



**Tobias Hüttche**

Prof. Dr rer. pol., expert-comptable et CVA directeur de l'Institut de gestion financière de la Haute école d'économie FHNW, Bâle tobias.huettche@fhnw.ch



**Fabian Schmid**

Dr rer. pol., CFA, CVA directeur et cofondateur de wevalue AG, chargé de cours à la Haute école d'économie FHNW, Brugg fabian.schmid@wevalue.ch



Cet article spécialisé est également disponible sous forme de fichier audio: rendez-vous sur [www.trex.ch](http://www.trex.ch), écoutez-le directement ou téléchargez-le.

## Évaluation d'entreprises

# L'évaluation de PME fondée en droit et défendable

L'évaluation d'entreprises relève davantage de l'art que de la science et, en matière d'art – tout comme d'évaluation d'ailleurs –, les avis peuvent fort bien diverger. Alors comment établir une évaluation d'entreprise qui soit bien fondée en droit et défendable? Quelles sont les méthodes recommandables pour valoriser des PME et comment les mettre en pratique? Ces questions et d'autres trouvent leurs réponses dans le présent article.

## 1. Introduction

De base, l'évaluation d'une société est une entreprise impossible puisqu'elle se projette dans l'avenir, lequel est tout sauf sûr. Il y a une centaine d'années, on parlait encore d'«apprentissage de l'appréciation» et non pas de théorie d'évaluation, ou valuation<sup>1</sup>. Cette incertitude inhérente aux évaluations ne saurait toutefois conduire à une non-responsabilité assumée. En effet, lorsque des évaluations sont requises sur le plan juridique – pour des raisons fiscales, successorales ou relevant du régime matrimonial –, les parties prenantes ne sont pas nécessairement disposées à en accepter les résultats. Beaucoup plus souvent que par le passé, celles-ci font l'objet d'un contrôle juridictionnel. Sachant qu'une fois établie, une expertise ne peut plus être «rappelée» sans autre forme de procès, il conviendrait, dès sa rédaction, de veiller à ce que l'évaluation soit juridiquement fondée et défendable. Le présent article donne des pistes en ce sens. Partant des particularités

propres aux évaluations devant satisfaire à des exigences juridiques, les auteurs reviendront aussi sur le choix de la méthode idoine et sur son application appropriée.

## 2. Particularités propres aux évaluations d'entreprise requises pour des raisons juridiques

En présence de deux parties égales – comme c'est le cas pour la vente d'une société –, une évaluation de l'entreprise est à vrai dire superflue. Si l'acquéreur et le vendeur sont tombés d'accord sur le prix, il ne s'agit que d'une pure formalité<sup>2</sup>. S'il y a désaccord, c'est que l'évaluation n'était manifestement pas assez convaincante, et les parties se séparent sans avoir conclu l'affaire. Il en va autrement des évaluations soumises à des exigences légales, par exemple au regard de la législation sur la surveillance. Ainsi, dans une situation ne permettant plus ou ne nécessi-

tant pas d'accord, il faut fixer une valeur répondant à la conception qu'a le législateur d'un juste équilibre entre les intérêts des deux parties. De telles situations sont désignées par l'expression «motifs d'évaluation dominants» (en allemand «dominierte Bewertungsanlässe»)<sup>3</sup>. Elles requièrent une attention particulière. Il y a lieu tout d'abord de définir l'exercice d'évaluation, c'est-à-dire l'objet ou plus exactement la finalité de cette évaluation et la notion de la valeur qui en découle. Il s'agit là non pas des conceptions propres aux parties, mais de celle du législateur. C'est lui qui impose la finalité de l'évaluation et par là même – quoique d'une manière pas toujours limpide – la conception de l'évaluation<sup>4</sup>, laquelle trouve souvent sa concrétisation – pour, rappelons-le, des évaluations requises par la loi – dans le calcul de la «valeur vénale».

Sur le plan conceptionnel, la jurisprudence suisse entend par «valeur vénale» un montant:

- «qui serait obtenu lors d'une vente» (ATF 117 II 218, consid. 4.a),

sachant que cette vente est supposée avoir lieu

- «à une date déterminée» (Arrêt du TF 2C\_94/2014, consid. 2.4.2),
- «sur un marché libre» (ATF 121 III 152, consid. 3.c.) et
- «dans des circonstances normales, sans prise en considération de situations inhabituelles ou personnelles» (Arrêt du TF 2C\_94/2014, consid. 3).

Il s'agit en ce sens «d'une valeur objectivée, ne découlant pas de circonstances exceptionnelles» (Arrêt du TF 2C\_692/2014, consid. 2.4.2). Cette perspective s'applique également à l'évaluation des actifs non nécessaires à l'exploitation (ATF 125 III 1, consid. 5.c).

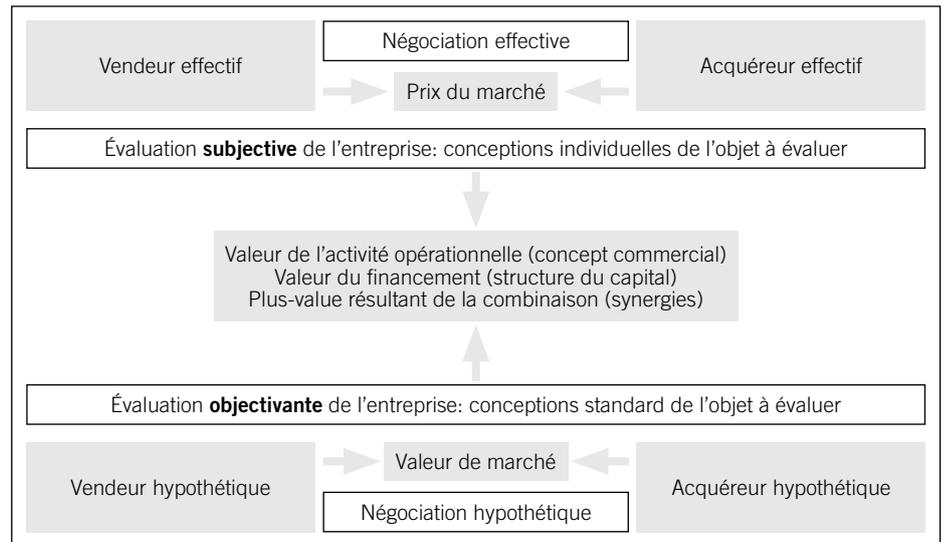
Vu la signification de la valeur vénale pour la pratique suisse de l'évaluation, la version remaniée de la communication professionnelle «Évaluation d'entreprises» d'EXPERTsuisse définit la valeur vénale comme suit: «Tandis que les prix du marché peuvent être observés, les valeurs de marché doivent être calculées. Une valeur de marché correspond à un prix de marché potentiel et est considérée comme la valeur vénale»<sup>5</sup>. Tandis que la valeur de marché est encore un prix du marché potentiel, la valeur vénale correspond à la valeur de marché calculée à la date d'évaluation considérée.

