

# ÉVOLUTIONS DANS L'ÉVALUATION DES PME

## Jurisprudence, théorie et choix des méthodes d'évaluation\*

**Le Tribunal fédéral a récemment montré les limites de la «méthode des praticiens». Cet article aborde notamment l'arrêt du Tribunal fédéral concerné et présente certains aspects essentiels du choix des méthodes. Il contient des conseils sur la façon de prendre en compte les particularités des PME dans les méthodes standard, comme les modèles de la valeur de rendement ou du discounted cash-flow (DCF).**

### 1. INTRODUCTION

L'évaluation des entreprises est la discipline reine du conseil en entreprise et fait partie des tâches centrales de la branche fiduciaire et de la révision. Dans la théorie également, fortement influencée par la recherche sur les marchés financiers, une place importante est dévolue aux méthodes d'évaluation. Des moyens informatiques puissants en matériels et logiciels permettent de calculer des modèles qui ne sont plus accessibles aux destinataires. Auparavant, quelques calculs de base suffisaient à évaluer une entreprise. Aujourd'hui, de solides connaissances statistiques sont indispensables pour arriver seulement à comprendre une expertise d'évaluation. Dans ce domaine, le débat théorique contraste avec la pratique établie.

Ce fossé est particulièrement marqué dans l'évaluation des PME. Dans notre pays, ces entreprises sont souvent évaluées avec la méthode dite des praticiens, une combinaison de la valeur de rendement et de la valeur substantielle [1]. Cette méthode est notamment connue pour son utilisation dans la *circulaire 28 (CI 28)* du 28 août 2008 de la Conférence suisse des impôts «Instructions concernant l'estimation des titres non cotés en vue de l'impôt sur la fortune». Outre la transparence, la simplicité et la facilité d'emploi, la reconnaissance fiscale constitue l'un de ses avantages les plus souvent cités [2]. Pour autant, les défauts de conception liés à cette méthode combinée sont connus depuis longtemps. *Karl Käfer* avait d'ailleurs déjà fait remarquer qu'elle a seulement l'avantage d'éviter la réflexion [3].

Un arrêt récent du Tribunal fédéral remet en cause la méthode des praticiens: elle ne devrait notamment pas être utilisée lorsqu'elle ne conduit pas à un résultat satisfaisant d'un

point de vue économique [4]. C'est le cas lorsqu'elle débouche sur des écarts significatifs par rapport à la valeur des rendements futurs (calculés comme valeur de rendement ou DCF), reconnue comme appropriée par la théorie. Le présent article décrit certaines situations typiques présentant de tels écarts et donne des conseils pour la prise en compte des particularités des PME dans le calcul de l'évaluation. Nous partirons de l'état actuel de la théorie et de la jurisprudence.

### 2. ÉTAT DES LIEUX DE LA THÉORIE ET DE LA JURISPRUDENCE

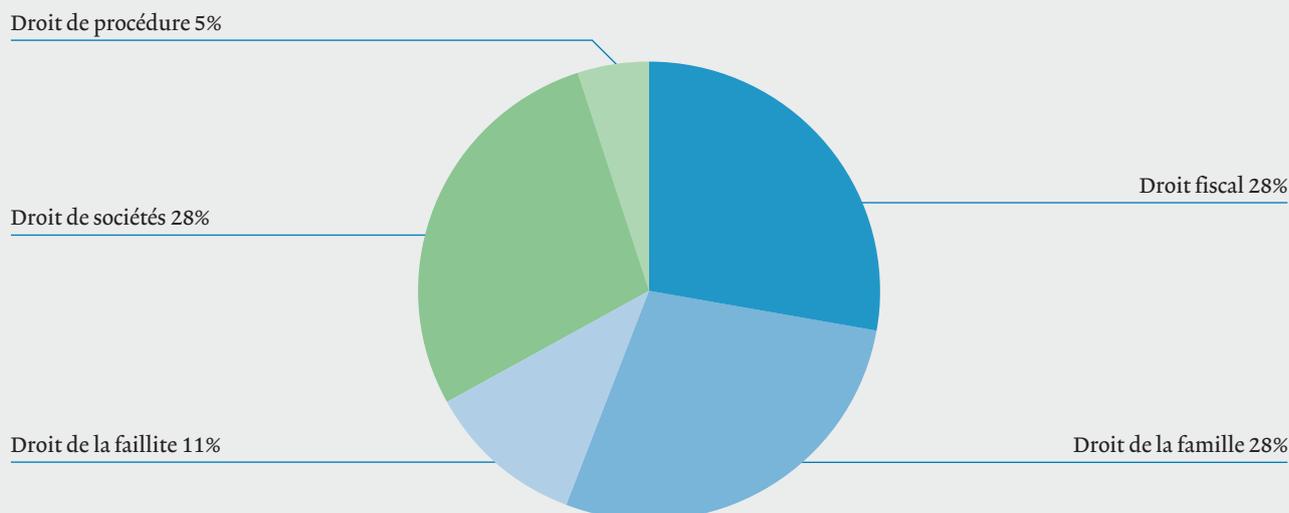
**2.1 Conséquences de la crise financière, économique et de la dette.** De grandes batailles ont eu lieu dans la théorie de l'évaluation. Il est admis que seule une valeur basée sur les rendements futurs représente correctement la valeur de l'entreprise. Celle-ci résulte des montants équivalents en termes de risque des excédents financiers de l'objet de l'évaluation. Il peut s'agir d'excédents de revenus (bénéfices) ou d'excédents de paiements (cash-flows). Partant des mêmes hypothèses, les modèles de valeurs de rendement et de DCF conduisent aux mêmes résultats.

