



Tobias Hüttche

Prof. Dr rer. pol., expert-comptable et CVA directeur de l'Institut für Finanzmanagement de la Hochschule für Wirtschaft FHNW, Bâle tobias.huettche@fhnw.ch



Fabian Schmid

Dr rer. pol., CVA partner et cofondateur de wevalue AG, Rheinfelden, maître de conférence à la Hochschule für Wirtschaft FHNW, Bâle, conseiller en entreprise chez Hüsser Gmür + Partner AG, Dättwil fabian.schmid@wevalue.ch

Évaluation de l'entreprise

Pragmatique, pratique, bonne: Évaluation DCF des PME

Les méthodes Discounted Cashflow (DCF) sont qualifiées de «best practice», les méthodes des praticiens de «most practiced». Les auteurs abordent ces deux méthodes. Ils présentent une méthode DCF adaptée aux spécificités des PME, étayée en théorie et réalisable dans la pratique.

La «Communication professionnelle Évaluation des PME» d'EXPERTsuisse (CP 2018), remaniée et récemment publiée, prévoit la méthode DCF comme «best practice».¹ La situation des méthodes DCF est parfois délicate dans le contexte des PME. Les craintes portent essentiellement sur les problèmes lors de la mise en œuvre pratique et de l'acceptation des résultats: les modèles de calcul seraient complexes, les hypothèses éloignées de la réalité et les résultats notoire-

ment trop élevés. La méthode des praticiens serait en effet une méthode éprouvée, acceptée par la jurisprudence et très répandue dans la pratique.

Le présent article examine ces arguments. Dans un premier temps, nous soumettrons la méthode des praticiens à un examen critique. Un modèle DCF en conformité avec la CP 2018 sera ensuite élaboré afin de tenir compte des particularités des PME ainsi que de la situation concrète des données.

qualifiée de «méthode UEC» était en fait la première norme d'évaluation des entreprises pour les experts-comptables.³

L'UEC fait partie de l'histoire – elle a été dissoute en 1986 – et la «méthode UEC» n'est plus utilisée sous cette forme depuis 1967. Il semblerait que plus personne ne garantisse actuellement l'exactitude théorique de la méthode des praticiens.⁴ Certains aspects – le lien entre résultat et substance, les engagements de capitaux, les bénéfices excédentaires et leur mise en danger par la concurrence – sont certes parfaitement reconnus, mais leur imbrication méthodologique dans une formule est toutefois douteuse.

1. Appréciation de la méthode des praticiens

1.1 Théorie d'évaluation

La méthode des praticiens, autrement dit un mélange entre valeur de rendement et valeur intrinsèque, est née de la pratique en matière de vente des terrains bâtis.² Dans la théorie d'éva-

luation, ces méthodes combinées ont notamment été défendues par Jakob Viel (Zurich), Otto Bredt (Hanovre) et Maurice Rendard (Paris). Conjointement avec Otto Hax (Francfort) et sur mandat de l'Union Européenne des Experts Comptables, Économiques et Financiers (UEC) ils ont publié cette méthode pour la première fois en 1961 dans une présentation cohérente. La méthode dès lors

1.2 Jurisprudence

Il semblerait à ce jour que le Tribunal fédéral n'ait catégoriquement rejeté aucune des méthodes d'évaluation habituelles, au motif qu'elle serait inappropriée.⁵ Il a reconnu qu'il existe «un certain manque de précision, parce que différentes méthodes objectivées d'évaluation des entreprises peuvent s'appliquer».⁶ Chaque méthode d'éva-

luation «compréhensible, plausible et reconnue, largement utilisée dans des cas comparables, dont il est prouvé qu'elle est meilleure ou au moins aussi éprouvée que les autres méthodes et qu'elle tient compte de la situation dans le cas individuel concret» est en principe acceptée.⁷ Le Tribunal fédéral défend donc un pluralisme des méthodes et accepte la méthode des praticiens tout comme la méthode DCF ou les méthodes de la valeur de rendement dans les affaires tranchées jusqu'à présent. La limite est tracée là où les évaluations «différent sans raison des principes reconnus par la doctrine et la jurisprudence».⁸ Mais la jurisprudence souligne aussi l'intérêt de la doctrine de l'évaluation pour les méthodes tournées vers l'avenir: le «principe du lien avec l'avenir de tous les facteurs d'évaluation [est] (mod. des auteurs) reconnu. Le passé livre uniquement des valeurs empiriques».⁹ On suppose par ailleurs que «l'utilisation de méthodes plus modernes, par exemple de la méthode DCF, débouche sur une détermination plus exacte de la valeur».¹⁰

1.3 Pratique en matière d'évaluation

La méthode des praticiens aurait fait ses preuves dans la pratique. Le caractère éprouvé d'une méthode n'est évidemment pas encore un indice de sa qualité.¹¹ Si c'était le cas, la méthode utilisée le plus longtemps serait aussi la meilleure – les nouvelles connaissances n'auraient alors aucune chance.