Le législateur et la jurisprudence sont toutefois muets sur la question de savoir comment se calcule concrètement la valeur vénale. Tous deux ont «fait passer la pilule»<sup>6</sup>. La doctrine et la pratique de l'évaluation sont donc à la manœuvre. Il s'agit de calculer une valeur de marché à la date d'évaluation, autrement dit d'approximer un prix de marché<sup>7</sup>. La valeur recherchée est la simulation d'une solution négociée, une estimation typologique qui fait délibérément abstraction des circonstances concrètes<sup>8</sup>.

Le calcul de telles valeurs requiert par conséquent une évaluation objectivante<sup>9</sup>. Il s'agit non pas d'une catégorie de valeurs en soi, mais d'un calcul obéissant à la finalité même de l'évaluation. Étant donné qu'il repose lui aussi sur des hypothèses, la valeur qui en résulte a au fond un caractère subjectif mais vérifiable sur le plan intersubjectif... et donc objectivant<sup>10</sup>. Il faut en outre récolter et exploiter des informations de façon discrétionnaire ou du moins limitée par le caractère discrétionnaire<sup>11</sup>. Nous indiquerons dans la section 5.2 comment cela se fait concrètement, notamment pour l'estimation des coûts du capital.

Ainsi, alors que les évaluations subjectives reflètent la vision d'une partie, les valeurs vénales requises pour des raisons juridiques ou judiciaires supposent non seulement l'intervention de l'acquéreur et du vendeur, mais obligent à se représenter la transaction dans son ensemble. En cas de recherche de valeur vénale en vue d'un accord

Figure 1: Évaluation subjective et objectivante de l'entreprise



sur le régime matrimonial par exemple, à la vente sous-jacente s'ajoute, par hypothèse, la suppression de tous les facteurs en lien avec la personne du propriétaire en place, et ce, que l'activité de l'entreprise en cause soit poursuivie ou non.

Présumons pour la personne de l'acquéreur un acheteur type du marché, un tiers raisonnablement objectif<sup>12</sup>. Il va évaluer la société dans l'hypothèse de sa poursuite et sur la base du concept d'entreprise existant, compte tenu de toutes les attentes réalistes pour l'avenir en termes d'opportunités et de risques du marché, des possibilités financières de l'entreprise ainsi que d'autres facteurs d'influence. Ce faisant, il prendra en considération les potentiels et synergies observables dans l'entreprise à la date d'évaluation. Tout acquéreur «préssumé» (acheteur type du marché) doit pouvoir profiter de ces critères.

La figure 1 résume ces réflexions de manière générale<sup>13</sup>.

Que cela signifie-t-il concrètement? Voici un exemple.

→ Exemple

A, l'unique actionnaire d'Horticulture SA, est (encore) marié. Le calcul de la valeur vénale de cette société est requis dans le cadre de la procédure judiciaire de divorce. La société est autofinancée à 100% mais, vu la situation de crise conjugale, elle n'a pas réalisé de bénéfices suffisants au cours des dernières années.

Pour le calcul de la valeur vénale il y a lieu de simuler 1. une vente, 2. à la date d'évaluation, 3. à un acquéreur reflétant typiquement le marché.

En d'autres termes, 1. la personne de A et tous les facteurs en dépendant pour l'évalua-

tion disparaissent mentalement, 2. seules les informations connues et pertinentes pour le calcul à la date d'évaluation peuvent être prises en compte et 3. le financement doit être modélisé dans l'optique d'un acquéreur type du marché, c.-à-d. moyennant sans doute une part appropriée de dettes financières et un coût du capital réduit en conséquence.

3. Choix de la méthode adéquate pour des évaluations requises en droit

En l'espèce, il vaut la peine de consulter la jurisprudence pertinente. Par tradition, le Tribunal fédéral défend un pluralisme des méthodes<sup>14</sup>. Il reconnaît en premier lieu toute méthode d'évaluation qui soit «compréhensible, plausible et reconnue, largement utilisée dans des cas comparables, de manière justifiée, meilleure ou au moins aussi éprouvée que d'autres méthodes qui tiennent compte des circonstances du cas concret»<sup>15</sup>. Or diversité n'est pas synonyme d'arbitraire. En présence de «situations difficiles... il convient d'appliquer la méthode qui, concrètement, semble la plus appropriée»<sup>16</sup>. La limite est fixée lorsque les évaluations «s'écartent sans raison des principes reconnus par la doctrine et la jurisprudence»<sup>17</sup>.

L'orientation vers des méthodes d'évaluation axées sur l'avenir (méthode DCF) que l'on observe dans la pratique se reflète également dans la jurisprudence, d'où la reconnaissance du «principe du caractère prospectif de tous les facteurs d'évaluation»<sup>18</sup>. Cependant, la jurisprudence ne prévoit pas de hiérarchie d'évaluation selon laquelle certaines méthodes seraient préférées.

rables. Ce qui est approprié et ce qui l'est moins est déterminé par le domaine juridique concerné et le but de l'évaluation.