La littérature actuelle en langue allemande aborde en particulier les conséquences de la crise financière, économique et de la dette sur l'évaluation des entreprises. Le point de départ est la volatilité des marchés d'actions au cours des dernières années de crise et un taux d'intérêt de base en constante baisse [5]. Ce dernier aspect conduit, toutes choses égales par ailleurs, à une hausse des valeurs des entreprises, avec pour conséquence choquante qu'en 2011, avec des prix (cours des actions) en baisse, les valeurs des entreprises progressaient, du moins par le calcul [6]. Si l'on part du principe que les exigences de rendement réelles des investisseurs n'ont pas diminué, et que ceux-ci ne se satisfont pas de «moins» après la crise qu'avant, il convient de réfléchir à une adaptation des coûts du capital. Conformément au *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, cette adaptation peut être réalisée en appliquant un supplément sur les primes de risques de marché déterminées empiriquement. Cette démarche est expressément recommandée par les représentants de la profession en Allemagne et en Autriche [7]. On peut se demander si cette approche n'est pas déjà dépassée au vu de la hausse actuelle



TOBIAS HÜTTICHE,  
 PROF. DR., CVA,  
 EXPERT-COMPTABLE,  
 CONSEILLER FISCAL (D),  
 DIRECTEUR DE L'INSTITUT  
 FÜR FINANZMANAGEMENT  
 HOCHSCHULE FÜR  
 WIRTSCHAFT FHNW, BÂLE

Tableau 1: **DOMAINES DU DROIT CONCERNÉS DANS LES ARRÊTS DU TRIBUNAL FÉDÉRAL SUR L'ÉVALUATION DES ENTREPRISES**



des marchés d'actions. La discussion engagée à cet égard sur des primes de risque de marché «vivantes» doit en revanche se poursuivre.

Dans la pratique, on adapte parfois le taux de base à un niveau ressenti comme «normal» [8]. Cette démarche est aussi pragmatique que problématique [9]: le niveau ressenti comme «normal» dépend aussi de l'histoire professionnelle de chacun. Pour ceux qui ont commencé à travailler dans les années 1980, un taux d'intérêt élevé est plus habituel que pour les collègues ayant débuté vingt ans après.

**2.2 Derniers développements dans la jurisprudence.** La loi attache toute une série d'exigences à la valeur d'une entreprise [10]. Celle-ci est essentiellement une question de droit, notamment en ce qui concerne la détermination de la méthode d'évaluation et des facteurs pertinents pour l'évaluation [11]. Au cours des trente dernières années, une vingtaine d'arrêts du Tribunal fédéral ont porté sur l'évaluation des entreprises, dont plus de la moitié depuis 2004. Les parties devenant visiblement plus combatives, chaque consultant doit donc se soucier d'appliquer les procédures d'évaluation les plus présentables possibles devant un tribunal.

Le *tableau 1* donne un aperçu des domaines juridiques concernés.

Dans ce cadre, la jurisprudence a entrepris une évolution significative: déjà dans l'arrêt du 26 juillet 1994, puis avec davantage de précisions dans celui du 3 avril 2001, le Tribunal fédéral constatait que la «réelle valeur des actions» était en principe une valeur d'exploitation, qui devait être calculée en intégrant la valeur de rendement et la valeur substantielle [12]. Dans l'arrêt du 15 avril 2010 encore, la méthode des praticiens est encore qualifiée de *best practice* [13]. Dans l'arrêt du 18 septembre 2013 mentionné en introduction, le Tribunal fédéral remet toutefois en cause cette méthode. Il indique qu'il convient de s'en écarter lorsque:

→ des méthodes plus spécifiques existent et qu'elles conduisent à un résultat correct, → ou que la méthode des praticiens ne débouche pas sur un résultat économiquement satisfaisant, → ou que des configurations atypiques se présentent (p.ex. une scission) dont les particularités ne sont pas prises en compte dans la CI 28.

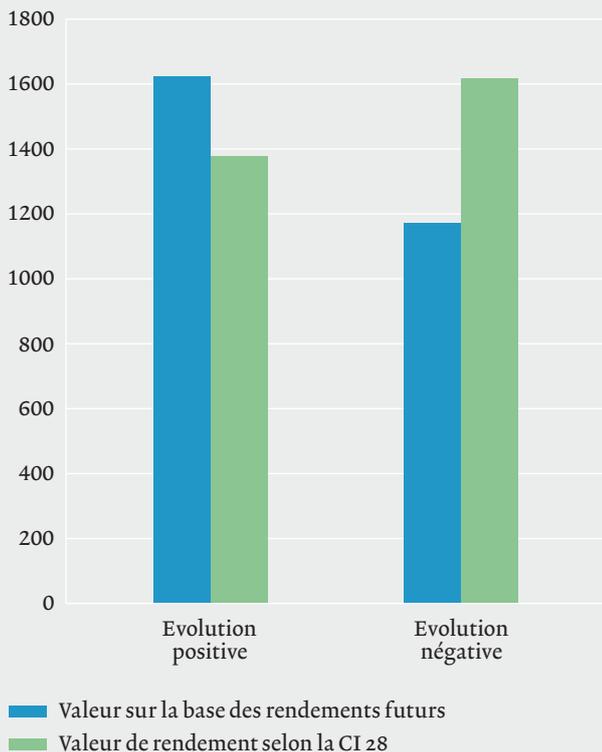
L'arrêt en question concerne certes des participations détenues par des sociétés de capital et porte sur des questions d'impôt sur le bénéficiaire. Mais les réflexions du Tribunal fédéral étant de nature fondamentale, l'arrêt peut également s'étendre à d'autres situations.