Le fait que la méthode basée sur les rendements futurs est supérieure à la méthode des praticiens sur le plan méthodologique est unanimement défendu dans la doctrine de l'évaluation. Et la pratique de l'évaluation adopte également cette conviction et se transforme: il y a une vingtaine d'années, les enquêtes montraient que la méthode des praticiens était la plus fréquemment utilisée pour l'évaluation des PME.¹² Dans l'enquête réalisée par Wellis en 2012, la méthode DCF a déjà supplanté la méthode des praticiens.¹³ Dans la récente enquête de Hörler réalisée en 2018, cette méthode est encore plus délaissée et est même dépassée par les méthodes des multiples.¹⁴ Quel que soit le regard que l'on peut porter sur les enquêtes en tout genre, la tendance est cependant indubitable. Le contraire serait d'ailleurs surprenant, car la formation pratique et universitaire tient compte de l'évolution de la doctrine en matière d'évaluation et détermine la pratique.

2. Évaluation DCF des PME

2.1 Remarque préliminaire

Assurément aucun fiduciaire ne remettrait à son client des comptes annuels, dont il ne pourrait pas expliquer une partie des positions de

manière concluante. Dans une évaluation DCF, le praticien voit beaucoup de choses comme une «black box». Plus on s'éloigne de la présentation des comptes en direction des coûts du capital et de la valeur résiduelle, plus le sol semble devenir instable. Et on rechigne à embarquer les clients sur des chemins incertains, alors qu'ils se fient à l'expertise de leur conseiller.

Ces craintes sont infondées. Nous montrons ci-après comment structurer une évaluation DCF qui (a) tient compte des spécificités des PME, (b) est en accord avec l'actuelle CP 2018 et (c) est aussi simple et transparente qu'il ne subsiste aucune «zone blanche».

Nous nous concentrons sur les étapes essentielles, à savoir la déduction des comptes prévisionnels, la détermination de la valeur résiduelle et l'estimation des coûts du capital. Nous faisons abstraction des activités en amont (ajustements des chiffres du passé et analyse du patrimoine non nécessaire à l'exploitation). Aucun problème particulier ne se pose en principe à cet égard. Nous supposons par ailleurs une évaluation subjective de la valeur dans le cadre de la fonction de conseil, ce qui sera dans la plupart des cas la situation effective de l'exercice. Dans le cas d'une évaluation objective de la valeur et notamment du calcul de valeurs normalisées, d'autres aspects devraient être pris en compte, auxquels nous nous contentons ici de renvoyer.¹⁵

2.2 Coûts du capital

La discussion sur les coûts du capital a parfois des airs de vaudou pour les personnes extérieures. Notamment dans l'évaluation des PME, les coûts du capital semblent souvent constituer une soupape, pour rapprocher la valeur calculée dans un premier temps du résultat souhaité ou espéré. Abordons également ce thème de façon pratique, en nous basant sur le cas le plus fréquent d'une évaluation DCF-Entity¹⁶: pour l'estimation (nous choisissons délibérément le terme d'«estimation», car un «calcul» exact est impossible) du coût moyen pondéré du capital (WACC), nous avons besoin des coûts des capitaux propres, des coûts des capitaux étrangers et du ratio de mélange, à savoir la structure du capital.¹⁷

Selon la CP 2018, le coût du capital peut être dérivé, en tant que modèle ou estimé subjectivement.¹⁸ Dans les deux cas, il faudrait se baser sur les règles habituelles, à savoir la théorie du marché des capitaux et le Capital Asset Pricing Model (CAPM). Là encore, il ne faut généralement pas de base de données surpuissante, mais juste un sens commun économique et Internet.

Pour commencer, la discussion sur le taux d'intérêt sans risque, la prime de risque de marché et le bêta ne doivent pas masquer ce dont il s'agit en réalité: le coût des capitaux propres

exprime le rendement futur de l'investissement escompté par l'investisseur. Il ne s'agit donc pas de savoir quelle est la rentabilité effective de l'entreprise (il s'agirait du rendement du capital), mais de ce que l'investisseur attend. Ses expériences passées peuvent avoir une influence, mais en principe on peut s'attendre à des attentes raisonnables. L'investisseur n'établit pas le taux d'intérêt sans risque avec une prime de risque de marché et un bêta. Le point de départ est plutôt constitué du rendement qu'il escompte globalement du marché, dont se déduit la prime de risque de marché «correcte», après déduction du coût des capitaux propres «correct».¹⁹ Les études historiques révèlent un rendement du marché compris entre 7 et 8% pour la Suisse, auquel on peut donc «s'attendre».²⁰ S'agissant du taux d'intérêt sans risque, on peut par ailleurs supposer que les investisseurs s'attendent au minimum à une protection contre l'inflation et supposent donc un rendement à hauteur du taux d'inflation futur estimé entre 1 et 2%. Il en résulte une prime de risque de marché de 6 à 7% actuellement, qui correspond à la pratique suisse en matière d'évaluation.