Ainsi, la version de la procédure pratique établie dans la Circulaire 28 est considérée comme appropriée par une jurisprudence constante aux fins de l'impôt sur la fortune. En revanche, en ce qui concerne l'impôt sur le bénéfice des personnes morales, il est supposé que «l'utilisation de nouvelles méthodes, telles que la méthode DCF, conduit à une détermination plus pertinente de la valeur (que la méthode des praticiens; note de l'auteur)»<sup>19</sup>. Même en ce qui concerne l'imposition des personnes physiques, «il existe des raisons de procéder à l'évaluation de la valeur vénale dans le cadre de l'impôt sur le revenu d'une manière différente de la détermination de la valeur vénale pour l'impôt sur la fortune»<sup>20</sup>.

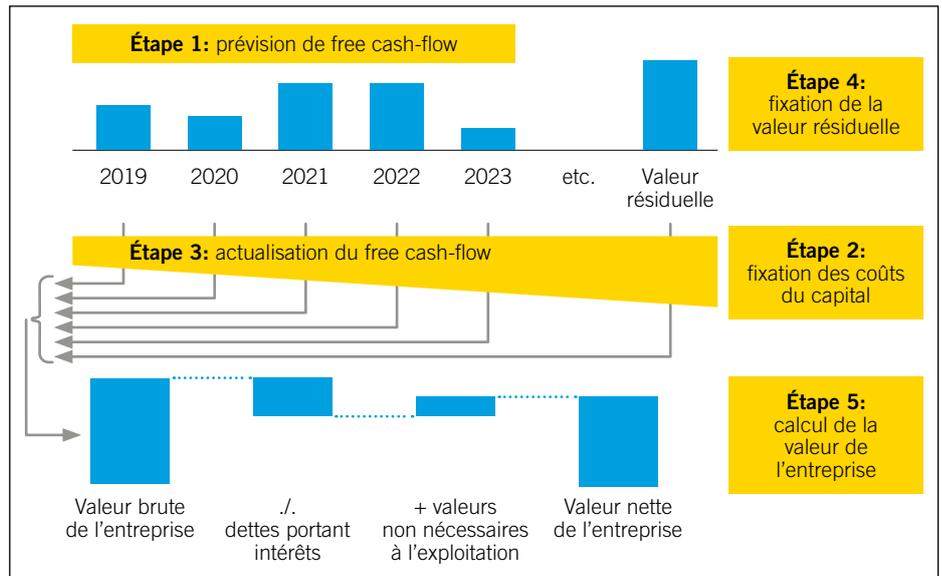
Enfin, le Tribunal fédéral a récemment mis en doute l'adéquation de la méthode des praticiens dans le domaine du droit des régimes matrimoniaux<sup>21</sup>:

→ Le Tribunal fédéral devait répondre à la question de savoir si et dans quelle mesure le caractère personnel d'une entreprise d'orthodontie avait été suffisamment pris en compte lors de son évaluation. Concrètement, cette entreprise avait été évaluée à l'aide de la méthode des praticiens, la valeur intrinsèque étant fixée à 90% et la valeur de rendement à 10% – pour tenir compte précisément de ce fait. Le Tribunal fédéral a rejeté cette approche avec une clarté remarquable. Il est tout d'abord constaté que la valeur vénale doit être déterminée dans le cas présent (art. 211 CC). Il est ensuite précisé à juste titre qu'il s'agit d'une vente de l'entreprise. Ainsi, seule la capacité de rendement transmissible doit être prise en compte lors de l'évaluation. Les composantes liées aux personnes ne doivent pas être prises en compte. En conclusion, le Tribunal fédéral a rejeté la méthode des praticiens pour l'évaluation de la valeur vénale, car celle-ci «détermine la valeur de rendement en incluant les prestations de l'entrepreneur, raison pour laquelle elle s'avérait inappropriée dans le présent contexte». L'acceptation d'un montant approximatif pour l'entreprise s'avérait «méthodologiquement inadmissible» et la valeur vénale ainsi déterminée «arbitraire» (consid. 3.3.4).

#### 4. Limites inférieures de valeur et valeur minimale

Pour les entreprises très axées sur les personnes, il n'est pas improbable qu'il ne reste que peu

Figure 2: Les cinq étapes d'une évaluation DCF



de capacité bénéficiaire transférable et une valeur de continuation réduite en conséquence. Celle-ci peut également être inférieure à la valeur de liquidation en cas de réserves latentes importantes. La question de savoir si, en fin de compte, il est possible de se fonder sur une valeur de liquidation plus élevée dépend du domaine juridique déterminant et donc de l'objectif de la norme. Pour le régime matrimonial, le Tribunal fédéral répond par l'affirmative. En foi de quoi «il ne peut être laissé à la discrétion de l'époux entrepreneur de déterminer le montant des acquêts uniquement par une politique commerciale subjectivement voulue»<sup>22</sup>. La jurisprudence en matière de droit des sociétés diverge ici, mais se base également sur la «valeur réelle» pertinente selon l'art. 685b al. 1 CO<sup>23</sup>. Le Tribunal fédéral considère qu'une valeur de continuation inférieure est prioritaire. En effet, lors de l'évaluation, «il faut tenir compte de la volonté clairement établie des décideurs»<sup>24</sup>. L'évaluation doit donc se fonder «sur les décisions d'entreprise subjectivement voulues et non sur celles objectivement indiquées d'un point de vue purement économique»<sup>25</sup>. En ce qui concerne les limites inférieures de valeur, nous rencontrons régulièrement dans le travail pratique la valeur intrinsèque et l'idée qui y est liée qu'il doit s'agir là aussi – outre la valeur de liquidation – d'une valeur minimale d'une certaine nature. C'est pourquoi nous exposons brièvement aussi cette valeur. En 1998 encore, Helbling constatait «qu'une expertise d'évaluation d'entreprise dans laquelle la valeur intrinsèque n'est pas déterminée et commentée doit être qualifiée de non professionnelle»<sup>26</sup>. Depuis 2006, la valeur intrinsèque fait également partie intégrante de la méthode des praticiens pour l'évaluation des titres non cotés, telle qu'elle est définie dans la Circulaire 28.

