

# UPDATE ÉVALUATION D'ENTREPRISES 2023

## Actualités concernant la théorie, la pratique et la jurisprudence en matière d'évaluation d'entreprises

Dans le cadre d'évaluations d'entreprises, théorie et pratique, économistes et juristes se confrontent, ce qui contribue au dynamisme dans la théorie et la pratique d'évaluation, ainsi que dans la jurisprudence. Chaque année, l'«Update Évaluation d'entreprises» fait le point sur les derniers développements.

### 1. INTRODUCTION

Les entreprises et la manière dont elles créent de la valeur évoluent en permanence. Il en va de même pour leur évaluation (quelle est la valeur?), l'appréciation (la valeur est-elle juste?) et la répartition (à qui appartient la valeur?). La théorie et la pratique d'évaluation, ainsi que la jurisprudence, reflètent cette évolution. L'«Update Évaluation d'entreprises» présente régulièrement les développements actuels et importants pour la pratique professionnelle.

Cette année, nous traiterons notamment de la jurisprudence actuelle relative à l'évaluation des entreprises de personnes et de l'importance de la valeur intrinsèque. L'évaluation des hôpitaux reste également d'actualité. Nous examinerons ensuite les «*fairness opinions*» actuelles et les répercussions pratiques du nouveau droit successoral. Dans la théorie d'évaluation, nous nous pencherons enfin notamment sur la discussion actuelle relative à l'utilisation des primes de risque du marché dites implicites.

### 2. ÉVOLUTIONS DANS LA JURISPRUDENCE

**2.1 Évaluation des entreprises de personnes.** Les études actuelles montrent qu'environ 90% des entreprises suisses sont des entreprises dites microentreprises, comptant moins de dix collaborateurs [1]. Souvent, ces très petites entreprises se caractérisent par leur propriétaire, et de sa personne dépend aussi une grande partie de la capacité de rendement (dans le sens de clients). La disparition de l'ancien propriétaire, que ce soit pour cause de décès, de vente ou, comme

nous le verrons ci-après, de fiction, a des répercussions considérables sur la valeur de l'entreprise.

Bien connu dans la pratique, le phénomène de la capacité de rendement non transmissible, transmissible temporairement ou seulement partiellement transmissible, est habituellement pris en compte par des abattements dans la négociation du prix. La manière dont cela peut déjà être pris en compte lors d'une évaluation effectuée avant la détermination du prix fait l'objet de discussions depuis une dizaine d'années dans la théorie de l'évaluation, sous le terme des «modèles de la fonte» [2]. Dans la pratique, ces modèles sont surtout importants pour les évaluations légales et en général objectives dans le cadre desquelles une valeur vénale doit être calculée de manière classique. C'est également le cas dans l'arrêt cité en référence ci-après.

L'affaire traitée par le Tribunal fédéral le 24 novembre 2022 (5A\_361/2022) a des airs de soap opera: une orthodontiste qui gagne bien sa vie et un mécanicien automobile sans moyens (mais conduisant une Ferrari) divorcent. Parmi les points litigieux figurent la valeur du cabinet d'orthodontie et celle du garage.

L'évaluation du garage se heurte dès le départ au manque de données, si bien que «le revenu effectif [...] n'a pu être déterminé ni sur la base du bénéfice de l'exercice de son entreprise individuelle ni sur ses propres déclarations» (consid. 2.2.2). Le Tribunal fédéral a également rejeté une évaluation fondée sur des présomptions: pour autant qu'il soit avancé



TOBIAS HÜTTICHE,  
PROF. DR. RER. POL., CVA,  
EXPERT-COMPTABLE,  
CONSEILLER FISCAL (D),  
INSTITUT FÜR FINANZ-  
MANAGEMENT HOCH-  
SCHULE FÜR WIRTSCHAFT  
(HAUTE ÉCOLE  
D'ÉCONOMIE) FHNW



FABIAN SCHMID,  
DR. RER. POL., CFA, CVA,  
DIRECTEUR ET CO-  
FONDATEUR WEVALUE,  
ENSEIGNANT HOCHSCHULE  
FÜR WIRTSCHAFT  
(HAUTE ÉCOLE  
D'ÉCONOMIE) FHNW

«qu'une Ferrari permet de générer des revenus et qu'un garage automobile permet de pratiquer le commerce de voitures, [cela] ne fait référence à aucune règle empirique mais constitue uniquement une propre vision des choses» (consid. 2.2.8).

Les considérations du Tribunal fédéral sur l'évaluation du cabinet d'orthodontie constituent une avancée sur le plan pratique et méthodologique. En l'occurrence, les évaluations présentées devant les instances précédentes ont conduit à une obligation de compensation tout d'abord de 216 000 francs (Tribunal cantonal), puis de 211 000 francs (Cour suprême). Devant le Tribunal fédéral, l'épouse a demandé que ce montant soit fixé à 7000 francs seulement.

En substance, le Tribunal fédéral devait indiquer si et dans quelle mesure le caractère personnel du cabinet d'orthodontie avait été suffisamment pris en compte lors de son évaluation. Concrètement, le cabinet a été évalué selon la méthode des praticiens, avec laquelle, pour tenir compte du caractère personnel de l'activité, la valeur intrinsèque a été fixée à 90 % et la valeur de rendement à 10 %.

Le Tribunal fédéral a rejeté cette approche avec une clarté remarquable. Il précise tout d'abord que la valeur vénale doit, en l'espèce, être déterminée (art. 211 CC). Il indique ensuite à juste titre que cela suppose la vente de l'entreprise [3]. Seule la capacité de rendement transmissible serait donc à prendre en compte dans l'évaluation car la vente entraîne également la disparition de la propriété antérieure et du potentiel qui lui est lié. La composante personnelle ne devrait donc pas être prise en compte.

Le Tribunal fédéral s'en tient donc à la ligne qu'il a adoptée jusqu'ici en matière de valeur vénale et souligne aussi les conséquences liées à ce concept de valeur. Car «envisager» une transaction au sens d'une vente dans le cadre de la détermination d'une valeur vénale nécessite de faire mentalement abstraction de la propriété antérieure et de tous les facteurs liés au propriétaire [4].

Finalement, le Tribunal fédéral rejette la méthode des praticiens pour déterminer la valeur vénale car celle-ci «établit la valeur de rendement en incluant les prestations de l'entrepreneur, si bien qu'elle n'est pas appropriée en l'espèce» (consid. 3.3.4).