Venons-en à présent au bêta. Les praticiens s'intéressent habituellement moins au «comment» du calcul qu'à l'origine des bêtas actuels et fiables. Nous renoncerons par conséquent ici aux déductions arithmétiques et renvoyons à l'article suivant de Meier-Mazzucato/Tasini dans cette édition de TREX.²¹

→ **Conseil pratique:** le risque systématique d'une entreprise mesuré avec le bêta peut être concrètement expliqué au client avec la question suivante: «quel est le pourcentage de variation des données de référence essentielles de votre entreprise si la conjoncture progresse ou recule de 5%?». Les entreprises qui réagissent plus fortement à la conjoncture, autrement dit les entreprises cycliques, ont généralement un bêta supérieur à 1.0, tandis que les entreprises moins cycliques ont un bêta inférieur à 1.0.

Une recherche est incontournable pour plus de précisions. Parmi les sources librement disponibles sur Internet, nous ne traiterons et reproduirons ici que les résultats de l'étude sur les coûts du capital de KPMG (cf. figure 1), qui est mise à jour chaque année et couvre la région DACH mais aussi expressément les «family owned businesses».²²

Toutefois (et nous ne pourrions pas épargner ce calcul au lecteur), les valeurs calculées par KPMG sont des bêtas «unlevered», qui se basent sur des entreprises non endettées et occultent donc le risque financier. Celui-ci est ajouté en convertissant («lever») une nouvelle fois le bêta avec

la structure du capital supposée pour l'objet respectif de l'évaluation, ce qui nous amène au dernier de nos trois points.

Lors de la détermination de la structure du capital, on ne peut en principe commettre qu'une seule erreur grossière, qui consiste à se baser sur les valeurs du bilan. Si l'on pense et calcule correctement en valeurs de marché, il reste trois possibilités: la structure actuelle, la structure planifiée ou la structure d'entreprises comparables (un groupe de pairs). Les deux premières variantes sont peu problématiques. Il suffit de quelques calculs pour parvenir à la structure actuelle.²³ Les décisions de financement actuelles de la direction de l'entreprise donnent par exemple une indication quant à la structure prévue; lorsque de nouveaux investissements sont par exemple financés avec une part de capitaux propres de 40%, ce taux est également une bonne estimation pour le ratio de fonds propres prévu de toute l'entreprise. Les études citées donnent également des indications quant à la situation habituelle dans la branche (cf. Cm 22).

Dans la figure 1, les valeurs bêta calculées par KPMG sont «relevered» en fonction de différents ratios de fonds propres. Pour cela, le bêta non endetté (correspond à l'entrée dans la colonne avec 0%) est multiplié par le taux d'endettement augmenté de «1».²⁴ Avec un taux d'endettement de 50%, on obtient donc un bêta d'environ 1.07 (0.71 × 1.5) pour les entreprises du secteur de l'énergie et des services publics.

2.3 Évaluation de la capacité de rendement transmissible

Combien d'«entreprise» reste-t-il quand on déduit l'«entrepreneur»? À combien s'élève et quelle est la valeur de la capacité de rendement effectivement transmise à l'acheteur? C'est la question essentielle lors de l'évaluation d'une PME. L'acheteur ne paiera que pour la capacité de rendement effectivement transmissible, car les fruits de ses efforts lui reviennent en exclusivité.

Examinons à présent de plus près cet arbre et ses fruits ou l'entreprise et les excédents prévus à l'avenir. Ils se fondent sur le capital utilisé et son utilisation judicieuse par l'entreprise. Les excédents peuvent donc être répartis entre une rémunération pour le capital (coût du capital) et une prime pour l'entrepreneur (bénéfice excédentaire). Dans la doctrine de l'évaluation, ce bénéfice excédentaire est également qualifié de goodwill.²⁵ Au plan historique, ce terme remonte au Lord Chancellor Eldon, qui constatait dès 1810 dans un litige portant sur la vente d'une entreprise de transport que le «goodwill is nothing more than the probability that the old customers will return to the old place».²⁶ Le bénéfice excédentaire ou goodwill n'est pas lié au lieu en tant que tel, mais à la personne ou au produit ou au service que le client recherche à cet endroit. Le goodwill inclut