Tout d'abord, la substance d'une entreprise est évidemment importante pour la valeur: ce qui existe déjà ne doit pas être acquis et permet à l'investisseur d'économiser de l'argent. Dans le sens de ces dépenses économisées, la substance fait partie intégrante de toute méthode DCF<sup>27</sup>. De plus, dans la procédure des praticiens, la substance est intégrée dans le calcul de la valeur en tant qu'élément calculé séparément. En théorie de l'évaluation, cela peut être interprété comme un modèle de fonte des bénéfices excédentaires, même si la perception dans la pratique est différente<sup>28</sup>. D'un point de vue conceptuel, la valeur intrinsèque est une valeur de reconstruction ou de remplacement. Elle doit refléter le «risque de reconstruction» ou, du point de vue d'un acheteur potentiel, permettre à ce dernier de prendre une décision «make or buy». Le fait que la valeur intrinsèque dans la Circulaire 28 soit déduite du bilan commercial ajusté, le cas échéant, des réserves latentes et des impôts latents, est une simplification inexacte, mais qui doit être acceptée dans les procédures de masse. Toutefois, les valeurs de reconstruction ou de remplacement du patrimoine inscrit au bilan ne seraient qu'une solution approximative. Comme les valeurs immatérielles essentielles sont exclues, il s'agit tout au plus d'une valeur de reconstruction partielle. En tant que telle, la valeur intrinsèque – contrairement à la valeur de liquidation – n'est pas non plus une valeur minimale pour l'entreprise, mais tout au plus le montant minimal pour sa reproduction (partielle). La réponse à la question de savoir si une telle reproduction en vaut la peine ne peut être donnée qu'avec une valeur de résultat pour l'avenir. Si celle-ci est inférieure à la valeur intrinsèque, rien ne le justifie. Dans

ce cas, la valeur intrinsèque ne peut pas être utilisée pour déterminer la valeur vénale minimale.

## 5. Évaluation de PME selon la méthode discounted cash-flow (DCF)

Alors que la méthode des praticiens, orientée vers le passé, est utilisée pour déterminer la valeur fiscale des titres d'entreprises non cotées (Circulaire 28), l'évaluation (économique) d'une entreprise et donc la détermination de sa valeur vénale se basent sur les excédents financiers futurs. Publiée l'année dernière, la nouvelle communication professionnelle d'EXPERTsuisse, «Évaluation d'entreprise», se prononce également en faveur d'une évaluation d'entreprise orientée vers l'avenir sur la base de cash-flows libres prévisionnels<sup>29</sup>. Étayée en théorie et reposant sur les flux de trésorerie futurs, la méthode des flux de trésorerie actualisés ou discounted cash-flow (DCF) s'est imposée aussi dans l'univers des PME comme la best practice<sup>30</sup>.

La méthode DCF peut être décomposée en cinq étapes, comme l'illustre la figure 2<sup>31</sup>.

Dans un premier temps, les cash-flows libres revenant à tous les bailleurs de fonds sont pronostiqués pour les premières années (période de planification détaillée). Pour tenir compte du fait que les flux financiers ont d'autant moins de valeur qu'ils se situent dans le futur, ils sont actualisés (étape 3) à la date d'évaluation au moyen de coûts du capital adaptés aux risques (étape 2). La valeur résiduelle doit être estimée avec un soin particulier (étape 4), car il n'est pas rare qu'elle représente nettement plus de 50% de la valeur de l'entreprise. Enfin, les différentes valeurs actuelles sont additionnées et transférées de la valeur brute à la valeur nette de l'entreprise en tenant compte des engagements financiers et des éventuels actifs non nécessaires à l'exploitation.

Les étapes principales sont expliquées de manière approfondie ci-dessous et des indications sont données sur les points auxquels il faut veiller à chacune d'elles.

### 5.1 Prévision des flux de trésorerie disponibles

#### 5.1.1 Actualisations

En règle générale, les futurs cash-flows libres ne sont pas directement pronostiqués, mais déduits d'un compte de planification intégré (bilan prévisionnel, compte de résultat prévisionnel, tableau de financement prévisionnel). Afin d'obtenir une base propre pour la planification, il est conseillé de préparer, d'apurer et d'analyser d'abord les trois à cinq dernières années.

D'une part, il s'agit, lors de l'apurement, de découvrir d'éventuelles réserves latentes. Contrairement à la méthode de la valeur substantielle ou à celle des praticiens, ces réserves latentes ne sont pas directement prises en compte dans l'évaluation DCF (via une augmentation des fonds propres ou de la valeur substantielle), mais seulement indirectement et sous condition. C'est le cas lorsque la marge ou la capacité bénéficiaire réalisée et l'immobilisation de capitaux dans l'actif circulant net et l'actif immobilisé du passé servent de base pour l'avenir. Si l'on suppose, par exemple, que la marge future correspond à la marge moyenne réalisée au cours des cinq dernières années, il est essentiel que les réserves latentes – et en particulier leurs variations – soient mises à jour.

La rémunération des propriétaires est une autre donnée importante pour les PME. Dans le cadre d'une évaluation objective, il convient de se demander quel serait le salaire approprié (salaire de marché) pour la direction si elle ne détenait pas en même temps des parts de l'entreprise. Dans les PME, il n'est pas rare que, pour des raisons fiscales, historiques ou autres, la rémunération aille au-delà de la simple prestation de travail (une partie des bénéfices est perçue sous forme de bonus et non de dividendes), mais elle peut aussi être inférieure (l'entreprise ne génère pas assez de bénéfices pour pouvoir payer un salaire de marché). Les calculateurs statistiques de salaires, comme celui de l'OFS (Salarium), peuvent constituer des points de repère pour un salaire conforme au marché. Une comparaison des salaires au sein de l'entreprise avec des cadres sans participation peut également donner des indications. Une troisième étape d'ajustement consiste à retirer les actifs non nécessaires à l'exploitation. Cette opération est recommandée, ne serait-ce que pour éviter une liquidation partielle indirecte dans le cadre d'une transaction. Il s'agit de savoir quels actifs pourraient être éliminés sans mettre en péril la viabilité de l'entreprise et les plans de croissance et d'investissement qui y sont éventuellement liés. Les biens immobiliers inutilisés ou loués à des tiers, les placements financiers, les titres, les liquidités excédentaires font typiquement partie des actifs non nécessaires à l'exploitation.

