

## Comment défendre votre évaluation face au fisc ?

25/05/2018 – Finance et trésorerie



- Julien HERENBERG

Les évaluations d'entreprises non cotées sont une source de rectifications fiscales majeures. Les différends portent, en particulier, sur l'approche d'évaluation intrinsèque, souvent reléguée au plan d'approche subsidiaire par la jurisprudence fiscale. Comment argumenter face au fisc ? Le point par Julien Herenberg, expert-comptable, commissaire aux comptes, Æquido.

### Les deux grandes méthodes d'évaluation

S'agissant de titres de sociétés non cotées, les évaluateurs financiers distinguent généralement deux principales approches d'évaluation :

1. Les approches analogiques ; et
2. Les approches intrinsèques.

Les **approches analogiques** sont fondées sur :

- une transaction de marché observable sur les titres eux-mêmes de la société à évaluer ;
- des valeurs de titres de sociétés comparables permettant d'en extraire des multiples implicites ;
- des valeurs de titres de sociétés cotées lorsque de telles sociétés sont estimées comparables.

Les **approches intrinsèques** reposent sur des données internes à l'entreprise et des modèles financiers en capitalisant/actualisant un flux soigneusement déterminé.

À noter que ce flux est, la plupart du temps, un flux de trésorerie prévisionnel libre (approche dite des « Discounted Cash Flows »).

## L'évaluation par approches intrinsèques : le parent pauvre de la jurisprudence fiscale

La jurisprudence est peu disert sur la mise en œuvre des évaluations par approches intrinsèques. Il ressort d'une analyse de la jurisprudence fiscale effectuée par l'Association des Experts en Évaluation d'Entreprise(A3E) les éléments suivants (lettre n° 19 du 2e trimestre 2017) :

- le Conseil d'État relègue au second plan les approches intrinsèques qualifiées par la jurisprudence de méthodes alternatives ou subsidiaires ;
- la jurisprudence hiérarchise les approches de la valeur comme suit : les valeurs de comparaison d'une part, et les valeurs par les approches dites « subsidiaires » d'autre part, ces dernières correspondent dans les faits aux approches intrinsèques.

La jurisprudence indique que lorsqu'il existe une valeur de comparaison pertinente, il n'est pas nécessaire de mettre en place les approches dites subsidiaires. Mais lorsqu'une valeur de comparaison existe et qu'elle n'est pas pertinente selon l'administration, il lui appartient de le démontrer. Pour cela, l'administration est parfois tentée de mettre en œuvre des approches alternatives (subjectives) qui arrivent à des résultats très différents et de s'en prévaloir pour expliquer qu'elle avait raison de dire que la valeur de comparaison n'était pas pertinente.

Dans ce cas, cela revient à faire une approche multicritère sans considérer que la valeur de comparaison prime sur les autres, et ceci au détriment du contribuable!

Il est donc important de s'assurer que les vérificateurs n'utilisent pas les résultats d'approches alternatives pour justifier le rejet des valeurs dites de comparaison. La tentation d'un vérificateur serait d'autant plus naturelle que les approches intrinsèques reposent sur une multiplication d'hypothèses plus ou moins subjectives qui peuvent faire significativement varier la valeur et donc la base taxable à la hausse.

## Pourquoi défendre les approches intrinsèques ?

Les approches intrinsèques reposent sur des principes de finance très simples :

- la valeur d'un actif est égale à la somme des flux de trésorerie qu'il génèrera dans le futur. Appliqué à une société, la valeur des actions correspond à la valeur d'entreprise (valeur de l'actif économique) déduction faite de la structure financière.
- l'exigence de rémunération de l'investisseur augmente avec le risque d'aléa sur les flux futurs : plus l'échéancier de flux futur est incertain plus l'exigence de rémunération de l'investisseur est élevée.
- le lien entre ces deux principes est le taux d'actualisation.

Il est beaucoup plus aisé pour des experts de mettre en œuvre des approches dites intrinsèques, les approches analogiques reposant sur l'obtention d'une information de marché souvent inaccessible pour des transactions sur sociétés non cotées.

## Pourquoi l'administration fiscale rejette-telle la méthode de l'actualisation des flux futurs ?

S'agissant des évaluations menées par l'administration fiscale, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs n'est pas mise en œuvre par elle-même considérant qu'elle ne peut se prévaloir d'éléments non connus au jour du fait générateur de l'impôt.

De ce fait, l'administration n'utilise pas de business plan et se repose sur des éléments historiques. Lorsqu'une évaluation consiste à capitaliser un flux reposant sur des observations passées, une hypothèse fondamentale est alors prise : le flux passé est représentatif du futur.