Figure 1: Bêtas sectoriels non endettés et endettés

Taux d'endettement (CE/CP) par rapport aux valeurs du marché	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Energie et approvisionnement	0.71	0.78	0.85	0.92	0.99	1.07	1.14	1.21	1.28	1.35	1.42
Commerce et services	0.75	0.83	0.90	0.98	1.05	1.13	1.20	1.28	1.35	1.43	1.50
Médias, logiciels, télécommunications	0.79	0.87	0.95	1.03	1.11	1.19	1.26	1.34	1.42	1.50	1.58
Chimie et pharmacie	0.87	0.96	1.04	1.13	1.22	1.31	1.39	1.48	1.57	1.65	1.74
Produits manufacturés	0.91	1.00	1.09	1.18	1.27	1.37	1.46	1.55	1.64	1.73	1.82
Automotive	0.99	1.09	1.19	1.29	1.39	1.49	1.58	1.68	1.78	1.88	1.98
Immobilier	0.60	0.66	0.72	0.78	0.84	0.90	0.96	1.02	1.08	1.14	1.20
Technologie	1.04	1.14	1.25	1.35	1.46	1.56	1.66	1.77	1.87	1.98	2.08
Transport, trafic, loisirs	0.69	0.76	0.83	0.90	0.97	1.04	1.10	1.17	1.24	1.31	1.38
Santé	0.85	0.94	1.02	1.11	1.19	1.28	1.36	1.45	1.53	1.62	1.70
Total	0.86	0.95	1.03	1.12	1.20	1.29	1.38	1.46	1.55	1.63	1.72

Source des bêtas unlevered: KPMG, Étude sur les coûts du capital 2018, family owned businesses

donc une composante liée à la personne et une composante liée à l'activité.

Cette distinction est importante, parce que le goodwill lié à l'activité ou la capacité de rendement liée à l'activité est plus facile à transmettre à un acheteur que le goodwill lié à une personne ou la capacité de rendement liée à une personne.²⁷ Et seule la capacité de rendement effectivement transmissible est déterminante pour la valeur.

→ **Conseil pratique:** le seul fait d'évoquer lors d'une transaction des interdictions de concurrence, une collaboration de transition ou un «earn out», plaide en faveur de l'existence d'un goodwill lié à une personne.

Les excédents prévus à l'avenir doivent donc être répartis aux fins de l'évaluation entre une partie répétitive, liée au capital et à l'activité (rémunération pour le capital et le bénéfice excédentaire lié à l'activité) et une composante incertaine, liée à une personne.

La rémunération pour le capital peut être facilement déduite des coûts du capital et du capital investi. Le bénéfice excédentaire restant doit être réparti entre les deux composantes explicatives par une estimation. À titre auxiliaire, il est possible de recourir au Multiattribute Utility Model (MUM) utilisé aux États-Unis et également reconnu par la jurisprudence de nombreux États fédéraux.²⁸ Cela semble compliqué, mais ne correspond en vérité qu'à une structuration des réflexions, à laquelle se livrerait également n'importe quelle personne chargée d'évaluer une PME en Suisse.

À titre d'exemple, nous analyserons trois entreprises dont le type reflète l'éventail des possibilités.

Exemple 1: «station-service»

Station-service SA exploite huit stations-service 24 heures sur 24. Aucun service n'est proposé à l'exception d'une station de lavage automatique et de la vente habituelle de snacks et de boissons.

Exemple 2: «domotique»

Il est l'unique actionnaire d'Elektro SA. Celle-ci fabrique des systèmes d'alarme et des systèmes domotiques complexes. Les systèmes d'alarme sont vendus «en gros» par le biais de partenaires de distribution et de magasins de bricolage. La domotique est pour l'essentiel une activité de projet dont la responsabilité incombe à I.

Exemple 3: «fiducie»

T est fiduciaire et un one man show. 80% de son chiffre d'affaires correspondent à la comptabilité, aux comptes annuels et aux impôts, le reste à la gestion immobilière.

Le MUM évoqué classe à présent les trois modèles d'affaires grâce à quelques questions importantes. L'objectif consiste à attribuer le bénéfice excédentaire à l'influence de la personne ou à l'activité indépendante de celle-ci. Le catalogue des questions peut être enrichi à loisir et même l'affectation binaire simple (1 ou 0) peut être échelonnée plus finement (cf. figure 2).

La planification sur laquelle se fonde l'évaluation concrétise à présent ces conclusions en réduisant l'excédent déterminant pour l'évaluation de la capacité de rendement supprimée. Comme le propose le commentaire de la CP 2018, cela peut être réalisé en réduisant les bénéfices excédentaires ou en réduisant la marge.

La période sur laquelle l'influence du vendeur liée à la personne se dissipe dépend du modèle d'affaires: cela peut être plus rapide pour un dentiste ou un chirurgien esthétique qui met littéralement la main sur le client que pour un radiologue ou un entraîneur de fitness. Les prescriptions fiscales relatives à l'amortissement d'un goodwill qui se basent habituellement sur cinq ans donnent une indication.