Dans certains cas, l'affectation est simple et claire, dans d'autres, elle nécessite des hypothèses plausibles. Par exemple, les liquidités excédentaires sont souvent fixées à un certain pourcentage du chiffre d'affaires ou à un certain nombre de mois de frais fixes, ou elles représentent la différence par rapport aux liquidités qui comblent l'écart par rapport à un fonds de roulement net de zéro par exemple (cela garantit alors un certain degré de liquidité).

La prise en compte correcte des biens immobiliers soulève régulièrement des questions. On voit par exemple régulièrement que, outre les biens immobiliers non liés à l'exploitation, ceux qui sont nécessaires à l'exploitation sont également séparés et évalués séparément. Même si cela est envisageable du point de vue de la modélisation, il convient de tenir compte de quelques points importants. En principe, une entreprise doit être évaluée «telle qu'elle est», en particulier dans le cas d'évaluations objectives<sup>32</sup>. Si une entreprise a décidé d'acquérir un immeuble d'exploitation au lieu de le louer, cela doit être pris en compte dans le calcul de planification – sans autres plans ou intentions. L'avantage provient alors du loyer économisé.

Si l'on opte néanmoins – ce que nous déconseillons – pour une évaluation séparée de l'immobilier d'entreprise et de l'entreprise, il faut également tenir compte des conséquences sur l'entreprise principale. Ainsi, une entreprise sans immeuble devrait présenter un risque plus élevé et donc des coûts de capital plus importants qu'une entreprise avec immeuble, étant donné qu'une part plus importante des valeurs patrimoniales revient à des postes plus risqués, comme les valeurs immatérielles ou le goodwill. De même, la question se pose de savoir ce qu'est un loyer de marché correct pour un bien immobilier qui ne peut éventuellement être utilisé que de manière limitée par d'autres acteurs du marché. Dans l'hypothèse d'un «highest and best use» et d'une prise en compte systématique de la variation du cash-flow et des risques liés à l'exploitation réduite, la séparation et l'évaluation séparée d'un immeuble d'exploitation devraient conduire à la même valeur globale d'entreprise qu'une évaluation intégrée (activité d'exploitation y compris l'immeuble d'exploitation)<sup>33</sup>. C'est aussi pour cette raison que la voie plus simple d'une évaluation intégrée s'impose.

Le traitement et l'évaluation de ces biens immobiliers constituent un casse-tête, en particulier dans le cas de successions intrafamiliales. On craint que le successeur qui reprend l'entreprise opérationnelle ne la liquide plus tard pour réaliser d'éventuelles réserves latentes dans les immeubles. Cette question ne peut toutefois être résolue que par contrat et non pas par une évaluation.

#### 5.1.2 Planification

Étant donné qu'une entreprise et son environnement sont en constante évolution, il est rarement indiqué de reconduire le passé épuré à l'identique et sans réflexion. Il faut plutôt procéder à une évaluation sur la base du concept d'entreprise existant avec toutes les attentes réalistes pour l'avenir dans le cadre des opportunités et des risques du marché, des possibilités financières de l'entreprise et d'autres facteurs d'influence<sup>34</sup>. À cet égard, il est essentiel de se pencher activement sur le modèle d'affaires

de l'objet d'évaluation et sur ses moteurs de valeur, mais aussi de se faire une idée des évolutions du marché ou du secteur qui ont eu lieu et qui se profilent à l'horizon.

La planification sur laquelle repose une évaluation correcte ne devrait pas représenter le best case, mais refléter une valeur attendue<sup>35</sup>. Une possibilité consiste à développer différents scénarios (p. ex. best case, base case, worst case) et à les convertir ensuite en une planification à valeur unique par le biais de probabilités d'occurrence<sup>36</sup>. Cela présente l'avantage non seulement de réfléchir activement et de manière différenciée à des développements alternatifs pour l'avenir, mais aussi de rendre visible leur éventail.

Dès que les comptes prévisionnels sont établis, il est relativement facile d'en déduire le free cash-flow pertinent pour l'évaluation. En partant de l'EBIT, les impôts sont calculés, les amortissements n'ayant pas d'effet sur les liquidités sont ajoutés, les investissements dans l'actif immobilisé et l'actif circulant sont soustraits et les éventuelles modifications des capitaux étrangers à long terme ne portant pas intérêts (p. ex. les provisions) sont prises en compte<sup>37</sup>. Par rapport à la méthode de la valeur de rendement qui, comme on le sait, se fonde sur des bénéfices, la méthode DCF tient explicitement compte de l'immobilisation du capital et fait apparaître une éventuelle disproportion entre les investissements et les amortissements.

Il ne devrait pas toujours y avoir de plans d'avenir concrets, mais ceux-ci doivent d'abord être développés en collaboration avec la direction. Pour ce faire, il est judicieux de s'orienter sur les moteurs de valeur de l'entreprise ou sur l'évaluation DCF et de ne pas perdre de vue l'ensemble. Il est donc judicieux de commencer par le chiffre d'affaires, puis de planifier les charges jusqu'au niveau de l'EBITDA, de modéliser ensuite le fonds de roulement net et l'actif immobilisé, de compléter le compte de résultat (amortissements, résultat financier, impôts) et enfin de compléter le bilan. Il s'avère alors que de nombreux postes sont souvent influencés par le chiffre d'affaires et qu'il ne reste finalement pas trop de grandeurs du bilan et du compte de résultat à modéliser explicitement et non par le biais de rapports ou de pourcentages du chiffre d'affaires.

## 5.2 Dérivation des coûts du capital

Les cash-flows libres doivent être actualisés à la date d'évaluation avec des coûts du capital adaptés au risque. Plus le risque est élevé, moins les flux de trésorerie futurs ont de valeur dans la perspective actuelle. Les coûts du capital reflètent ici les attentes de rendement des investisseurs. Comme ils ne peuvent pas être directement observés ou extraits de la comptabilité, il s'agit de les estimer au mieux et de manière compréhensible.