Que l'on ne s'y trompe pas, cette hypothèse consiste à faire un business plan qui ne porte pas son nom.

## Les points de désaccord entre le contribuable et l'administration

### Le diagnostic stratégique et financier

L'administration n'a qu'une vision très partielle de la société évaluée et les propositions de rectification sont souvent pauvres sur la partie diagnostic de l'entreprise.

À noter : tout expert évaluateur connaît l'importance du diagnostic stratégique et financier avant de mesurer la valeur financière. Ce diagnostic est une revue de nombreux éléments qualitatifs qui ne peuvent être ignorés pour se mettre dans la peau d'un investisseur de marché comme le prévoit la jurisprudence.

Les vérificateurs fiscaux n'ont pas les moyens d'approfondir ces aspects et peuvent préférer se limiter à une énumération stricte des éléments dont ils disposent, à savoir des éléments chiffrés passés dans les liasses fiscales sans prise en compte des éléments prospectifs.

Évaluer, c'est démontrer ! Le contribuable a tout intérêt à faire mener une analyse qualitative argumentée qui sera traduite explicitement dans le choix des hypothèses quantitatives.

### Le choix du flux de référence

L'administration réalise des moyennes pondérées de flux des trois derniers exercices pour fixer une capacité bénéficiaire de référence à l'évaluation. La question centrale devrait toujours être « pouvons-nous envisager une reproduction des résultats passés dans le futur » ?

L'évaluateur doit par conséquent s'appuyer sur le diagnostic stratégique et financier, seul support capable d'éclairer sur les flux de référence à retenir.

Si le diagnostic met en évidence des risques de contraction, alors l'évaluateur devrait en tenir compte de deux manières distinctes :

- soit par l'adaptation des flux passés analysés ;
- soit par l'ajustement du taux de capitalisation pour tenir compte du risque de non-réalisation des mêmes flux dans le futur.

Attention ! En tout état de cause, il n'est pas raisonnable de retenir une approche mécanique de moyenne pondérée des flux passés sans faire la liaison avec le diagnostic et la perception de l'avenir.

### **Le choix du taux d'actualisation/capitalisation**

Le taux d'actualisation (ou capitalisation) est un facteur très sensible. Il est le plus souvent déterminé selon l'approche du MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers) : Taux sans risque + [prime de risque marché actions × coefficient de risque systématique] + primes spécifiques.

Les vérificateurs ont tendance à retenir des taux faibles et généralement peu argumentés, même si certains s'efforcent de justifier précisément chaque élément constitutif.

Plus spécifiquement, les points sur lesquels l'administration et l'évaluateur divergent sont les suivants :

- la prime de risque marché actions est souvent mal documentée alors qu'elle fluctue fortement depuis la crise de 2008 ;
- l'administration exclut régulièrement de son calcul les primes de taille ou d'illiquidité or elles sont très significatives ;
- faute de diagnostic stratégique et financier suffisamment étayé, l'administration omet très souvent de prendre en compte des primes de risques spécifiques à la société évaluée.

Les vérificateurs viennent alors à présenter des taux, bien plus faibles que ceux retenus par des groupes diversifiés cotés au CAC 40.

En conclusion, compte tenu de la subjectivité des arguments utilisés par l'administration, il est recommandé aux contribuables de faire intervenir un expert indépendant qui argumentera dans un rapport son avis de valeur détaillé.

#### **Julien Herenberg, expert-comptable, commissaire aux comptes, Æquido**

Après avoir débuté au sein du cabinet RSM Salustro Reydel, Julien Herenberg a intégré le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (BM&A) où il fut (2004-2011) : rattaché aux lignes de service Audit et Evaluation financière en tant que Senior Manager.

Membre du département Doctrine et Pratiques Professionnelles de BM&A, Julien a concentré ses activités sur l'évaluation financière et les audits financiers contractuels dans le cadre d'opérations de haut de bilan, sur la maîtrise des risques et du contrôle interne ainsi que sur l'audit légal.

En 2012, il fonde le cabinet Opsione qui se rapprochera du cabinet ACM de Gérard Cattan, l'ensemble deviendra Æquido en 2017.

Julien est également secrétaire général du bureau Paris – Ile de France de l'Association des Experts en Evaluation d'Entreprise (A3E), membre de la Commission Evaluation de la CNCC, formateur de la CNCC et chargé de cours en Master 2 à l'UPEC et à l'Université Paris Dauphine.