Admettre un montant approximatif pour l'entreprise est «méthodiquement non autorisé» et la valeur vénale ainsi déterminée est «arbitraire» (consid. 3.3.4).

Au-delà de l'affaire jugée, l'arrêt est important pour toutes les situations dans lesquelles la valeur vénale d'une entreprise de personnes doit être déterminée. Ces évaluations sont d'abord exigées par la loi, notamment par le droit du régime matrimonial, le droit successoral et le droit des sociétés. Mais il convient également de tenir compte de cet arrêt pour les affaires qui relèvent du droit fiscal, comme lors de la réalisation non prévue de réserves latentes dans des participations ou pour les évaluations fondées sur une convention d'actionnaires. Déterminer la valeur vénale selon la méthode des praticiens ne se justifierait que dans l'hypothèse d'une capacité de rendement entièrement transmissible, ce qui n'est que rarement le cas pour les PME.

Les auteurs ont expliqué ailleurs la manière dont la seule capacité de rendement transmissible peut être évaluée concrètement [5]. En fait, il s'agit d'isoler et de faire «fondre» la part de bénéfice qui est liée à la personne du propriétaire. Ce n'est qu'à partir de ce moment-là que l'entreprise aura atteint un état d'équilibre, pertinent pour la valeur résiduelle. La référence explicite du Tribunal fédéral aux articles des auteurs (consid. 3.3.1.3 et consid. 3.3.1.4) confirme leur approche. C'est pourquoi il est important de souligner une fois encore que la valeur de liquidation doit toujours être calculée comme valeur de contrôle, en particulier pour les entreprises qui dépendent fortement du caractère personnel de leur propriétaire. S'il ne reste plus de capacité de rendement propre de l'entreprise déduction faite de la propriété antérieure, la liquidation peut aussi être un scénario réaliste. Le calcul de la valeur de liquidation est également indiqué en cas de réserves latentes importantes. Si celle-ci est supérieure à la valeur de continuation de l'exploitation, en vertu de la jurisprudence du Tribunal fédéral, elle doit être considérée comme valeur minimale pour les évaluations du régime matrimonial, tout comme pour les évaluations au regard du droit successoral [6].

**2.2 Évaluation d'une entreprise (uniquement) avec la méthode de la valeur intrinsèque.** Dans l'arrêt du 10 février 2023 (LC220025-0/U), la Cour suprême de Zurich a notamment dû statuer sur l'évaluation d'une entreprise en utilisant la méthode de la valeur intrinsèque. Ici aussi, il s'agissait d'une procédure de divorce, au cours de laquelle le litige portait notamment sur l'évaluation de toutes les parts d'une société anonyme (SA), dont le seul actif notable était un immeuble commercial loué.

L'expert mandaté par le tribunal de première instance avait évalué la SA selon la «méthode de la valeur intrinsèque à des fins de continuation de l'exploitation» (consid. 3.1.1), la valeur vénale de l'immeuble ayant été calculée sur la base de la méthode de rendement ou méthode DCF. Le plaignant s'est opposé à cette méthode, objectant notamment que, en l'espèce, il y avait deux valeurs à déterminer, «la valeur de rendement future et la valeur de reproduction (valeur intrinsèque)» et que le «calcul de la valeur de rendement de l'immeuble dans le cadre du calcul de la valeur intrinsèque [...] ne [remplacerait] aucunement le calcul de la valeur de rendement de l'entreprise» (consid. 3.1.2.1).

En 1998 encore, Helbling constatait «qu'une expertise d'évaluation d'entreprise dans laquelle la valeur substantielle n'est pas déterminée et commentée doit être qualifiée de non professionnelle» [7].

Depuis 2006, la valeur intrinsèque en tant que composante de la méthode des praticiens fait aussi partie intégrante des méthodes d'évaluation mentionnées dans la circulaire n° 28 (Circ. 28) pour l'estimation de titres non cotés. Outre l'affaire jugée dans l'arrêt commenté, la «valeur intrinsèque à des fins de continuation de l'exploitation» est aussi souvent prise en compte comme valeur minimale pour les évaluations fiscales.

Il est donc utile de procéder tout d'abord à un classement: 1. Il va de soi que la substance d'une entreprise est à prendre en compte dans la détermination de sa valeur. Ce qui existe déjà ne doit pas être créé et représente une économie pour les

investisseurs. En ce sens, la substance fait partie intégrante de toute procédure d'évaluation orientée vers l'avenir, donc également de la méthode DCF, considérée comme une bonne pratique [8].

2. Dans les méthodes mixtes constituées de la valeur de rendement et de la valeur intrinsèque (méthode des praticiens), la substance intervient comme élément calculé séparément dans le calcul de la valeur. Du point de vue de la théorie de l'évaluation, cela peut également être interprété comme un modèle permettant de faire fondre les bénéfices excédentaires [9]. Toutefois, la réception dans la pratique est souvent différente, la valeur intrinsèque y étant considérée comme «un facteur de sécurité [...] [et] une forme de filet de sécurité» [10].

3. Du point de vue des acquéreurs potentiels, la valeur intrinsèque est éventuellement pertinente comme valeur de reconstruction. Elle répond à la question du coût que générerait la reproduction complète de l'entreprise en question. Pour les vendeurs également, la valeur intrinsèque reflète ce risque de reproduction. Il faudrait alors cependant se baser sur les valeurs de remplacement ou de reconstruction et ne pas enregistrer d'impôts différés. Naturellement, cette méthode reste elle aussi une solution approchée. Des immobilisations incorporelles essentielles (marques créées par l'entité elle-même et non inscrites au bilan, brevets, développements, etc.) étant laissées de côté, il s'agit à la rigueur d'une valeur de reconstruction partielle. Le fait que, dans la Circ. 28, la substance découle du bilan commercial ajusté des réserves latentes et des impôts différés constitue une simplification inexacte mais qui doit être pleinement acceptée dans les méthodes de masse.