**2.3 Conséquences pour la pratique de l'évaluation des PME.** Suite à cet arrêt du Tribunal fédéral, il n'est plus possible d'utiliser la méthode des praticiens sans réflexion préalable et en référence à la reconnaissance fiscale. Il convient plutôt d'examiner désormais dans un premier temps si l'utilisation de cette méthode conduit à un résultat économiquement non satisfaisant. Un tel état de fait sera admis dès lors que les résultats s'éloignent significativement de ceux obtenus par une méthode d'évaluation considérée comme «adéquate» axée sur les rendements futurs. Le paragraphe 3 de l'arrêt démontre les limites de la méthode des praticiens et apporte des conseils pour vérifier la plausibilité des valeurs de parts qui en découlent. Si cette vérification parle en faveur d'un calcul alternatif d'une valeur de rendements futurs, le paragraphe 4 fournit les éléments permettant de prendre en compte dans ce cadre les particularités des PME.

### 3. LIMITES DE LA MÉTHODE DES PRATICIENS

**3.1 Méthode axée sur le passé.** Selon la CI 28, la valeur de rendement découle, selon le modèle, des bénéfices nets ajustés des deux ou trois années précédentes. Ainsi, les conditions du passé sont prolongées dans le futur et, par le calcul,

Tableau 2: DIFFÉRENCES D'ÉVALUATION



On part ici de l'hypothèse d'une série de paiements qui, en cas d'*évolution positive* sur cinq ans (années 01 à 05), augmente de 110 à 150 UM (unités monétaires) et, en cas d'*évolution négative*, chute de 150 à 110 UM. La date de référence de l'évaluation est le 31.12.2002. Le calcul de la valeur de rendement selon la CI 28 est réalisé sur la base des deux bénéfices (pondérés) passés (années 01 et 02). La valeur sur la base des rendements futurs actualise les trois excédents suivants à la date d'évaluation et poursuit la dernière valeur comme rente perpétuelle. Les coûts du capital sont toujours identiques à 8% (taux fiscalement en vigueur au 31.12.2013).

de façon perpétuelle [14]. Si ces conditions sont stables, les exercices passés peuvent être représentatifs pour les années à venir. Mais si les excédents financiers augmentent ou baissent, il en va autrement. Selon l'évolution, des différences considérables peuvent apparaître par rapport à un calcul axé sur les rendements futurs.

Le *tableau 2* illustre ces différences avec un exemple simple pour deux hypothèses de profils d'excédents financiers. Avec des hypothèses identiques (et fortement simplifiées), il résulte des optiques différentes une différence d'évaluation de 20 à 40% par rapport à la valeur des rendements futurs.

Avec cet exemple très simplifié, on constate déjà clairement à quel point les méthodes réagissent différemment à des évolutions contraires. La méthode des praticiens ne prend en compte ces évolutions qu'avec un certain retard. En cas de baisse des excédents, la valeur résulte des bonnes années du passé. À l'inverse, en cas d'excédents en hausse, ceux-ci ne sont pas encore pris en compte dans le calcul. En comparaison, la valeur des rendements futurs tend à exagérer les tendances.

Tableau 3: COÛTS DU CAPITAL DES SOCIÉTÉS PAR RAPPORT À LA CI 28 en %

Période	2009	2010	2011	2012	2013
Coût du capital pour les entreprises cotées	10,40	10,20	9,50	9,80	9,40
Taux d'intérêt de capitalisation selon la liste des cours de l'AFC	9,00	8,50	8,50	7,50	8,00

Notons un autre aspect important: en prolongeant le passé, on suppose que la capacité bénéficiaire de l'entreprise se poursuit et reste transmissible en cas d'aliénation. Or, précisément pour les PME, la personne du propriétaire est essentielle au succès de l'entreprise et la transmissibilité de la capacité bénéficiaire constitue la question centrale. La pratique d'évaluation fiscale selon la CI 28 prend seulement ce phénomène en compte par une pondération simple de la valeur de rendement (c'est-à-dire non doublée) et de la valeur substantielle [15].

**3.2 Prise en compte du risque.** La CI 28 prend en compte le risque en premier lieu au travers du taux d'intérêt. Le taux d'intérêt de capitalisation se compose du taux d'intérêt pour les placements sans risque et d'une prime pour risques fixe. Ainsi, si le concept va bien dans la direction de la théorie des marchés financiers, le contenu sort des modèles habituels.