Une planification correspondant au cas respectif est à présent élaborée dans le sillage des trois cas de figure précités (cf. figure 3). Dans l'exemple 1 et 2, on estime que la marge correspondant aux coûts du capital et au goodwill lié à l'activité est pleinement transmissible et que le goodwill lié à

Figure 2: Analyse du goodwill lié à une personne et lié à l'activité

Attributs	Description	Goodwill lié à la personne			Goodwill lié à l'activité		
		Station service	Domotique	Fiducie	Station service	Domotique	Fiducie
Capacités et avantages	La capacité de rendement repose-t-elle sur les capacités personnelles ou les caractéristiques des produits?	0	1	1	1	0	0
Âge, santé, éthique de travail	L'empreinte personnelle est-elle durable, constante et perceptible?	0	1	0	1	0	1
Réputation	La capacité de rendement repose-t-elle sur la réputation du propriétaire ou de la société (produits, services, collaborateurs)?	0	0	1	1	1	0
Fidélisation du personnel	Qu'est-ce qui retient ou attire les collaborateurs? La personne ou la société?	0	1	1	1	0	0
Raison sociale	La raison sociale de la société est-elle liée à la personne ou a-t-elle une validité générale?	0	0	1	1	1	0
Marketing et branding	Qui est la marque: l'entrepreneur ou le produit, le service?	0	0	1	1	1	0
Proximité du client	Les clients entretiennent-ils des contacts étroits avec l'entrepreneur?	0	0	1	1	1	0
Produits récurrents	Les produits et services demandés sont-ils globalement normalisés?	0	1	1	1	0	0
Degré d'organisation	Les processus ont-ils été documentés et sont-ils maîtrisables et reproductibles par des tiers?	0	1	1	1	0	0
Droits protégés	Le savoir-faire et les technologies sont-ils protégés et transmissibles?	0	0	1	1	1	0
Citations globales et absolues		0	5	9	10	5	1
Part correspondant au goodwill lié à la personne ou au goodwill lié à l'activité (bénéfice excédentaire)		0%	50%	90%	100%	50%	10%

la personne disparaît complètement en cinq ans. Pour l'exemple 3, la fonte de tous les bénéfices excédentaires jusqu'à la fin de la période de planification détaillée est supposée.

Afin de ne pas occulter notre propos, nous formulons à présent les hypothèses les plus urgentes concernant le chiffre d'affaires (respectivement 1250 p.a.), la marge EBIT (15%), le coût du capital (10%), le capital investi à la date de référence de l'évaluation (500) et le taux d'imposition (20%). Pour des raisons de lisibilité, nous conservons ces paramètres inchangés.

La diminution de la marge liée à la personne s'explique par le fait qu'il s'agit au fond d'une rémunération de l'entrepreneur pour toutes les prestations qu'il fournit et qui ne sont pas explicitement et habituellement estimées (savoir-faire, acquisition, gestion des collaborateurs, réseau, etc.). Si elles ne sont plus assurées par le vendeur ou si elles ne se répercutent plus sur les bénéfices, elles ne lui sont pas non plus payées par le biais du prix d'achat.

La diminution de la marge liée à l'activité et l'éten due de cette diminution dépendent de la résilience, autrement dit de la capacité de résistance du modèle d'affaires, par rapport aux concurrents. Les rendements excédentaires ne sont possible que temporairement, estime-t-on.²⁹ Dans le cas particulier, il peut également être possible pour une PME de réaliser durablement des rendements excédentaires, mais cela devrait être analysé et justifié avec précision.

Encore une indication méthodologique: le modèle d'évaluation présenté est utilisé de manière similaire par rapport à l'évaluation des actifs incorporels (même un goodwill) aux fins de la présentation des comptes (méthode des recettes excédentaires).³⁰ On utilise ainsi des coûts du capital distinctifs afin de tenir compte du risque

accru des immobilisations incorporelles. Nous tablons ici sur des coûts du capital uniformes, mais tenons compte du risque par une diminution du numérateur, ce qui peut entraîner des résultats identiques.

2.4. Calcul de la valeur résiduelle

Dans le modèle DCF standard, une grande partie de la valeur de l'entreprise correspond à la valeur dite résiduelle, autrement dit à la valeur apportée au-delà de la période de planification

Figure 3: Planification détaillée de la capacité de rendement transmissible

Exemple 1 «station-service»	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	1250	1250	1250	1250	1250
Marge EBIT selon la planification	15%	15%	15%	15%	15%
- dont liée au capital	5%	5%	5%	5%	5%
- dont liée à la personne	0%	0%	0%	0%	0%
- dont liée à l'activité	10%	10%	10%	10%	10%
Marge EBIT transmissible	15%	15%	15%	15%	15%
EBIT transmissible	188	188	188	188	188
- Impôts (20%)	-38	-38	-38	-38	-38
NOPAT transmissible	150	150	150	150	150
Valeurs actuelles	136	124	113	102	93
Valeur apportée par la planification détaillée	569				