4. Une évaluation de la valeur intrinsèque n'est donc judicieuse en tant que méthode indépendante que si aucune valeur ajoutée n'est à attendre de l'interaction des éléments du patrimoine [11]. Il peut en être ainsi dans le cas d'une gestion de fortune, d'une société immobilière ou d'une holding. Cependant, la méthode de la valeur intrinsèque n'est alors appliquée qu'au niveau de l'objet de l'évaluation. Pour les valeurs patrimoniales à évaluer, on choisira chaque fois la méthode d'évaluation appropriée, ce qui peut conduire à une juxtaposition de méthodes d'évaluation différentes [12].

Dans l'affaire traitée par la Cour suprême de Zurich, il s'est agi de la constellation discutée au point 4. Le résultat de la Cour doit être accepté ici: la substance (justement l'immeuble) ayant été évaluée au moyen d'une méthode à caractère prospectif, «avec la méthode de la valeur intrinsèque pure [...] en tenant de compte de l'estimation de la valeur vénale de l'immeuble en tant que poste déterminant de l'actif, la valeur de rendement est suffisamment prise en compte» (consid. 2.1.4.3).

Sur la question, qui n'est pas traitée ici, de la valeur intrinsèque comme valeur minimale, il convient de noter que, sur le plan conceptuel, une valeur intrinsèque calculée en plus de la valeur de rendement est toujours une valeur de reconstruction partielle. Il ne s'agit pas là de la valeur minimale pour l'entreprise mais d'un montant minimal pour sa reproduction (partielle) [13]. On ne peut répondre à la question de savoir si une reconstruction en vaut la peine qu'avec la valeur de

rendement: si celle-ci est inférieure à la valeur intrinsèque, rien ne le justifie. Car on ne peut en déduire un goodwill ou un badwill (valeur de rendement supérieure ou inférieure à la valeur intrinsèque). Cela dépend du prix d'achat effectivement payé, comme le montre actuellement le badwill d'environ 35 milliards de francs comptabilisé en résultat pour UBS [14]. Il ne peut être économiquement justifié qu'un acquéreur paie une valeur intrinsèque supérieure à la valeur de rendement. À cet égard, la valeur intrinsèque à des fins de continuation de l'exploitation en tant que valeur vénale minimale est exclue.

**2.3 Évaluation d'entreprise et réforme du droit des successions.** Même si l'intégralité de la réforme du droit des successions n'est pas encore devenue une loi et qu'il n'existe aucune jurisprudence sur ce sujet, il convient de l'évoquer dans le contexte des arrêts cités en référence et en vue du conseil en optimisation.

La seconde partie du droit successoral révisé, plus intéressante du point de vue de l'évaluation d'entreprises, est attendue pour l'année prochaine. Le nouvel art. 630a P-CC, qui règle le rapport entre héritiers, est essentiel. Jusqu'ici, le rapport était défini selon la valeur de la libéralité (concrètement, de l'entreprise totalement ou partiellement transmise gratuitement) au jour de l'ouverture de la succession (art. 630, al. 1, CC).

À l'avenir, selon l'art. 630a P-CC, cette valeur pourra aussi être déterminée au moment de la libéralité. Toutefois, cette valeur pourra uniquement être invoquée

«si une évaluation de la valeur de l'entreprise effectuée au moment de la libéralité ou de la prise de contrôle selon des principes reconnus et les justificatifs y relatifs ont été remis à titre définitif à l'autorité chargée de recevoir les testaments à l'attention des héritiers réservataires dans un délai d'un an à compter de la libéralité ou de la prise de contrôle» (art. 630a, al. 2, P-CC).

Les successeurs ainsi que leurs conseillers doivent bien réfléchir à cet aspect, car une fois effectuée et déposée, l'évaluation de l'entreprise est irrévocable, quelle que soit l'évolution intervenue entre-temps [15]. Dans des cas extrêmes, il se peut la valeur d'une entreprise qui a fait faillite entre-temps doive encore être imputée. D'un autre côté – et l'on renverra donc ici au projet de loi –, l'entreprise en question doit être évaluée à la valeur vénale, selon des principes reconnus, comme toutes les autres valeurs patrimoniales, conformément à l'art. 620 P-CC. Si l'on considère la jurisprudence du Tribunal fédéral mentionnée ci-dessus en référence, outre les recommandations professionnelles et leur commentaire, comme principes reconnus au sens de l'art. 630a P-CC, la disparition de la propriété antérieure devrait être prise en compte dès le jour de l'évaluation, donc au moment de la libéralité. En cas d'évolution positive, l'intégralité de la valeur ajoutée créée par le successeur reste donc aussi dans son patrimoine.

### 3. ÉVOLUTIONS DANS LA PRATIQUE D'ÉVALUATION

**3.1 Évolutions dans les «fairness opinions».** En 2012 déjà, les auteurs avaient analysé les *fairness opinions* établies pour

les entreprises suisses, pour en tirer des conclusions sur les similitudes et les différences dans la pratique d'évaluation que l'on pouvait y trouver [16]. Une dizaine d'années plus tard, ils ont actualisé cette analyse qui sera traitée de manière détaillée par ailleurs [17]. Seul un résumé des évolutions essentielles est présenté ici:

→ *Périodes de planification détaillée prolongées*: alors que la période de planification détaillée était encore majoritairement de trois à cinq ans en 2012, on trouve actuellement des périodes beaucoup plus longues, souvent supérieures à cinq ans. Il s'agit peut-être d'une conséquence des incertitudes actuelles relatives à l'évolution future des marchés et de l'objet de l'évaluation.

→ *Primes de risque du marché implicites*: le calcul des primes de risque du marché implicites gagne en importance. Alors que l'étude Pictet était encore la source standard en 2012, les évaluateurs utilisent actuellement de plus en plus leurs propres calculs prévisionnels du coût du capital. C'est là une raison d'étudier de plus près cette méthode dans la partie sur la théorie de l'évaluation.

→ *Ouverture du marché*: les *fairness opinions* analysées en 2012 ont été exclusivement établies par des cabinets d'évaluation installés en Suisse. Pour la période d'étude actuelle, un prestataire allemand est pour la première fois entré sur le marché suisse.

Ce fait est d'autant plus remarquable qu'ici aussi, on constate des différences entre les pratiques d'évaluation allemande et suisse. Ainsi, dans la *fairness opinion* dont il est question:

- un intérêt de base négatif est choisi,
- une structure du capital variable dans le temps est utilisée,
- un bêta d'endettement est appliqué pour le réendettement, et
- une phase de convergence explicite est modélisée à titre de transition entre la phase de planification détaillée et la valeur résiduelle.

