la « nature des investissements »
- Déduire la valeur de la dette
- Calcul MBA
  - Bénéfice net moyen
  - + Dotations aux amortissements
  - + Dotations aux provisions pour risques et charges sur actif immobilisé / - Reprises
- => Points de difficulté
  - Il s'agit d'un multiple déterminé par référence à une valeur equity (et non une valeur d'entreprise) : Capitalisation boursière / MBA
  - Les multiples de résultat après produits/charges financiers sont davantage biaisés que les multiples de résultat d'exploitation/EBE
  - Quel multiple de MBA retenir ?

## La confrontation avec Les méthodes administratives (5/7)

### ➤ Règles relatives à l'évaluation d'entreprises

- Ces méthodes sont à pondérer en fonction :
  - De la taille de l'entreprise
  - De la nature de l'activité (industrielle ou commerciale)
- Synthèse des différentes méthodes

PME-PMI		Entreprises ou sociétés importantes		Sociétés à activité non commerciale et non industrielle
Petite	Moyenne	Objet commercial	Objet industriel	Holdings patrimoniales
$(3 VM + VR) / 4$	$(2 VM + VR) / 3$	$(VM + VR) / 2$	$(VM + 2 VR) / 3$	$(4 VM + VR) / 5$ ou $(3 VM + VR) / 4$

### ➤ Règles relatives à l'évaluation de titres de sociétés

- Les titres cotés en bourse : le guide fait référence au cours coté
  - ISF : dernier cours connu ou moyenne des 30 derniers cours qui précèdent la date d'imposition
  - Donation de valeurs mobilières : cours moyen au jour de la transmission
- Les titres non cotés en bourse : le guide fait référence à deux approches
  - a/ La valeur de comparaison
    - Référence à une transaction récente sur le capital
    - Référence à des multiples de sociétés cotées comparables
    - Transactions récentes observées sur des sociétés comparables
  - b/ Valeur globale
    - Il convient, le cas échéant, d'appliquer à la valeur globale certains retraitements :
      - Valorisation de titres représentant le pouvoir de décision : privilégier la VM
      - Valorisation de titres minoritaires : privilégier une approche de valeur de rendement

### ➤ Règles relatives à l'évaluation de titres de sociétés

- Les règles retenues par l'administration fiscale :
  - Veillent « à respecter les jurisprudences de la Cour de cassation ou du Conseil d'Etat »
  - Visent à réduire le contentieux en matière d'évaluation

## Méthodes de valorisation arrêtées en jurisprudence (1/4)

- La notion de valeur vénale a été précisée par la jurisprudence (Décision Moulins du 30 janvier 1951)
  - Il n'existe pas de « valeur absolue » d'un bien
  - Cette valeur doit se déterminer par référence au marché (approche analogique portant sur des biens comparables en qualité et en quantité)
- Définition complétée en 1984 par la Cour de cassation (arrêts rendus en matière de mutation à titre onéreux et gratuit)
  - La valeur vénale d'un bien est constituée par « *le prix qui pourrait en être obtenu par le jeu de l'offre et de la demande dans un marché réel, compte tenu de l'état dans lequel il se trouve avant la mutation, et compte tenu des clauses de l'acte de vente ou de l'acte le constatant* » (Cass. com. 23-10-1984 ; repris par Cass 1e civ. 4-10-2005).

## Méthodes de valorisation arrêtées en jurisprudence (2/4)

- Quelles évolutions depuis 1984?
  - La jurisprudence s'en tient à cette définition
  - Le juge judiciaire a par ailleurs précisé que **la valeur vénale d'un bien ne se confond pas nécessairement avec la valeur économique théorique de ce bien** (Cass. com. 22-1-1991)
  - Réponse ministérielle : la valeur vénale se détermine à partir d'un échantillon de comparables tirés de cessions de biens similaires en quantité et qualité, **intervenues à l'époque considérée** (Rép. Bérard : Sén. 13-12-1990)
- Face à ces différents concepts auxquels viennent s'ajouter les visions de la théorie économique, quels modèles d'évaluation retenir ?
  - **De nombreuses méthodes sont préconisées par les praticiens**, notamment en matière d'évaluation d'entreprise (approches patrimoniales – à partir de données comptables réévaluées potentiellement, de rendement, l'approche analogique)
  - Ces méthodes sont adaptées **en fonction de la situation économique** dans laquelle se trouve le bien ou l'entreprise (prise en compte des risques dans les taux d'actualisation, décote pour occupation etc.)

## Méthodes de valorisation arrêtées en jurisprudence (3/4)

---

- **La doctrine administrative** : la valeur vénale (ex. fonds de commerce et biens assimilés) doit, en règle générale, être déterminée par la méthode analogique
  - Comparaison avec des cessions en nombre suffisant de biens intrinsèquement similaires (en qualité et de même contingence)
  - Éventuellement complétée par d'autres méthodes d'évaluation à titre de recoupement.
- L'approche analogique est rendue **obligatoire lorsque il y a contestation par l'administration du prix ou de l'évaluation** énoncé dans un acte ou porté dans une déclaration (Cass. com. 20-2-2007).