Exemple 2 «domotique»	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	1250	1250	1250	1250	1250
Marge EBIT selon la planification	15%	15%	15%	15%	15%
- dont liée au capital	5%	5%	5%	5%	5%
- dont liée à la personne	5%	4%	3%	2%	1%
- dont liée à l'activité	5%	5%	5%	5%	5%
Marge EBIT transmissible	15%	14%	13%	12%	11%
EBIT transmissible	188	175	163	150	138
- Impôts (20%)	-38	-35	-33	-30	-28
NOPAT transmissible	150	140	130	120	110
Valeurs actuelles	136	116	98	82	68
Valeur apportée par la planification détaillée	500				

Exemple 3 «fiducie»	1	2	3	4	5
Chiffre d'affaires	1250	1250	1250	1250	1250
Marge EBIT selon la planification	15%	15%	15%	15%	15%
- dont liée au capital	5%	5%	5%	5%	5%
- dont liée à la personne	9%	6%	4%	2%	0%
- dont liée à l'activité	1%	1%	1%	0%	0%
Marge EBIT transmissible	15%	12%	10%	7%	5%
EBIT transmissible	188	150	125	88	63
- Impôts (20%)	-38	-30	-25	-18	-13
NOPAT transmissible	150	120	100	70	50
Valeurs actuelles	136	99	75	48	31
Valeur apportée par la planification détaillée	390				

détaillée. Parallèlement, il s'agit de la valeur la plus incertaine de l'équation, ce qui suscite des critiques quant au concept. Nous montrons ci-après comment répondre à ces critiques et calculer une valeur résiduelle appropriée pour les PME.

Pour commencer, il faut déterminer la date à laquelle commence la période de valeur résiduelle. Elle ne débute en principe qu'une fois que l'entreprise a atteint son «état d'équilibre», le «steady state». Celui-ci décrit une phase de calme contemplatif qui dure éternellement, durant laquelle l'entreprise change tout au plus de taille mais plus de structure. Dans la pratique, ce ne sera le cas de pratiquement aucune entreprise. Mais cela ne joue de toute façon pas un grand rôle en ce qui concerne les PME, si l'on doit se baser sur un modèle d'affaires lié à la personne. On évalue alors le «bagage» vendu. Il appartient à l'acheteur de le remplir de nouveau ou d'emprunter une autre voie.

→ **Conseil pratique:** pour une PME, la transition vers la valeur résiduelle est possible quand les bénéfices excédentaires liés à la personne ont disparu et que l'entreprise se situe à un niveau de rendement durable, indépendant de la personne du vendeur.

Venons-en à présent à la manière dont une valeur résiduelle plausible peut être obtenue. La CP 2018 prévoit trois variantes en la matière: (1) actualisation de la planification détaillée, (2) modèle de facteurs de valeur ou (3) valeur de liquidation ou de sortie.³¹ Il ne s'agit pas d'alternatives, mais de solutions qui doivent tenir compte de chaque cas particulier.

Ainsi, l'actualisation de la planification détaillée est appropriée quand la dernière année de la période de planification est également représentative et ce en termes de marge et de croissance. Cela suppose un développement continu de l'entreprise, un goodwill fortement lié à l'entreprise et une marge pouvant être durablement défendue (résilience). Cette situation serait la plus probable pour les entreprises de type «station-service» (exemple 1). On peut également supposer la poursuite d'une croissance continue (exprimée avec le taux de croissance g). Rares seront toutefois les PME à avoir un modèle d'affaires aussi stable. La planification détaillée ne permettant pas de conclure à la pérennité de la situation, des réflexions indépendantes devront être menées sur les conditions de la croissance et du rendement ainsi que sur les investissements nécessaires. Les modèles de facteurs de valeur qui débouchent sur des résultats utilisables avec seulement deux hypothèses (à savoir sur la croissance et le rendement du capital durable) se prêtent à cet effet.³² Leur simplicité est appré-

Figure 4: Variantes du calcul de la valeur résiduelle

Exemple et type	Calcul	Justification économique	Valeur résiduelle	Valeur résiduelle à la date de référence
«station service»	$\frac{NOPAT *}{WACC - g}$	L'entreprise réalise durablement un rendement excédentaire et croît de manière rentable avec un taux de croissance (supposé) g.	1667	1035
«domotique»	$\frac{NOPAT}{WACC}$	L'entreprise ne réalise plus des rendements excédentaires que sur le capital disponible. Sur tous les autres investissements, elle ne gagne que les coûts du capital.	1222	683
«fiducie»	IC	L'entreprise ne gagne que les coûts du capital sur l'ensemble du capital engagé.	556	310

* Une croissance étant supposée, il faudrait travailler avec le free cash-flow (FCF) et non avec le NOPAT. Comme nous avons supposé que le NOPAT et le FCF étaient identiques dans les exemples précédents, nous conservons cette simplification.