Tout ceci n'est pas contradictoire avec la communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», la recommandation actuelle de la profession suisse, mais se distingue nettement de la méthode suivie par les prestataires suisses quant aux points mis en évidence. Cela aura-t-il des répercussions sur le résultat de l'évaluation, et dans quelle mesure? On ne saurait le dire vraiment.

**3.2 Encore une fois: évaluation d'hôpitaux avec des normes reconnues.** L'an dernier déjà, les auteurs ont parlé des litiges liés à la correction de valeur d'un hôpital, à savoir l'hôpital Triemli, dans le canton de Zurich. En 2022 et 2023, le même sujet a été évoqué dans les médias à l'occasion de l'évaluation de l'hôpital cantonal d'Aarau (Kantonsspital Aarau SA – KSA). Même si l'Histoire ne se répète pas, les histoires, elles, se répètent bel et bien, avec toutefois une fin différente.

La différence essentielle réside dans le fait que, pour l'évaluation de l'hôpital Triemli, la loi sur les communes du canton de Zurich du 20 avril 2015 était déterminante, alors que la présentation des comptes du KSA suit les Swiss GAAP RPC.

Et même si dans les deux cas, un test de dépréciation a été effectué en vertu de la norme reconnue, les conséquences qui en ont résulté sont différentes.

Alors que la présentation des comptes selon les Swiss GAAP RPC est tenue de respecter le principe de l'image fidèle (*true and fair view*), les règles d'évaluation de la loi sur les communes n'ont pas forcément un caractère financier. Et ce, car il s'agit ici du service public, donc de l'exécution des tâches publiques. En conséquence, selon l'art. 121, al. 4 de la loi sur les communes du canton de Zurich, le patrimoine administratif comprend tous les actifs servant directement à l'exécution des tâches publiques. Selon l'arrêt du tribunal administratif du canton de Zurich (arrêt du 9 décembre 2021), ce patrimoine n'est pas librement réalisable et n'a donc pas de valeur patrimoniale mais uniquement une valeur d'usage.

En revanche, le fait qu'une dépréciation soit autorisée ou nécessaire dans le cas du KSA était incontestable [18]. Le besoin de correction de valeur d'environ 240 millions de francs a été établi presque à l'unanimité par le conseil d'administration et l'organe de révision. Pour éviter le surendettement qui en résulte, une aide financière sous forme d'une contribution non remboursable a dû être fournie.

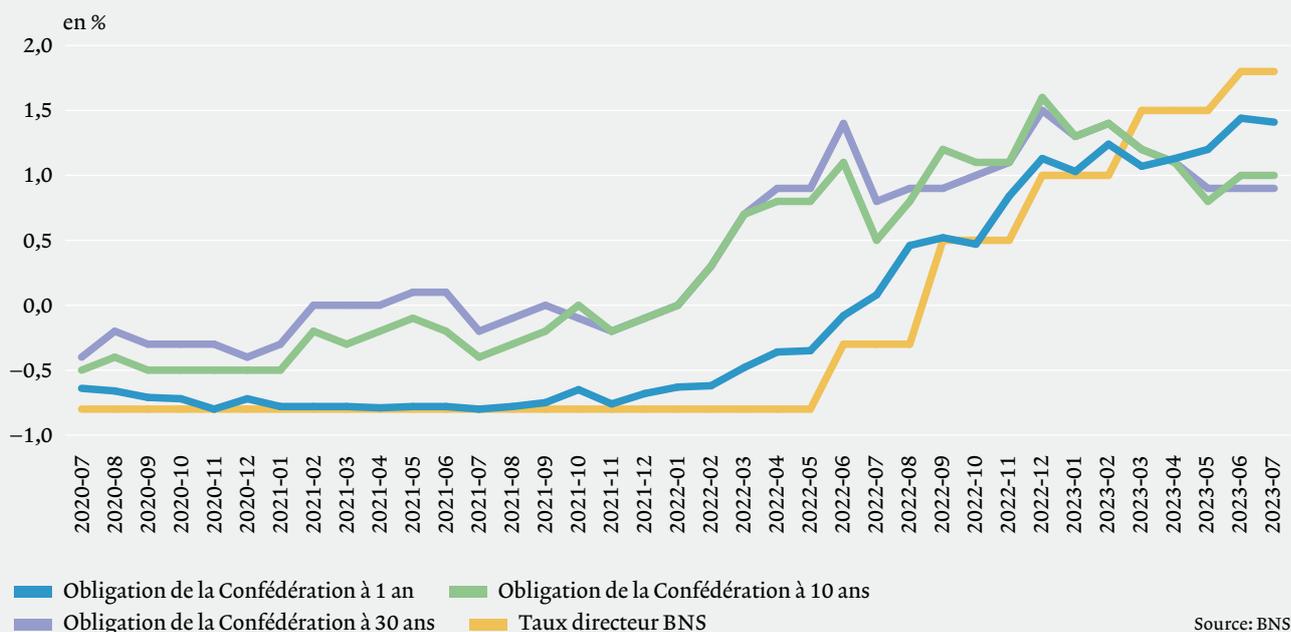
«Après l'audition publique, le Conseil d'État (du canton d'Argovie) a transmis le message au Grand Conseil le 29 mars 2023. Face à cette évolution, dans le cadre des évaluations de l'actualité de valeur, le conseil d'administration a considéré le flux de trésorerie demandé comme très vraisemblable et l'a pris en compte dans la planification financière. On peut donc tabler sur l'actualité de valeur des installations au 31 décembre 2022» [19].

## 4. ÉVOLUTIONS DANS LA THÉORIE D'ÉVALUATION

**4.1 Le «nombre le plus important possible dans l'économie financière»** [20]. Les coûts du capital sont un paramètre essentiel de la valeur d'une entreprise. Si l'on suit le Capital Asset Pricing Model (CAPM) pour les connaître, outre le bêta, leur montant est déterminé par le taux d'intérêt sans risque et la prime de risque du marché (auxquels se rapporte la citation mentionnée dans le rapport). Ces deux indicateurs ne peuvent pas être directement observés mais doivent être estimés à l'aide d'éléments de remplacement [21]. Si l'on peut encore avoir recours à des indicateurs à caractère prospectif pour déduire le taux d'intérêt sans risque, comme les rendements des emprunts, de tels indicateurs n'existent pas pour les primes de risque du marché. En Suisse, dans de nombreux cas, celles-ci ont été et seront déduites à partir de la différence entre les rendements du marché historiques observés et le taux d'intérêt sans risque le jour de l'évaluation.