Le taux sans risque est représenté par la moyenne du taux de référence swap CHF à 5 ans pour la période fiscale, soit actuellement environ 1%. En ce qui concerne la méthode, nous ne sommes pas ici au niveau le plus récent de la théorie de l'évaluation. Selon celle-ci, il faudrait en effet, comme lorsque l'on fait la somme de variables pour le calcul d'une valeur actualisée, dériver le taux sans risque de façon congruente par rapport à une courbe des taux [16]. De cette façon, le taux de base pour une durée de vie économique supposée au-delà de 30 ans se situe nettement au-dessus de 1% [17]. Par ailleurs, l'utilisation de taux swap fait aussi intervenir des primes pour risques de crédit, ce qui n'est pas souhaitable d'un point de vue théorique [18].

La prime pour risques utilisée dans la CI 28 est également mal justifiée. Fixée à 7%, celle-ci est censée représenter un rendement supplémentaire approprié prenant en compte les risques généraux de l'entreprise ainsi que la négociabilité restreinte de ses titres. Dans ce cadre, la prime de risque général lors d'une hypothèse de conservation à long terme est fixée à 4%, avec 3% supplémentaires pour le risque spécifique aux petites entreprises. Des explications plus détaillées manquent, notamment sur la façon de déterminer les primes et les risques exacts couverts de cette façon [19].

Le *tableau 3* met en rapport le taux d'intérêt de capitalisation déterminé pour les PME selon la CI 28 et celui utilisé pour les entreprises suisses cotées pendant sur une période comparable [20].

Tableau 4: **RENDEMENT COMPTABLE PAR RAPPORT AUX COÛTS DU CAPITAL**

Capitaux propres au bilan	Bénéfice	Rendement des capitaux propres	Coûts des capitaux propres	Valeur de substance de la participation <sup>1</sup>	Valeur de la participation sur la base des rendements futurs <sup>2</sup>
1000	300	30,00%	10,00%	333	1000
2000	200	10,00%	10,00%	667	667
3000	100	3,33%	10,00%	1000	333

<sup>1</sup> Simplifié comme  $\frac{1}{3}$  des capitaux propres au bilan

<sup>2</sup> Simplifié comme  $\frac{1}{3}$  de la rente perpétuelle des bénéfices calculée avec les coûts du capital

On le remarque encore une fois: des taux plus faibles conduisent, toutes choses égales par ailleurs, à des valeurs d'entreprise supérieures. Les différences sont d'autant plus remarquables que la moitié seulement des entreprises cotées appliquent un supplément pour la (petite) taille de l'entreprise [21]. Avec une approche cohérente de prime adaptée aux PME, les différences pourraient devenir encore plus marquées [22].

**3.3 Lien avec la valeur substantielle.** Il est indiscutable que la substance d'une entreprise est significative pour son évaluation. La théorie d'évaluation interprète la substance disponible et *nécessaire à l'exploitation* comme des paiements futurs épargnés: ce qui est présent ne doit pas être créé, les liquidités sont notamment disponibles pour des distributions. La substance *non nécessaire à l'exploitation* peut en revanche être aliénée et sera ajoutée à la valeur de l'entreprise selon sa valeur de liquidation.

Dans le cadre de la méthode des praticiens, la valeur substantielle a une signification propre. Elle rentre pour un tiers dans la valeur des parts. Or les justifications habituelles à cet effet (filet de sécurité, limite minimale, fiabilité des valeurs, transparence et compréhension) ne sont guère recevables sur le plan économique. La justification initiale est souvent oubliée: la prise en compte de la valeur substantielle dans le calcul doit permettre de relativiser la valeur de rendement et prendre ainsi en compte le risque de concurrence auquel les entreprises rentables sont exposées [23].

Ce n'est qu'après un calcul complet selon une méthode alternative qu'il est possible de savoir si l'inclusion de la valeur substantielle tend à fausser la valeur de l'entreprise. Un calcul sommaire donne cependant de premiers indices. Il suffit de comparer les rendements comptables des capitaux propres avec les coûts du capital à utiliser pour la valeur des rendements futurs. Ainsi que le montre le *tableau 4* pour trois variantes, les rendements comptables et les coûts du capital se comportent de façon inverse par rapport à la relation entre valeur substantielle et la valeur des rendements futurs.

Dès lors, tant que les rendements comptables sur les capitaux propres divergent des coûts du capital à déterminer selon une méthode alternative, la valeur substantielle et la valeur des rendements futurs s'écartent l'une de l'autre. La valeur des parts calculée globalement selon la CI 28 est ainsi biaisée. S'il existe des réserves latentes, cet effet sera encore renforcé.

**3.4 Bilan intermédiaire.** Les particularités de la méthode des praticiens entraînent la possibilité d'un écart des valeurs calculées par cette méthode par rapport à celle des rendements futurs. Ce fait est à prendre en compte lors du choix de la méthode d'évaluation. Mais l'importance précise de cette divergence n'est connue qu'après un calcul exact. Une évaluation approximative (analyse de l'évolution de l'entreprise, comparaison des coûts du capital avec les rendements comptables des capitaux propres) permet d'apporter certains indices.

Par ailleurs, il convient de déterminer comment les particularités d'une PME peuvent être prises en compte lors de l'évaluation.