Dans la pratique, c'est le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) – ou en anglais Capital Asset Pricing Model (CAPM) –, reposant sur une base théorique solide, qui domine<sup>38</sup>. Les hypothèses sur lesquelles repose ce modèle le rendent plus approprié pour des évaluations objectives que des estimations propres et nécessairement subjectives. Le coût des fonds propres résulte d'une combinaison entre le taux d'intérêt pondéré en fonction du risque, la prime de risque générale du marché et le bêta individuel de l'entreprise. Dans l'environnement des PME, cela est généralement complété par une prime dite small cap, qui tient compte du risque accru des petites entreprises (p. ex. en raison de la négociabilité limitée des parts).

Il est important que les différents éléments ne soient pas considérés isolément, mais qu'ils soient cohérents et s'accordent entre eux. Ainsi, lors de la détermination de la prime de risque du marché ou du taux d'intérêt sans risque, la question décisive est de savoir quel rendement est attendu à long terme sur le marché des actions. Si l'on part d'un rendement moyen de 7 à 8% par an pour le marché suisse des actions, il faut s'assurer que la somme du taux d'intérêt sans risque et de la prime de risque de marché corresponde à cet ordre de grandeur. La manière dont le rendement du marché est réparti entre les deux composantes a finalement une importance plutôt cosmétique dans le contexte global de l'évaluation d'entreprise ou du MEDAF.

La détermination du facteur bêta, c'est-à-dire la question de savoir dans quelle mesure l'entreprise dépend des fluctuations générales du marché, et donc quelle est l'ampleur du risque systématique (induit par le marché), est un peu plus exigeante et technique. Comme il n'est pas possible d'observer directement le bêta des entreprises non cotées, comme les PME, ou de le calculer à partir des rendements des actions, il faut l'estimer de manière alternative. Il est possible de prendre en compte un groupe d'entreprises cotées en bourse (peer group) qui est comparable à l'objet de l'évaluation du point de vue du modèle d'affaires et de la structure des risques (à l'exception de la taille de l'entreprise) et d'utiliser le bêta moyen ou médian de ce peer group comme approximation de celui de la PME. Il est également envisageable de se baser sur le bêta moyen du secteur lorsqu'aucun groupe de pairs approprié ne peut être trouvé.

Même s'il est difficile d'établir des valeurs de référence claires, le coût des fonds propres des PME devrait se situer en règle générale entre 10 et 15%, selon le secteur (plus il est cyclique, plus il est élevé) et la structure du capital (plus il est emprunté, plus il est élevé)<sup>39</sup>. Les coûts d'emprunt sont nettement inférieurs et correspondent aux intérêts demandés ou attendus pour les dettes financières.

Enfin, les coûts des capitaux propres et étrangers doivent être pondérés par leurs parts respectives de capital. Comme le point de vue de l'investisseur se base sur des valeurs de marché (on achète des valeurs de marché et non des valeurs comptables), les coûts du capital doivent également être pondérés aux valeurs de marché. Là encore, il faut faire attention à la tâche d'évaluation: dans le cas des transactions, c'est la structure du capital voulue par l'acquéreur qui sera déterminante au final. En revanche, pour les évaluations requises en droit, il faut à nouveau adopter le point de vue de l'acquéreur typique du marché, qui finance également l'entreprise conformément au marché. Les chiffres-clés du secteur ou une analyse par les pairs donnent des indications à ce sujet. Si la structure réelle du capital de l'objet de l'évaluation s'en écarte sans raison objective, il s'agit manifestement d'un motif subjectif qui ne doit pas être pris en compte lors d'une évaluation objective. Il en va autrement pour l'évaluation des intérêts minoritaires. Comme les actionnaires minoritaires ne peuvent pas influencer la structure de financement, il convient ici de travailler avec la structure de capital réelle.

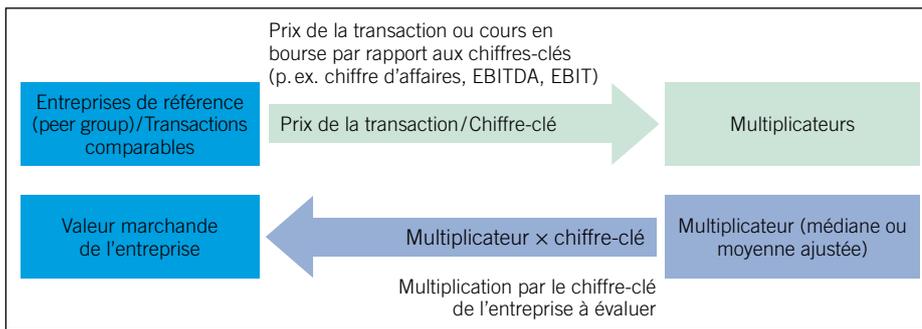
Lors de la détermination de la structure du capital, il convient de veiller tout particulièrement à la cohérence du modèle d'évaluation, des coûts et de la structure du capital ainsi que des dispositions contractuelles complémentaires. Habituellement, la valeur des fonds propres est déduite de la valeur de l'entreprise par le biais d'un equity bridge. Il faut alors veiller à ce que les postes rectificatifs ne soient pas pris en compte deux fois ou pas du tout. Cela peut être le cas lorsque, par exemple, des provisions sont affectées à l'actif circulant net dans le modèle d'évaluation (donc déjà prises en compte dans le free cash-flow), mais qu'elles sont ensuite déduites une nouvelle fois (par exemple en tant que dettes financières) lors du passage à la valeur des fonds propres.

## 5.3 Détermination de la valeur résiduelle

Lors de l'évaluation d'entreprises, on part généralement du principe que leur durée de vie est illimitée (going concern). Pour ce faire, la période de planification est divisée en une phase plus proche (planification détaillée) et une phase plus éloignée (valeur résiduelle)<sup>40</sup>.