Or, les marchés des capitaux ont changé ces derniers temps. La phase de taux bas s'est achevée plus vite que prévu. Un calme précaire règne aussi sur les marchés des actions. Les deux sont à prendre en considération lors de l'évaluation du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque du marché. Les deux indicateurs, même si les défis sont totalement différents, doivent alors être considérés globalement. Dans sa formule, le CAPM donne certes l'impression d'être un système modulaire, néanmoins les ajustements dans l'une ou l'autre direction seulement ne sont pas judicieux. Aussi, nous aborderons certes ci-après les deux indicateurs séparément,

### Encadré 1: ÉVOLUTION DU RENDEMENT DES OBLIGATIONS DE LA CONFÉDÉRATION ET DU TAUX DIRECTEUR DE LA BNS



mais au final, nous donnerons néanmoins une recommandation globale.

**4.2 Taux d'intérêt sans risque.** La période des taux d'intérêt négatifs est achevée depuis quelques mois. Dans le monde entier, les banques centrales ont donné des tours de vis, notamment pour maîtriser l'inflation. En Suisse, depuis juin 2022, la Banque nationale n'a cessé de relever le taux directeur, de -0,75 % à 1,75 % en juin 2023.

Au cours de ces dernières années (2015 à 2022), le taux d'intérêt sans risque, rapporté au rendement à l'échéance des obligations de la Confédération suisse, a été négatif de manière presque ininterrompue. Étant donné qu'il est économiquement discutable, dans le cadre d'une évaluation d'entreprise, qui part en général du principe d'une durée de vie infinie de l'objet d'évaluation, de poser un taux d'intérêt éternellement négatif (cela impliquerait un rendement réel durablement négatif et/ou une déflation), la théorie de l'évaluation a en grande partie préconisé, en période de taux négatifs, soit de considérer le taux d'intérêt sans risque à 0 % comme une norme ou de le déduire d'une période considérée comme représentative pour l'avenir.

Aujourd'hui, l'univers des taux d'intérêt a changé et, indépendamment de la durée, on observe de nouveau des rendements sans risque constamment positifs. Comme en période de taux d'intérêt négatifs, on peut se demander comment déterminer le taux d'intérêt sans risque dans un monde de taux en hausse et s'il faut un ajustement supplémentaire pour d'éventuels autres relèvement de taux.

Les évaluations ayant toujours lieu à une date de référence déterminée, il serait cohérent et approprié de formuler les attentes en matière de coûts du capital à ce moment-là [22]. Ainsi, si l'on procède à une évaluation au moment actuel, il

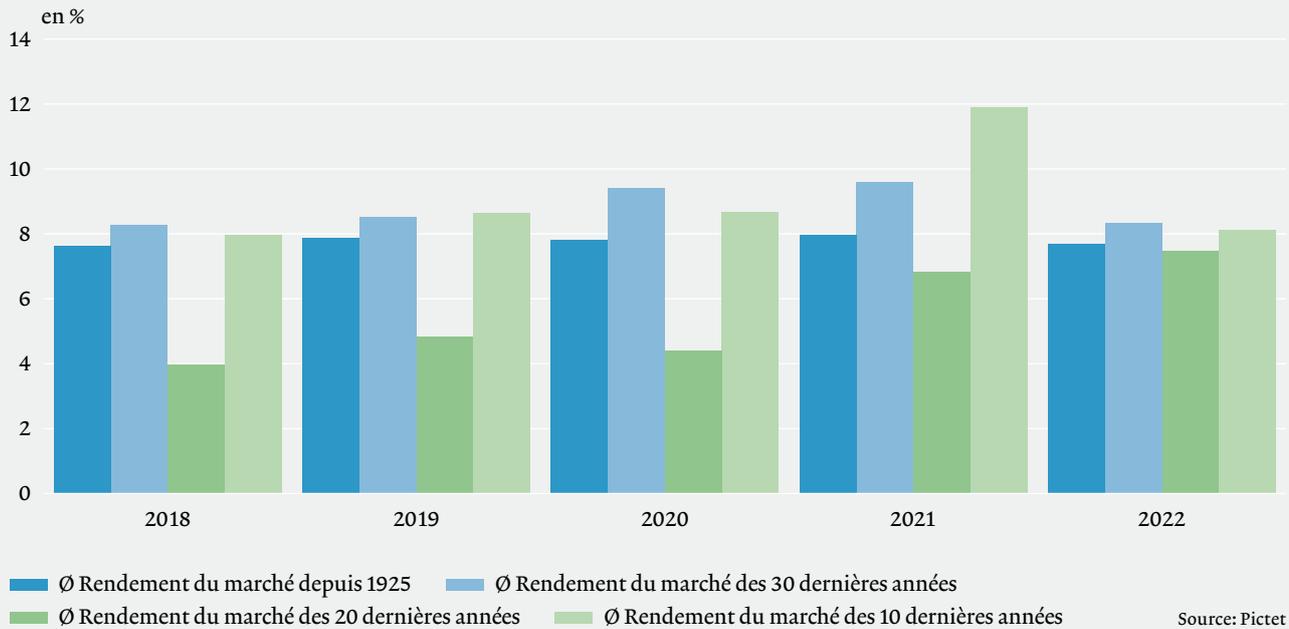
serait logique de prendre comme référence le niveau des taux d'intérêt actuel, soit entre 1,0 % à 1,5 % (état en juillet 2023) (cf. encadré 1).

S'il s'attend à ce que les taux d'intérêt augmentent de nouveau, ce que laissent peut-être présager les évolutions des taux directeurs de la BNS, de la BCE ou de la Fed, un évaluateur pourrait même être tenté de miser sur un taux d'intérêt sans risque plus élevé que celui observé actuellement. Toutefois, le fait que la courbe de la structure des taux soit actuellement inversée, avec des rendements plus faibles demandés pour des durées plus longues, va à l'encontre de cette hypothèse. Ainsi, le rendement d'une obligation de la Confédération à 30 ans s'élevait à 0,89 % en juillet 2023, tandis que celui d'une obligation de la Confédération à 10 ans était de 1,41 %. Par le passé, une telle courbe des taux inversée était souvent l'indicateur d'une récession imminente, ce qui contraignait alors les banques centrales à ne plus relever les taux, voire à les abaisser à nouveau pour ne pas étouffer encore davantage l'économie.