#### 4. PRISE EN COMPTE DE CERTAINES PARTICULARITÉS DES PME DANS L'ÉVALUATION

**4.1 Prise en compte de la transmissibilité de la capacité bénéficiaire.** Le succès des PME est souvent déterminé par quelques personnes ou par la famille de l'entrepreneur. Dans ces cas, la capacité bénéficiaire est seulement partiellement transmissible à un repreneur.

Le lien du succès à certaines personnes ou à la famille doit être pris en compte dès l'établissement de la planification des comptes [24]. Pour ce faire, il est possible de procéder de la façon suivante [25]:

1. Il convient d'abord de rechercher les facteurs personnels et familiaux qui seront immédiatement supprimés (comme la mise à disposition gratuite de biens ou le travail non rémunéré) et ceux qui sont appelés à diminuer seulement au bout d'un certain temps (comme les relations clients, la créativité, le savoir-faire technique, etc.).
2. Comme ce processus de disparition doit être totalement modélisé, il faut adapter la période de planification détaillée à cet horizon. Il est souvent nécessaire de représenter beaucoup plus que les trois à cinq années habituelles dans le plan détaillé.
3. Il faut enfin quantifier ces facteurs et les intégrer dans un plan global. On peut aussi intégrer une phase de planification grossière entre la période de planification détaillée et le calcul de la valeur résiduelle.

Le *tableau 5* représente les influences significatives et les adaptations possibles de la planification [26].

Le recours cohérent à cette approche aurait vraisemblablement comme conséquence que la valeur de nombreuses

Tableau 5: **FACTEURS D'INFLUENCE FAMILIAUX ET PERSONNELS ET LEUR PRISE EN COMPTE**

Facteurs d'influence familiaux et personnels	Prise en compte dans l'évaluation
Rapports avec les clients et les fournisseurs	Réduction du produit des activités ordinaires, adaptation des conditions de livraison
Savoir-faire technique, créativité	Comptabilisation des coûts habituels de licences, brevets ou de conseil
Qualités de conduite, réseau	Planification de coûts de qualification du personnel clé
Décisions d'investissement subjectives («intuitives»)	Examen critique des investissements et des amortissements
Opérations inappropriées avec des proches	Comptabilisation des conditions et des prix de marché
Mise à disposition de biens	Adaptation des frais de location, de leasing et de licence
Prêts de membres de la famille	Adaptation des résultats des intérêts, éventuellement de la structure du capital
Sécurités, cautionnements et garanties	Élargissement du plan aux frais d'aval et autres

très petites entreprises serait ramenée au niveau de leur valeur de liquidation.

*Exemple:* A et B exploitent ensemble une auto-école avec deux moniteurs employés. A se retire de la société et ouvre une nouvelle auto-école dans le même quartier. Les statuts prévoient qu'il soit dédommagé à la «valeur réelle». Sur la base des contacts personnels, les revenus proviennent à 60% de A, 20% de B et 20% des moniteurs employés. Dans ce cas, seule 20% de la capacité bénéficiaire est transmissible et seuls ces revenus sont pertinents pour l'évaluation. Tant que la valeur de rendement qui en découle est négative ou se situe en dessous de la valeur de liquidation, seule cette dernière compte pour le dédommagement.

**4.2 Prise en compte d'une durée de vie économique limitée.** Les modèles d'évaluation standard partent de l'hypothèse d'une durée de vie illimitée pour l'entreprise. Le montant à l'issue des excédents financiers planifiés (désigné comme valeur résiduelle ou *terminal value*) est très important. Il s'agit certes ici du calcul d'une rente «perpétuelle» mais, avec des taux d'intérêt entre 5 et 10%, celle-ci correspond à «seulement» une durée de vie entre 80 et 120 ans [27]. Or les statistiques montrent que seules très peu d'entreprises atteignent cet âge respectable et qu'une grande partie d'entre elles disparaissent du marché avant leur quarantième année.

Si la durée de vie est déjà limitée au niveau conceptuel (comme dans le cas de sociétés de projet), cet élément peut être pris en compte dans la planification. Il en va de même lorsque l'arrêt de l'activité de l'entreprise est déjà décidé ou paraît inévitable au vu de la situation économique. S'il s'agit uniquement de la probabilité d'une insolvabilité, le taux d'intérêt pourrait prendre en compte ce risque en tant que «taux de croissance négatif» [28]. Ceci pourrait s'avérer clair au premier abord, mais certaines questions restent en suspens (notamment la détermination des probabilités de défaillance pour les PME). Dans tous les cas, il convient de veiller à ce que le risque d'insolvabilité ne soit pas pris en compte à la fois au numérateur et au dénominateur. Si, par exemple, la dépendance du succès de l'entreprise à certaines personnes est suffisamment prise en compte (voir l'exemple ci-dessus),

on intègre déjà de cette façon dans le numérateur une cause importante d'insolvabilité.