Figure 5: Valeurs apportées et valeurs de l'entreprise

Exemple	Valeur apportée par la planification détaillée		Valeur apportée par la valeur résiduelle		Valeur globale
«station service»	569	+	1035	=	1603
«domotique»	500	+	683	=	1183
«fiducie»	390	+	310	=	700

ciable: supposons qu'aucune entreprise ne soit en mesure de générer durablement des rendements excédentaires (ce qui est parfaitement plausible), aucune hypothèse n'est requise concernant la croissance et les investissements. Car dans la mesure où l'entreprise ne gagne que ses coûts du capital, la croissance ne génère plus de valeurs. La valeur résiduelle correspond simplement à la valeur actuelle du NOPAT durablement estimé (cf. figure 4). Une telle méthode semblerait logique pour des entreprises du type «domotique» (exemple 2) qui évoluent dans un environnement dynamique et compétitif.

Le fait que l'on ne suppose plus de rendements excédentaires pour la période de valeur résiduelle ne signifie pas que l'entreprise ne soit plus rentable. Seul le modèle d'affaires présent et repris à la date de référence de l'évaluation a expiré. Il reste à espérer et à attendre que l'acheteur réussisse à conquérir des domaines d'activité nouveaux et rentables. Ces rendements excédentaires sont toutefois exclusivement le bénéfice de son initiative, qui reviennent uniquement à l'acheteur et qui ne sont pas rétribués au vendeur.

À l'autre extrémité du spectre se trouvent des entreprises dont le résultat est presque uniquement lié au personnel, comme pour le type «fiducie» (exemple 3). Sans le facteur personnel, ces entreprises ne sont qu'une collection d'actifs et de dettes. Dans ce cas, la valeur intrinsèque ou, pour simplifier, le capital investi à la fin de la période de planification détaillée peut être supposé en guise de valeur résiduelle. En termes d'évaluation, on suppose ainsi que l'entreprise ne gagne plus que les coûts du capital sur le capital investi (la rente perpétuelle des coûts du capital imputé sur le capital investi y correspond en effet).

Nous rappellerons de nouveau que les calculs ne constituent pas une planification complète de l'entreprise, mais des comptes particuliers qui en sont

déduits pour l'évaluation! La société fiduciaire de l'exemple 3 peut prospérer après cinq ans et compter dix collaborateurs entre-temps. Cette réussite repose toutefois sur la réussite de l'acheteur, pour laquelle le vendeur ne touche rien.

3. Le passé n'est pas l'avenir

Nos explications doivent montrer de façon pertinente et pratique comment les PME peuvent être évaluées de manière pragmatique et appropriée avec la méthode DCF. La valeur apportée de la phase de planification détaillée est combinée avec la valeur résiduelle pour former la valeur globale de l'entreprise.

La fin nous ramène à présent au début. Car le lecteur habitué à la méthode du praticien est susceptible d'avoir rapidement effectué un calcul de contrôle. Si nous prenons le NOPAT de l'exemple 2 («domotique») comme bénéfice net, on obtient une valeur de rendement de 1500 (1500/0.1) pour un coût du capital de 10%. Comme nous tablons sur un autofinancement pur, nous pouvons considérer le capital investi comme valeur intrinsèque. Dans la moyenne pondérée (1 x valeur intrinsèque de 500 et 2 x valeur de rendement de 1500), on obtient ainsi une valeur de l'entreprise d'environ 1167 qui est très proche de la valeur DCF de 1183.

Mais prévenons-nous de conclusions erronées! Car il faut bien comprendre dans quelles conditions ce résultat a été obtenu: (1) chiffres d'affaires constants et marges stables, (2) engagements de capitaux constants, (3) pas d'insolvabilité, donc au fond une continuité du passé. Si c'est exceptionnellement le cas, la méthode du praticien – ce que la communication professionnelle admet d'ailleurs sans réserve³³ – reste une alternative possible. Dans un passé récent, nous avons toutefois

appris que seul résiste à long terme celui qui évolue.

Rappelons un autre aspect. La méthode présentée éloigne l'évaluateur – et avec lui son client – de la comptabilité, dans les profondeurs du conseil de gestion. Elle va de la planification aux facteurs déterminant le succès et pour finir au marché des capitaux, en passant par la concurrence. Les connaissances spécialisées et l'expérience du secteur fiduciaire peuvent être présentées et utilisées de manière exhaustive. Il en résulte une valeur ajoutée pour le client et des produits supplémentaires pour le fiduciaire. ■