Conclusion: il est difficile de prévoir les taux d'intérêt. En outre, la structure actuelle des taux indique qu'il ne faut pas s'attendre à une forte hausse de moyen à long terme. Cela correspond aussi à l'évolution de l'inflation, qui a de nouveau nettement reflué ces derniers mois en Suisse, s'établissant à 1,6 % en août 2023. Dans son évaluation de la politique monétaire, la BNS table également sur un nouveau repli ou sur une stabilisation de l'inflation [23].

Au vu de ces circonstances, il est recommandé, pour déduire les coûts du capital, de tenir compte du taux en vigueur le jour de l'évaluation, sans l'ajuster arbitrairement à la hausse ou à la baisse, ou de le déduire de périodes historiques plus longues. Si l'on veut se baser sur un taux d'intérêt sans risque uniforme et constant pour l'évaluation, il convient de

## Encadré 2: RENDEMENTS DU MARCHÉ HISTORIQUES AVEC INTERVALLE DE MESURE DIFFÉRENT



préférer des échéances plus longues, c'est-à-dire les obligations de la Confédération de 10 à 30 ans, aux échéances plus courtes. À titre d'alternative à un taux unique, on peut aussi tabler sur des taux d'intérêt périodiques et prendre explicitement en compte structure actuelle des taux actuelle [24]. Les deux méthodes sont conformes à la communication professionnelle actuelle «Évaluation d'entreprises» d'Expert-suisse [25]. Les prescriptions de la norme d'évaluation allemande IDW S1 et de la norme autrichienne KFS/BW 1 prévoient uniquement de s'orienter sur les courbes actuelles des taux d'intérêt mais se différencient dans la mise en œuvre de ce concept [26].

**4.3 Prime de risque du marché.** Elle est le résultat de la différence entre le rendement de marché attendu et le taux d'intérêt sans risque. La prime de risque du marché n'est donc pas un indicateur directement observable mais une valeur déduite du rendement du marché.

Même si l'accent est mis sur les attentes en matière de rendement, les rendements du marché et les primes de risque du marché sont traditionnellement déduites des évolutions de cours historiques. Cette approche repose sur l'hypothèse que le passé se répète et qu'il n'y a que peu de changements au fil du temps [27].

La détermination basée sur l'avenir, dite rendement du marché implicite, est discutée dans la théorie de l'évaluation depuis une dizaine d'années mais ne s'est imposée qu'avec peine dans la pratique d'évaluation. Actuellement, comme le montre en tout cas l'analyse des *fairness opinions* ci-dessus, cette technique semble de plus en plus se renforcer.

Les rendements du marché implicites sont déduits des cours des actions actuellement observables, qui sont comparés aux flux de trésorerie futurs. Pour l'essentiel, l'équation d'évaluation connue «valeur de l'entreprise = flux de trésorerie/coût du capital» est transformée en «coûts du capital = flux de trésorerie/valeur de l'entreprise» [28].

Pour les prévisions relatives aux flux de trésorerie futurs, il est fait appel aux évaluations d'analystes financiers [29].

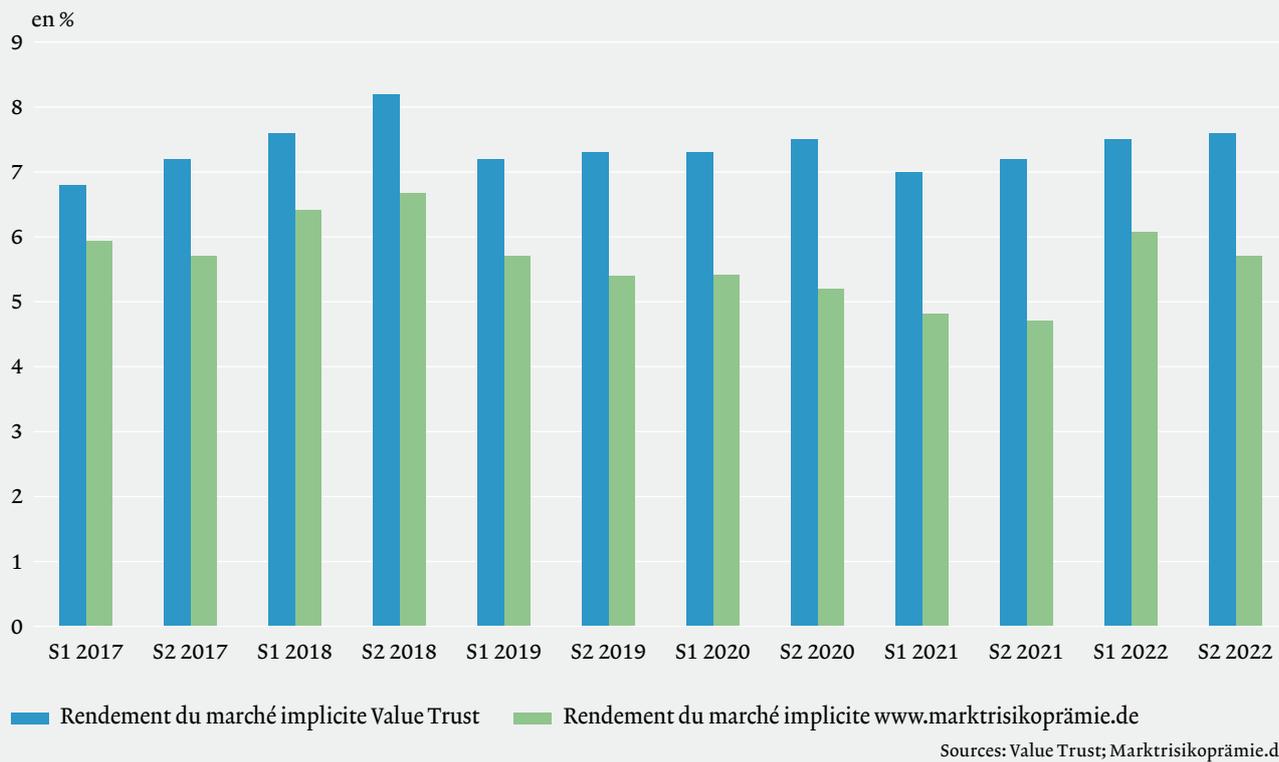
Si un évaluateur fait dériver la prime de risque du marché des rendements des actions historiques, il part du principe qu'il est possible d'atteindre à l'avenir le même rendement moyen que dans le passé. Le fait qu'il est difficile de prévoir les rendements futurs des actions, qu'il y a souvent une *reversion to the mean*, c'est-à-dire un retour à la valeur moyenne, et qu'une série chronologique suffisamment longue garantit une certaine stabilité et une certaine robustesse du paramètre plaide en faveur de cette méthode.