**4.3 Prise en compte des liquidités non nécessaires à l'exploitation.** L'évaluation doit porter une attention particulière aux actifs qui ne sont pas nécessaires à l'exploitation. Ceci vaut particulièrement pour les PME, où la frontière entre sphère professionnelle et privée reste floue. Les liquidités nécessaires à l'exploitation doivent être en particulier bien évaluées. Habituellement, leur rémunération est intégrée dans le coût du capital, la trésorerie ayant alors une valeur en capital de zéro. On suppose ainsi cependant une utilisation efficace des liquidités (systèmes de gestion de trésorerie), qui ne peut être admise d'emblée dans les PME [29]. Dans ce cadre, des analyses détaillées sont nécessaires [30]. Comme ordre de grandeur, entre 0,5 et 2% du chiffre d'affaires peut être pris en compte comme réserve [31]. Les liquidités non nécessaires à l'exploitation sont ajoutées à la valeur des parts à leur valeur nominale. En revanche, les liquidités nécessaires à l'exploitation devraient, contrairement aux formules théoriques, être ajoutées au fonds de roulement [32], diminuant ainsi la valeur de l'entreprise et de ses parts.

**4.4 Prise en compte des risques spécifiques aux PME.** Lors de l'évaluation de sociétés cotées, on a principalement recours au modèle CAPM, qui permet de déterminer facilement et élégamment la prime de risque. Dans ce cadre, les données financières nécessaires au calcul sont facilement disponibles.

De l'avis général cependant, la situation des PME – tant en ce qui concerne l'entreprise que l'entrepreneur – ne sont pas toutes conformes aux hypothèses du modèle CAPM [33]. A ce titre, l'évaluation *d'entreprise proportionnée* préconise une «utilisation adéquate» [34] des modèles théoriques. Il existe cependant des divergences sur la place adéquate à laisser à la démarche théorique. Pour l'essentiel, les approches suivantes sont actuellement adoptées, avec un respect décroissant des modèles:

1. L'approche «bêta total» publiée pour la première fois en 2002 par Damodaran prend en compte le manque de diversification des propriétaires et utilise les avantages de l'ob-

jectivité d'une dérivation des primes de risques à partir du marché [35].

2. Le modèle «build-up» développé essentiellement par Ibbotson Associates remplace le bêta utilisé dans le CAPM par une prime de risque lié à la branche, à la taille de l'entreprise et aux risques spécifiques à l'entreprise. Des modèles semblables, qui utilisent des suppléments, certes quantitatifs mais hors du modèle CAPM, ont dernièrement été également présentés par des praticiens de langue allemande [36].

3. Il est fréquemment proposé d'évaluer le risque de façon générale [37] ou le facteur bêta en particulier [38], sur la base de facteurs qualitatifs (forcément subjectifs). Pour le «calcul», seules les opérations arithmétiques de base sont nécessaires et on se situe ainsi hors du monde des modèles connus.

La grande majorité des évaluations des PME utilise cette troisième méthode, vraisemblablement non en raison de sa supériorité, mais à cause de sa simplicité. L'estimation subjective des primes de risque ne semble pas poser de problèmes, en particulier dans le cadre de la détermination de valeurs subjectives de l'entreprise, par exemple dans le cadre d'une fonction de conseil. Une appréciation qualitative peut aussi aider à la compréhension et ainsi à l'acceptation de l'évaluation par les destinataires. Il n'en va pas tout à fait de même lors du calcul de valeurs objectives, notamment dans le cadre de conventions de séparation ou d'autres disputes patrimoniales. Il convient donc ici d'évaluer davantage à l'aide de données de marché et de modèles que de simple intuition, dans l'éventualité d'une vérification judiciaire de la transparence et la compréhension des estimations.

*«En résumé: les multiples simplifient beaucoup (trop) et ne remplacent pas une évaluation de l'entreprise.»*

Comme toujours: les risques ne doivent pas être pris en compte deux fois. Lors d'une planification appropriée des excédents financiers avant la clôture de l'exercice, les risques importants (transmissibilité de la rentabilité, insolvabilité, etc.) sont déjà intégrés. Il n'y a donc pas de place pour une autre prise en compte sous la forme d'une prime sur le taux d'intérêt.

**4.5 Le problème des multiples.** Lorsqu'il est question de PME, les multiples ne mènent pas loin. Comme seules de

rares PME disposent de planifications plausibles, on jette souvent un coup d'œil rapide sur Internet pour prendre en compte les tableaux disponibles. Sans procéder ici à une critique sur le fond, voici seulement quelques conseils:

1. les multiples ne simplifient pas la détermination de la valeur, mais seulement celle du prix;
2. les multiples issus de ventes effectivement réalisées sont certes utiles mais, pour plus de 70% des transactions concernant les PME, les données ne sont pas disponibles [39];
3. les multiples EBIT et EBITDA dépendent des normes de présentation des comptes. Les entreprises dont le bilan est établi de façon prudente selon le code des obligations courent un risque de sous-évaluation lorsqu'elles sont évaluées par une méthode des multiples issue d'un référentiel plus progressiste.

En résumé: les multiples simplifient beaucoup (trop) et ne remplacent pas une évaluation de l'entreprise.