- 1 Cf. Communication professionnelle «Évaluation des petites et moyennes entreprises (PME)», EXPERTSuisse, situation en 2018 (CP 2018), Cm 4.
- 2 Cf. déjà Axer Ernst, Der Verkaufswert industrieller Unternehmungen unter besonderer Berücksichtigung des ideellen Firmenwerts (Goodwill), Berlin 1932, p. 22.
- 3 Cf. Henselmann Klaus, in: Peemöller Volker H. (éd.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5^e éd., 2012, p. 107.
- 4 Helbling le qualifie de «solution de compromis pure, qui comme tout compromis, ne peut pas être justifiée dans la pratique», Helbling Carl, in: Peemöller Volker H. (éd.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5^e éd., 2012, p. 813. Dès 1946, Käfer faisait déjà remarquer que «la méthode a uniquement l'avantage d'économiser la réflexion» (Käfer Karl, Zur Bewertung der Unternehmung als Ganzes, in: Rechnungsführung in Unternehmung und Staatsverwaltung, Festgabe Otto Juzi, 1946, p. 71–98, p. 90).
- 5 Pour les cas de fusion, le Tribunal fédéral considère le choix de la méthode d'évaluation comme une décision négociée de la direction dont l'examen judiciaire ne peut être que limité (arrêt du TF du 21.3.2012 – 4A_341/2011).

- 6 Arrêt du TF du 29.9.2015, 4A_187/2015, 4A_199/2015, consid. 5.
- 7 Arrêt du TF du 18.9.2013, 2C_309/2013, 2C_310/2013.
- 8 Arrêt du TF du 3.4.2001, 4C_363/2000.
- 9 Arrêt du TF du 10.2.2010, 5A_733/2009, consid. 6.2.
- 10 Ainsi par exemple les arrêts du TF du 18.9.2013, 2C_309/2013 et 2C_310/2103: «On peut supposer que l'utilisation de méthodes plus modernes, par exemple la méthode DCF, débouche sur une détermination plus exacte de la valeur (également déterminante au plan fiscal). De même, une autorité de taxation peut et doit s'écarter de la méthode du praticien, si celle-ci ne débouche sur aucun résultat (économiquement) satisfaisant».
- 11 Ainsi déjà Jaensch Günter, Empfehlungen zur Bewertung von ganzen Unternehmungen (critique), ZbF 1969, p. 643–655 (p. 655).
- 12 Cf. Helbling Carl, in: Peemöller Volker H. (éd.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 5^e éd., 2012, p. 813.
- 13 Wellis Achilles, Praktische Anwendung von Bewertungsmethoden bei kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) in der Schweiz, BewP 2012, p. 61–68 (62).
- 14 Hörler Valentin, Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, mémoire de master, HES de Saint-Gall, juillet 2018.
- 15 Cf. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTSuisse, Zurich 2018, p. 20–32.
- 16 On commence par déterminer la valeur globale de l'entreprise, puis la valeur des capitaux propres en déduisant les dettes financières. Également à ce propos Schmid Fabian, Bewertung eines KMU mittels DFC-Methode: Schritt für Schritt, in: Mathis/Nobs, Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, p. 28.
- 17 Nous n'évoquons pas ici l'estimation des coûts des capitaux étrangers. Les taux d'intérêt effectifs sont souvent un meilleur estimateur.
- 18 Cf. CP 2018, Cm 103.
- 19 Cf. Castedello Marc/Schöninger Stefan, Praxiswissen Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2018, p. 240.

- 20 Cf. Pictet, La performance des actions et des obligations en Suisse (1926–2018).
- 21 Pour approfondir, cf. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTSuisse, Zurich 2018, p. 119ss.
- 22 Cf. KPMG, Cost of Capital Study 2018, dont la version actuelle peut facilement être trouvée par n'importe quel moteur de recherche. Nous renverrons par ailleurs à l'étude du marché des capitaux suisse de EY, mise à jour chaque trimestre («Valuation Market Essentials», également en libre accès sur Internet) et à nos propres calculs, qui paraîtront dans EXPERTFOCUS 4/2019.
- 23 Cf. Schmid Fabian (Cm 16), p. 50s.
- 24 Pour la déduction d'une formule et les simplifications opérées ici, cf. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTSuisse, Zurich 2018, p. 120ss.
- 25 Uniquement Hail Luzi/Meyer Conrad, Unternehmensbewertung, DST 2002, p. 578s.
- 26 Cf. Preinreich Gabriel, The Law of Goodwill, The Accounting Review 1936, p. 317.
- 27 Cf. CP 2018, Cm 77.
- 28 Cf. Wood David N., Goodwill Attributes – Assessing Utility, The Value Examiner 2007, p. 21–29; Gillmore Thomas, Simplified MUM for Determining Personal Goodwill, Business Valuation Update, 2/2016, p. 1–8.
- 29 Cf. Stigler George, Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries, Princeton 1963, p. 54.
- 30 À ce propos et concernant les différences entre l'évaluation du goodwill aux fins de la présentation des comptes et l'évaluation, cf. Trugman Gary R., Understanding Business Valuation, New York 2017, p. 500s.
- 31 Cf. CP 2018, Cm 96–100.
- 32 Cf. Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU – Kommentierung der «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» der EXPERTSuisse, Zurich 2018, p. 103 avec d'autres références.
- 33 CP 2018, Cm 53.