Une étude souvent citée en Suisse concernant le rendement du marché historique est celle de Pictet. Les cours et les rendements du marché suisse des actions (Swiss Performance Index [SPI]) sont publiés tous les ans depuis 1926 [30]. Si l'on prend en compte les 97 années écoulées depuis 1926, on obtient un rendement moyen des actions (calculé géométriquement) de 7,7%. On trouve des valeurs similaires, du moins en 2022, si l'on considère chaque fois uniquement les 10, 20 ou 30 dernières années. Sur la base de séries chronologiques historiques, une fourchette du rendement du marché comprise entre 7% et 8% devrait être appropriée (cf. encadré 2).

Dans la mesure où la prime de risque du marché nécessaire à l'équation du CAPM correspond aux attentes de rendement et est donc un indicateur à caractère prospectif, l'approche consistant à faire dériver cette valeur également à partir de données futures est naturellement séduisante. Le calcul nécessite toutefois d'avoir accès aux estimations d'analystes correspondantes et de posséder les compétences en arithmétiques requises.

Concrètement, la démarche consiste à déduire le rendement attendu implicite des acteurs du marché à partir du

Encadré 3: RENDEMENTS DU MARCHÉ IMPLICITES À PARTIR DE DIVERSES SOURCES

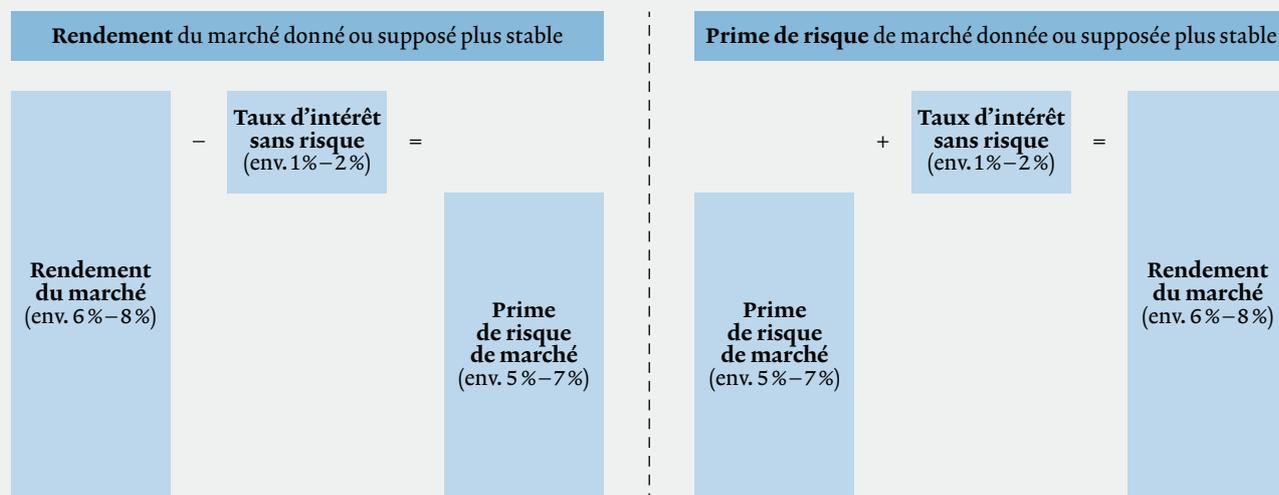


cours des actions observable aujourd’hui ou du niveau de l’indice (p. ex. SPI), ainsi que des bénéfices, flux de trésorerie et dividendes prévus par les analystes. Il s’agit dans une certaine mesure d’un modèle d’actualisation du flux de trésorerie ou des dividendes, qui ne se dissout pas en fonction de la valeur de l’entreprise ou des fonds propres mais du rendement exigé ou des coûts du capital. Outre les prévisions des analystes, qui n’existent que pour un petit nombre d’entreprises et qui peuvent fortement varier, le résultat dépend

aussi notamment beaucoup du taux de croissance à long terme attendu après la période de prévisions détaillées explicite des trois à cinq prochaines années. En cas de répercussions sur le marché des capitaux liées à la crise en particulier, il faut s’attendre à des délais avant que les analystes ne tiennent eux aussi compte de ces changements de situation dans leurs analyses [31].

Dans leur quête de primes de risque du marché implicites, les évaluateurs de PME suisses s’appuient généralement sur

Encadré 4: RAPPORT ENTRE RENDEMENT DU MARCHÉ, TAUX D’INTÉRÊT SANS RISQUE ET PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ



des sources publiées sur Internet [32]. On y observe que les rendements du marché implicites, dont on fera dériver la prime de risque du marché en déduisant le taux d'intérêt sans risque, ont fluctué entre 5 % et 8 % environ ces six dernières années en fonction de l'humeur du marché, de la source, ou de la méthode de détermination. Il est frappant de constater que Value Trust affiche constamment des rendements du marché supérieurs à Marktrisikoprämie.de et qu'une augmentation peut être de nouveau constatée ces derniers temps. Fin 2022, la fourchette se situait entre 6 % et 8 % (cf. encadré 3).