## 5. CONCLUSION

1. Suite à la décision du Tribunal fédéral du 13 septembre 2013, la méthode des praticiens ne devrait plus être utilisée sans réflexion critique lors de l'évaluation des PME.
2. Une évaluation selon les principes de la CI 28 poursuit par sa méthode les tendances du passé, est orientée sur la substance et utilise un taux d'intérêt relativement faible.
3. Par rapport aux modèles standards, cette méthode conduit à une sous-évaluation ou à une surévaluation systématique, ce que nous avons présenté dans certaines situations types.
4. Les modèles DCF ou de valeur de rendement doivent prendre en compte les particularités des PME. Il est important dans ce cadre d'analyser la capacité bénéficiaire effectivement transmissible et de planifier les liquidités nécessaires à l'exploitation.
5. Plus les risques sont intégrés de façon complète dans la planification des excédents financiers, moins les primes de risques sur le taux d'intérêt sont nécessaires. L'évaluation en devient transparente, compréhensible et objective.
6. Les multiples sont très appréciés pour déterminer les prix dans le cadre de PME, mais leur fondement empirique est faible. Ils simplifient beaucoup (trop) et ne remplacent pas une évaluation de l'entreprise. ■

**Notes:** \* Traduction de l'allemand (cf. EC 2014/9).

1) Par exemple, récemment, Wellis, Achilles: Praktische Anwendung von Bewertungsmethoden bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz, BewP 2/2012, p. 61–68, p. 62. 2) Voir par exemple: Lanz, Arnold H./Bolfing, Albert: Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, Muri b.B. 2005, p. 77 s. 3) Käfer, Karl: Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Festgabe Otto Juzi, 1946, p. 71–98, p. 90. 4) Tribunal fédéral, arrêt du 18 septembre 2013 (2C\_309/2013), 3.6. 5) Voir Kemper, Thomas/Ragu, Bastian/Rüthers, Torben: Eigenkapitalkosten in der Finanzkrise, DB 12/2012, p. 645–650, p. 648 s. 6) Voir uniquement Zeidler, Gernot/Tschöpel, Andreas/Bertram, Ingo: Kapitalkosten in Zeiten der Finanz-

und Schuldenkrise, in: Corporate Finance biz 2/2012, p. 70–80, p. 70 s. 7) Voir comité d'experts pour l'évaluation des entreprises (Fachausschuss Unternehmensbewertung) (FAUB) de l'institut allemand IDW: Hinweise des FAUB zur Berücksichtigung der Finanzmarktkrise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung», décision du 19.9.2012; groupe de travail pour l'évaluation des entreprises du comité professionnel pour l'économie et l'organisation de la chambre des experts comptables autrichiens (Kammer der Wirtschaftstreuhänder) de novembre 2012; ou, pour la Suisse, voir KPMG (éditeur): Kapitalkostenstudie 2013, 2013, p. 24 s. 8) Voir Hüttche, Tobias: Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz, EC 4/2012, p. 208–212, p. 208 s. 9) Voir Damodaran, Aswath: What is the riskfree rate? A

search for the basic building block, working paper, New York 2008, p. 27; Metz, Volker: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, Wiesbaden 2007, p. 59 s. 10) Le droit du régime matrimonial (art. 211 CC), le droit successoral (art. 474 CC), le droit des sociétés (art. 685 b, 821, al. 3, et 825, al. 1, CO) et le droit fiscal (art. 14, al. 1, LHID) s'appuient notamment sur la valeur réelle ou vénale des entreprises. 11) Voir Schön, Etienne: Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Berne 2000, p. 237. 12) Voir arrêts du Tribunal fédéral du 26 juillet 1994 (ATF 120 II 259, p. 261) et du 3 avril 2001 (4C.363/2000, 2.c); en complément également Flückiger, Andreas: Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung, EC 2003/4, p. 263–266, p. 264 s. 13) Voir arrêt du TF du 15 avril 2010 (2C\_504/2009) 3.3. 14) Certaines

conditions futures extraordinaires, déjà connues à la date d'évaluation, peuvent certes être prises en compte (p. ex. restructurations avec des conséquences durables sur la valeur de rendement), mais pas les fluctuations conjoncturelles ni les évolutions sur les marchés des matières premières ou des marchés monétaires et financiers; voir commentaire 2013 de la CI 28, ch. 8. **15)** Voir commentaire 2013 de la CI 28, ch. 5. **16)** Voir Dehmel, Inga/Hommel, Michael: Äquivalenzanforderungen in der Unternehmensbewertung, in: Petersen, Karl/Zwirner, Christian/Brösel, Gerrit: Handbuch Unternehmensbewertung, Cologne 2013, p. 119–136, N. 9 s. **17)** Voir Banque nationale suisse: publications statistiques sur les taux d'intérêts et les cours de change, état juin 2014, <http://www.snb.ch/fit/about/stat/pub/akziwe/stats/akziwe>, consulté le 7.7.2014. **18)** Voir Reese, Raimo/Wiese, Jörg: Die kapitalmarktorientierte Ermittlung des Basiszinses für die Unternehmensbewertung, in: ZBB 2007, p. 3852, p. 43. **19)** Voir Widrig, Marcel/Schneller, Thomas/Wigger, Stefan: Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert, EC 2009/5, p. 364–368, p. 366 (résumé en français disponible). **20)** Voir KPMG, Kapitalkostenstudie 2013, p. 30. **21)** Voir KPMG, Kapitalkostenstudie 2013, p. 29. Les différences de taux de base ne jouent de toute façon actuellement aucun rôle. Ce taux est supposé à 1,3% en moyenne (contre 1% selon la CI 28). **22)** Cheridito/Schneller recommandent une prime pour petites capitalisations jusqu'à 4% (Cheridito, Yves/Schneller, Thomas: Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, EC 2008/6–7, p. 416–422, p. 421, résumé en français disponible); Loderer/Wälchli déterminent des décotes jusqu'à 41%, ce qui, dans le cas de coûts du capital de 10%, revient à une prime d'environ 6,5% (Loderer, Claudio/Wälchli, Urs; Handbuch der Bewertung, vol. 2, 5<sup>e</sup> édition 2010, p. 440). **23)** Schmalenbach, auquel cette approche est attribuée, considère la seule prise en compte de la valeur de rendement comme non légitime, car elle ne prend pas en compte le risque de concurren-