Dans la pratique, on constate souvent une période de planification détaillée de trois à cinq ans<sup>41</sup>. En principe, la période de planification détaillée devrait être d'autant plus longue que les cycles d'investissement sont longs ou que le niveau d'investissement actuel s'écarte de la moyenne, et que l'activité, et donc les chiffres d'affaires, les marges et les flux de trésorerie, sont moins stables. Si des changements importants sont prévus dans les années à venir – dans l'environnement ou dans l'entreprise –, il convient de choisir

**Figure 3: Fonctionnement de l'évaluation selon la méthode des multiples**



une période de planification détaillée plus longue. Il en va de même si l'on souffre encore d'effets de la pandémie de coronavirus et que le niveau de chiffre d'affaires, de bénéfice et de cash-flow attendu durablement n'a pas encore été retrouvé. Il faut ensuite passer à la valeur résiduelle lorsque l'entreprise a atteint son état de « rodage »<sup>42</sup>. L'entreprise est stabilisée lorsque la croissance du chiffre d'affaires se situe dans un faible pourcentage à un chiffre, qu'une marge durable et conforme à la branche est réalisée et que le rapport entre les amortissements et les investissements est similaire. Une marge conforme aux usages de la branche est donc une condition centrale de la valeur résiduelle, car les entreprises ne parviendront guère à réaliser des bénéfices ou des rendements excessifs ad vitam aeternam<sup>43</sup>. En principe, il existe différentes possibilités de modéliser la valeur résiduelle. Dans la pratique, la mise à jour perpétuelle de la dernière année de planification détaillée en supposant un certain taux de croissance constant est très répandue. Le taux de croissance devrait s'orienter sur la croissance générale de l'économie (PIB) ou sur le taux d'inflation, c'est-à-dire se situer dans une fourchette basse à un chiffre. De même, comme expliqué précédemment, il faut veiller à ce que la dernière année de planification détaillée soit en équilibre, c'est-à-dire que le free cash-flow qui en résulte puisse être atteint durablement. Dans certains cas, il peut également être indiqué de présumer une liquidation lorsqu'une continuation éternelle de l'entreprise n'est pas réaliste (p. ex. en cas d'érosion du modèle commercial) ou n'est pas envisagée. Dans ce cas, on n'applique pas de rente perpétuelle à la valeur résiduelle, mais on utilise le produit attendu de la liquidation.

#### 5.4 Contrôle de plausibilité

Les évaluations DCF sont en fin de compte des estimations ponctuelles, car malgré toutes les incertitudes et hypothèses, il en résulte une seule valeur d'entreprise ou de fonds propres. Afin de rendre le résultat plausible et d'enrichir les valeurs unidimensionnelles avec des fourchettes – qui reflètent sans doute mieux la réalité –, les analyses de sensibilité et les multiplicateurs s'imposent en premier lieu.

Alors que les analyses de sensibilité révèlent l'influence des principaux facteurs de valeur (p. ex. croissance, coût du capital) sur la valeur de l'entreprise et enrichissent l'évaluation DCF d'une fourchette, les multiplicateurs sont une méthode autonome. La valeur de la PME est déterminée sur la base d'un ratio (p. ex. valeur de l'entreprise par rapport à l'EBITDA, appelé multiple EBITDA) d'entreprises ou de transactions comparables (peer group). La figure 3 présente les différentes étapes de cette procédure d'évaluation<sup>44</sup>.

Pour obtenir des valeurs plausibles à partir de la méthode des multiples, il faut tenir compte de quelques points. Premièrement, il convient de choisir un multiplicateur qui soit significatif et pertinent pour le modèle d'entreprise à évaluer. Il s'agit souvent de multiplicateurs relativement proches du cash-flow, comme l'EBITDA ou l'EBIT. Il faut en outre veiller à ce que les multiples proviennent d'un groupe de pairs soigneusement constitué ou d'autres sources qui garantissent la comparabilité avec l'objet de l'évaluation, notamment en ce qui concerne la croissance, la marge, le rendement et le risque. Comme la méthode des multiples est en fait une rente perpétuelle, c'est-à-dire en quelque sorte la valeur résiduelle (un multiple est en principe l'inverse du free cash-flow divisé par le coût du capital), il faut s'assurer que le multiple est fixé sur une valeur clé durablement attendue ou réalisable de l'objet d'évaluation. Enfin, il faut veiller – comme pour la méthode DCF – à ce que le passage de la valeur de l'entreprise à la valeur des fonds propres se fasse correctement.

Si l'évaluation d'une PME s'appuie sur les multiples des grandes entreprises cotées en bourse, il est possible qu'elle doive encore être adaptée à la taille réduite de l'entreprise ou à la négociabilité limitée des actions<sup>45</sup>. Pour ce faire, les multiplicateurs peuvent être assortis d'un abattement pour illiquidité et être ainsi en quelque sorte ramenés à la taille de la PME. En ce qui concerne le montant d'une telle décote, la part de la prime des petites capitalisations dans le coût des fonds propres peut éventuellement servir de référence<sup>46</sup>. Une autre solution consiste à utiliser directement des multiplicateurs de transactions de PME comparables, si l'on a

accès à de telles sources et valeurs de référence.

## 6. Conclusion

Les considérations qui précèdent indiquent comment effectuer des valorisations d'entreprise qui soient juridiquement fiables et défendables. Personne ne peut évidemment garantir que l'évolution prévue se produira effectivement. Or là n'est pas la question. Point n'est besoin d'être devin, l'important étant de disposer d'un solide savoir-faire, de modèles transparents et d'approches d'évaluation explicables. ■