En résumé, et pour revenir au paragraphe d'introduction, nous formulons les conseils suivants [33]. Le fait de procéder ou non à des ajustements du taux d'intérêt sans risque ou de la prime de risque du marché dépend de celui des deux indicateurs que l'on suppose le plus stable au fil du temps. Les fluctuations du taux d'intérêt sans risque sont observables et ressenties. Les études empiriques montrent que les rendements du marché historiques (c.-à-d. la somme du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque du marché) sont relativement stables sur une période de plusieurs années. La prime de risque du marché résultant de la déduction du taux d'intérêt sans risque (supposé fluctuant) du rendement du marché (supposé stable), cela plaide plutôt en faveur de primes de risque du marché variables ou «vivantes». De l'avis des auteurs, il n'y a pas lieu de choisir entre les déduire implicitement ou à partir de données historiques [34]. Au contraire,

les deux approches devraient être utilisées pour définir une fourchette dans laquelle une valeur concrète pourrait alors être choisie.

On constate aussi cette pluralité dans les recommandations de la profession relatives à l'évaluation d'entreprises en Allemagne, en Autriche et en Suisse. Tandis que la profession autrichienne émet une recommandation sur le rendement du marché (7,5 % à 9,0 %), l'institut allemand des experts-comptables (Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW) recommande une prime de risque du marché (6 % à 8 %). Dans l'Almanach fiduciaire actuel, on trouve pour la Suisse des recommandations de 1,0 % à 1,5 % pour le taux d'intérêt sans risque et de 5,5 % à 7,0 % pour la prime de risque du marché [35]. Finalement, il ressort que malgré des différences méthodologiques et des approches différentes quant à la méthode de déduction, par détermination historique ou implicite, les valeurs de la prime de risque du marché en Suisse devraient se situer dans une fourchette d'environ 5 % à 7 % actuellement (cf. encadré 4).

## 5. CONCLUSION

La théorie, la pratique et la jurisprudence contribuent à la dynamique en matière d'évaluation d'entreprises. Il n'y aura pas d'accalmie. Au contraire, la guerre, l'inflation et les craintes de récession exacerbent les incertitudes. Avec cet article, les auteurs entendent donner des repères. La résolution de chaque cas d'espèce est laissée à l'appréciation de l'évaluateur. ■

**Notes: 1** Cf. OBT (2022) (éd.), Schweizer KMU: Eine Analyse der aktuellsten Zahlen – édition 2022, p. 3. **2** Cf. sur ce sujet l'aperçu avec d'autres références de Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, p. 86 ss. **3** Avec d'autres références sur la jurisprudence relative à la valeur vénale, cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 22 ss. **4** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 25. **5** Cf. Hüttche/Schmid (2019), Pragmatisch, praktisch, gut: DCF-Bewertung von KMU, Trex 2/2019, p. 84 et ss. **6** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 71 s. avec d'autres références. **7** Helbling (1998), Unternehmensbewertung und Steuern, p. 86. **8** Cf. Sieben/Maltry (2023), Der Substanzwert in der Unternehmensbewertung, p. 853 ss, in: Peemöller (éd.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **9** Cf. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, p. 45 s. **10** Lanz/Bolting (2005), Unternehmensbewertung – Der praktische Leitfaden für KMU, p. 62. **11** Cf. Expertsuisse (2022), Communication professionnelle sur l'évaluation d'entreprises, n° 59. **12** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 68. **13** Cf. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, p. 43 s. **14** Ainsi déjà

Münstermann (1966), Wert und Bewertung der Unternehmung, p. 140. **15** Voir aussi le commentaire de Korradi/Suter (2022), Erbrecht im Umbruch, section 2. **16** Cf. Hüttche/Schmid (2012), Unternehmensbewertung in der Schweiz, in: Der Schweizer Treuhänder 2012/4, p. 208 ss. **17** Hüttche/Schmid/Widmer (2023), Best Practice Revisited – Eine vergleichende Analyse von Fairness Opinions in der Schweiz, en préparation. **18** Pour les détails et les considérations: Kanton Aargau, Anhörungsbericht Finanzhilfebeitrag an die Kantonsspital Aarau AG (KSA) du 9 février 2023, [https://www.ag.ch/media/kanton-aargau/portal/aktuell/anhoerungen/kanton/laufende/finanzhilfebeitrag-an-die-kantonsspital-aarau-ag-\(ksa\)/anhoerungsbericht.pdf](https://www.ag.ch/media/kanton-aargau/portal/aktuell/anhoerungen/kanton/laufende/finanzhilfebeitrag-an-die-kantonsspital-aarau-ag-(ksa)/anhoerungsbericht.pdf). **19** KSA, rapport annuel 2022, p. 22. **20** Cf. Welch (2000), Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies, The Journal of Business 73(4), p. 501 ss. **21** Cf. à ce sujet et pour la suite Meitner/Streitferdt (2023), Risikofreier Zins und Marktrisikoprämie, p. 663 ss., in: Peemöller (éd.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **22** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 49 s. **23** Cf. BNS (2023), Examen du 22 juin de la situation économique et monétaire. **24** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der

Schweiz, p. 123 ss. **25** Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 124 s. **26** Cf. Rabel (2018), Empfehlung KFS/BW 1 E 7 zu Basiszins und Marktrisikoprämie, BewP 2018, p. 2 s. **27** Cf. Ballwieser/Hachmeister (2021), Unternehmensbewertung – Prozess, Methoden und Probleme, p. 106 ss. **28** Cf. Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020), Praxiswissen Unternehmensbewertung, p. 339. **29** Cf. sur ce sujet l'aperçu de Schöning/Schyma (2021), Analyse empirischer Studien zu Marktrisikoprämien am deutschen Kapitalmarkt vor dem Hintergrund der aktuellen IDW-Empfehlungen, Corporate Finance 03–04/2021, p. 77 ss. **30** Cf. Pictet (2023), Actualisation de la performance des actions suisses et des obligations en francs suisses (1926–2022). **31** Cf. Patloch-Kofler/Schmitzer (2020), Die implizite Markttrendite in Krisenzeiten, RWZ 6/2020, p. 124. **32** Voir p. ex. [www.marktrisikoprämie.de](http://www.marktrisikoprämie.de) ou ValueTrust (2023), DACH Capital Market Study. **33** Voir aussi Meitner/Streitferdt (2023), Risikofreier Zins und Marktrisikoprämie, p. 716 ss, in: Peemöller (éd.), Praxishandbuch der Unternehmensbewertung. **34** Voir aussi Castedello/Schöninger/Tschöpel (2020), Praxiswissen Unternehmensbewertung, p. 340. **35** Cf. Expertsuisse (2023), Almanach fiduciaire – édition 2023, p. 36 s.