ce. La valeur de rendement relativisée par la valeur de substance constituerait ensuite une «valeur de rendement future avec prise en compte du risque de concurrence», voir Schmalenbach, Eugen: Beteiligungsfinanzierung, 9<sup>e</sup> édition 1966, p. 67 s. **24)** Voir Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Herausforderungen bei der Bewertung von KMU – Entnahmeplanung, DStR 4/2014, p. 158–163, p. 160 s.; Schütte-Biastoch, Sonja: Unternehmensbewertung von KMU, Wiesbaden 2011, p. 133 s.; Behringer, Stefan: Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe, 5<sup>e</sup> édition, Cologne 2012, p. 248 ss. **25)** Voir Ihlau, Susann/Duscha, Hendrik/Gödecke, Steffen: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013, p. 118 ss.; Behringer, Stefan: Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe, 5<sup>e</sup> édition, Cologne 2012, p. 248 ss.; BStBK, Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgrosser Unternehmen, p. 7 ss.; ainsi que, sous le même titre, IDW-Praxisinweis 1/2014, IDW-FN 4/2014, p. 282 ss. **26)** Voir Ihlau, Susann/Duscha, Hendrik/Gödecke, Steffen: Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, Wiesbaden 2013, p. 119; également Schoberth, Joerg/Ihla, Susann: Besonderheiten und Handlungsempfehlungen bei der Bewertung von Familienunternehmen, BB 39/2008, p. 2114–2119, p. 2199. **27)** Voir Frühling, Volker: Unternehmensbewertung und ewige Rente, FB 4/2009, p. 200–203, p. 201. **28)** Voir notamment Gleissner, Werner: Der Einfluss der Insolvenzwahrscheinlichkeit (Rating) auf den Unternehmenswert und die Eigenkapitalkosten, in: Corporate Finance biz 4/2011, p. 243–251, p. 247; IACVA: Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen – Die Berücksichtigung von Insolvenzwahrscheinlichkeiten, BewP 1/2011, p. 12–22, p. 18. **29)** Voir Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Nicht betriebsnotwendiges Vermögen in der Unternehmensbewertung, BB 15/2014, p. 875–879, p. 877. **30)** Ceci vaut pour les acheteurs comme pour les vendeurs, voir également sur ce point Romy, Claude: Présentation moderne des états fi-

nanciers: un plus pour la PME, EC 4/2014, p. 254. **31)** Voir Ernst, Dieter/Schneider, Sonja/Thielen, Bjoern: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen, 5<sup>e</sup> édition, Stuttgart 2012, p. 144. **32)** Voir notamment les conseils de Creutzmann avec référence à Damodaran, Bewertungsfall-Service, BewP 2/20017, p. 15–18, p. 15. **33)** Voir seulement Hachmeister, Dirk/Ruthardt, Frederik: Herausforderungen bei der Bewertung von KMU – Risikozuschlag, DStR 10/2014, p. 488493, p. 489 s. **34)** Zwirner, Christian: Unternehmensbewertung von KMU, DB 2013, p. 1797–1802, p. 1802. **35)** Voir Damodaran, Aswath: Investment Valuation, New York 2002, p. 667 s.; Dörschell, Andreas/Franken, Lars/Schulte, Jörn: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2<sup>e</sup> édition, Düsseldorf 2012, p. 371; Balz, Ulrich/Bordemann, Heinz-Gerd: Ermittlung von Eigenkapitalkosten zur Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen mit Hilfe des CAPM, Arbeitspapier 1/2007, section IV. **36)** Voir notamment Gleissner, Werner/Ihla, Susann: Die Berücksichtigung von Risiken von nicht börsennotierten Unternehmen und KMU im Kontext der Unternehmensbewertung, CFBiz 6/2012, p. 312–318, p. 313 ss. **37)** A titre d'exemple est citée la procédure développée pour l'évaluation de petites et moyennes entreprise artisanales par le consortium «Arbeitsgemeinschaft der Wertermittelnden Betriebsberater im Handwerk» (AWH), qui propose en tout dix (!) primes (entre autres pour la dépendance vis-à-vis des clients, le niveau d'équipement et «autres risques»); pour l'analyse de la procédure, voir aussi Schempp, Andreas Conrad: Unternehmensbewertung im Handwerk, Munich 2012, p. 45 ss. **38)** Voir notamment Festel, Gunter: Bewertung von High-Tech-Start-ups durch systematische Anpassung des Betafaktors, CFBiz 3/2010, p. 175–178, p. 175, qui présente un cadre d'évaluation avec 20 caractéristiques pour la détermination qualitative du facteur bêta. **39)** Voir Deloitte: PME Suisses: activités M & A en 2013, p. 2.