## Méthodes de valorisation arrêtées en jurisprudence (4/4)

- Dans les approches multicritères : quelle méthode retenir?
  - Il convient d'avoir recours à d'autres méthodes lorsque les résultats de la méthode par comparaison conduit à une évaluation tronquée (faible échantillon, biens peu similaires etc.)
  - En aucun cas, la moyenne arithmétique obtenue par le recours à différentes méthodes d'évaluation ne saurait emporter automatiquement une valeur vénale fiable (Rép. Peyou : Sén. 25-3-1982)
- Quelles sont les lignes directrices conseillées par l'administration en matière d'évaluation?
  - Hormis le guide de 1982, peu d'indications sur la « valorisation des biens mobiliers et immobiliers, des fonds de commerce et des ensembles industriels »
    - Edition du guide de l'évaluation des entreprises, le 20 mars 2007
  - Méthodologies peu explicites (base de données, identification des comparables, points d'achoppement...) et a priori non vouées à être divulguées dans un futur proche

### 1) Date de référence

- La valeur vénale d'un bien **se détermine à la date du fait générateur de l'impôt** (ex. à la date de la cession pour les droits d'enregistrement ou au 1er janvier de l'année d'imposition pour l'ISF) (Cass. com. 19-6-1990 ; Cass. com. 29-11-1994 ; Cass. com. 6-5-2003).
  - Les délais de déclaration sont sans incidence possible sur l'évaluation
  - De même que les circonstances ou événements postérieurs au fait générateur, sauf lorsqu'ils sont de nature à révéler la valeur du bien à cette date (cf. art. 764 A du CGI)
  - Il ne peut être tenu compte d'éléments postérieurs au fait générateur (Cass. Com. 31 janvier 2006) – semble militer contre le DCF et pour les comparables

### 2) L'intégration des clauses contractuelles dans la méthode de valorisation

- Ex. clause d'incessibilité des titres ou clauses d'agrément des cessionnaires qui peuvent subordonner ou figer la détention des titres
  - l'administration accepte d'en tenir compte mais de manière très hétérogène
  - Souvent, elle considère que « les difficultés dans lesquelles se trouve la société sont déjà prises en compte dans les méthodes de valorisation des titres. Elles ne justifieraient donc pas, en elles-mêmes, une nouvelle décote. »
- Le juge administratif a tantôt refusé l'abattement pour illiquidité (arrêt Hérail et Plessis de Pouzilhac du 3 juillet 2009) tantôt accepté son inclusion dans le processus de valorisation d'un bien / titre financier.
  - Dans un arrêt Marion du 1er avril 1997, la Cour de cassation a reconnu le bien-fondé d'un tel abattement destiné à refléter des contraintes juridiques spécifiques afférentes aux titres, en l'espèce une clause d'agrément du cessionnaire.

### 3) Quelles méthodes de valorisation privilégier?

- S'agissant des méthodes de valorisation, le juge administratif suit la même approche que le juge judiciaire
  - Il n'a pas encore déterminé si en cas d'une cession comparable pertinente, les autres méthodes d'évaluation doivent être écartées
  - Le juge judiciaire, en revanche, a jugé que ces autres méthodes devenaient alors d'application subsidiaire (Cass. com. 7-7-2009)

### 4) Quid du rescrit...?

- L'article L 64 B du LPF (issu de la loi du 8 juillet 1987) permet au contribuable de consulter l'administration au sujet d'un montage qu'il envisage afin de savoir si celle-ci partage son interprétation du texte.
- Créé en 1998, le rescrit-valeur
  - Procédure lourde et contraignante
  - Peu utilisée par les contribuables
- Le processus de valorisation et la valeur qui en résulte reste, à maints égards, très subjectifs et requiert, de ce fait, une documentation à la hauteur des enjeux financiers qu'ils emportent

### 5) Quid de la place du rapport d'expert ?

- Réponse ministérielle Chambon du 5 avril 1974
- Plus une logique d'argumentations qu'une logique de signature (conforme à la position de l'administration)

### ➤ En synthèse, des divergences constatées...

- Une approche par « **combinaison de méthodes** »
  - Vision différente de « **l'approche multicritère** » des praticiens
- La combinaison de méthodes doit se traduire par **l'extériorisation d'une valeur moyenne** même en cas de valeurs extrêmes (outliers)
  - « La pondération des méthodes aboutit à dégager la valeur moyenne de l'entreprise » (page 13)
  - Le principe de valeur moyenne est généralement écarté par les professionnels (ex. rapport Naulot de l'AMF sur l'expertise indépendante)
- Trop grande place laissée à la valeur de rendement
  - Peu utilisée en pratique dans le cadre des évaluations d'entreprise (niveau de distribution moyen trop difficile à déterminer)

### ➤ En synthèse, des divergences constatées...

- Une approche DCF uniquement à titre de cohérence
  - En effet, selon le guide :
    - L'administration fiscale ne peut établir elle même des prévisions de croissance : ni les contrôler ? À l'instar des commissaires aux apports/fusions
    - 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 »
- La référence à des terminologies peu usitées en pratique
  - La méthode MBA par exemple
  - Le rejet systématique de certaines décotes
    - ex. holding, non diversification de l'activité / portefeuille de l'actionnaire / dirigeant

## LES points D'attention pour sécuriser son évaluation (7/7)

- Des points non couverts par le Guide (et les autres textes) et qui posent problème en pratique
- L'évaluation des plans de stock options, BSA et management packages
- Marges d'erreur en évaluation
  - Erreurs sur les prévisions
  - Erreurs sur les inputs de marché (taux sans risque, bêta,...)
  - Comment le recours à une fourchette d'évaluation est-il perçu par l'administration ?
- Les questions plus spécifiquement liées au contexte de crise :
  - L'exercice de construction des prévisions est de plus en plus délicat dans un climat d'incertitude...=> volatilité croissante des résultats
  - Difficultés s'agissant des paramètres retenus dans le calcul du taux d'actualisation : taux sans risque, prime de risque
  - Quand le marché n'est plus suffisamment actif...

---

Des questions ?

Pierre Astolfi

Commissaire aux comptes Associé

Atriom

*[pastolfi@atriom.fr](mailto:pastolfi@atriom.fr)*