- 1 Cf. Schmalenbach (1933), *Dynamische Bilanz*, p. 4 s.
- 2 Cf. Kruschwitz/Löffler/Sloane (2010), *Unternehmensbewertung – Ein Balanceakt zwischen Rationalität und Intuition*, p. 261.
- 3 Cf. Schütte-Biastoch (2011), *Unternehmensbewertung von KMU*, p. 11.
- 4 Cf. Druey (1986), *Die Bewertung von Vermögensobjekten im ehelichen Güterrecht und Erbrecht*, in: Riemer/Walder/Weimar (édit.), *Festschrift für Cyril Hegnauer zum 65. Geburtstag*, p. 17. Handschin (2010), «Vom methodischen Umgang des Richters mit Bewertungsfragen, Justice-Justiz-Giustizia», Cm 8, désigne cela comme étant le «sujet de l'évaluation».
- 5 EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 15.
- 6 Jörg (1997), *Wertveränderungen einer Aktiengesellschaft bei Auflösung des ordentlichen Güterstandes*, p. 123.
- 7 Le Tribunal fédéral juge lui aussi licite de faire déterminer la valeur vénale par une expertise ou de l'estimer comme valeur de marché, cf. Arrêt du TF du 28.1.2009 – 5A\_557/2008, consid. 3.2.2.
- 8 Cf. Jonas (2019), *Berufsständische Bewertungspraxis*, in: Fleischer/Hüttmann (édit.), *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*, § 3, N 4; Grossfeld/Egger/Tönnies (2016), *Recht der Unternehmensbewertung*, N 214.
- 9 Cf. EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 13.
- 10 Cf. Jonas (2019), *Berufsständische Bewertungspraxis*, in: Fleischer/Hüttmann (édit.), *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*, § 3, N 2.
- 11 Cf. Moxter (1983), *Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung*, p. 26.
- 12 Cf. DVFA (2012), *Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung*, p. 18.
- 13 Cf. Hütche/Schmid (2023), *Unternehmensbewertung in der Schweiz*, p. 26.
- 14 Concernant les cas de fusion, le Tribunal fédéral considère le choix de la méthode d'évaluation comme une décision négociée de la direction, qui ne peut faire l'objet que d'un contrôle juridictionnel restreint (Arrêt du TF du 21.3.2012 – 4A\_341/2011, consid. 5.1.4). Pour l'évaluation de participations de collaborateur, p. ex., des calculs schématiques ont été également validés, qui, dans le cas concret, ont servi à la transparence et à la prévention de conflits, même s'ils pouvaient paraître douteux économiquement parlant (arrêt LB140042 de la Cour suprême du canton de Zurich du 25.2.2015, consid. III.6).
- 15 Arrêts du TF du 18.9.2013 – 2C\_309/2013, 2C\_310/2013, consid. 2.3.1. Présente aussi dans la jurisprudence allemande, cette tendance y est désignée comme «doctrine de la viabilité», cf. Knoll (2017), *Rechtsgeprägte Unternehmensbewertung – Richtigkeit, Vertretbarkeit und das IDW*, p. 1.
- 16 Arrêt du TF 2C\_692/2014, consid. 2.4.2.
- 17 Arrêt du TF du 3.4.2001 – 4C\_363/2000.
- 18 Arrêt du TF du 10.2.2012 – 5A\_733/2009, consid. 6.2.
- 19 Arrêt du TF du 18.9.2013 – 2C\_309/2013, 2C\_310/2013, consid. 3.6.
- 20 Arrêt du TF du 7.4.2020 – 2C\_1057/2018, consid. 8.4.
- 21 Cf. Arrêt du TF du 24.11.2022 – 5A\_361/2022.
- 22 Arrêt du TF du 10.2.2010 – 5A\_733/2009, consid. 6.2.
- 23 À propos des différences et des similitudes entre valeur réelle et valeur vénale, cf. Hütche/Schmid (2023), *Unternehmensbewertung in der Schweiz*, p. 22s.

- <sup>24</sup> ATF du 26.7.1994 – arrêt 120 II 259 (264).
- <sup>25</sup> ATF du 26.7.1994 – arrêt 120 II 259 (264). Le contraire n'est recevable qu'en cas d'abus manifeste ou d'impossibilité d'assurer la continuité de l'entreprise dans sa situation économique actuelle.
- <sup>26</sup> Helbling (1998), Unternehmensbewertung und Steuern, p. 86.
- <sup>27</sup> Cf. Sieben / Maltry (2019), Der Substanzwert der Unternehmung, in: Peemöller (édit.), Praxishandbuch Unternehmensbewertung, p. 835.
- <sup>28</sup> Cf. Moxter (1983), Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, p. 45 s.
- <sup>29</sup> Cf. EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 4.
- <sup>30</sup> Cf. Schmid/Hüttche (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 14; Hörler (2018), Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, p. 61 ss.
- <sup>31</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2019), Bewertung eines KMU mittels DCF – in fünf Schritten zum Ziel, Treuhand kompakt Juli/August 2019, p. 2.
- <sup>32</sup> Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 107.
- <sup>33</sup> Cf. Schmid/Hüttche/Puyal (2021), Prise en compte de l'immobilier dans l'évaluation d'une PME, TREX 6/2021, p. 351 ss.
- <sup>34</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 26 s.
- <sup>35</sup> Cf. EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 45.
- <sup>36</sup> Cf. Schmid/Hüttche (2023), Berücksichtigung von Unsicherheiten bei der Unternehmensbewertung, in: Mathis/Nobs (édit.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2023, p. 10 ss.
- <sup>37</sup> Cf. Schmid (2019), Bewertung eines KMU mittels DCF-Methode – Schritt für Schritt, in: Mathis/Nobs (édit.), Jahrbuch Treuhand und Revision 2019, p. 42.
- <sup>38</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 121; Hörler (2018), Anwendung von Unternehmensbewertungs- und Investitionsrechnungsmethoden bei Schweizer Unternehmen, p. 74.
- <sup>39</sup> Cf. EXPERTsuisse (2023), Almanach fiduciaire, p. 37.
- <sup>40</sup> Cf. EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 76.
- <sup>41</sup> Cf. EXPERTsuisse (2022), communication professionnelle «Évaluation d'entreprises», Cm 77.
- <sup>42</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 112.
- <sup>43</sup> Cf. Stigler (1963), Capital and Rates of Return in Manufacturing Industries, Princeton University Press, p. 54.
- <sup>44</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 152.
- <sup>45</sup> Cf. Hüttche/Schmid (2023), Unternehmensbewertung in der Schweiz, p. 155.
- <sup>46</sup> Cf. Schmid/Hüttche (2021), Zu- und Abschläge bei der Unternehmensbewertung von KMU – Theorie, Praxis und Empirie, in: Eberle/Oesch/Pfaff (édit.), Jahrbuch Finanz- und Rechnungswesen 2021, p. 244 ss.