



Giorgio Meier-Mazzucato

docteur en droit, spécialiste en finance et comptabilité avec brevet fédéral, expert fiduciaire diplômé, expert fiscal diplômé, expert en révision agréé
juge de district Aarau en matières civiles et pénales
ITERA Aarau, Zurich et Zoug
www.itera.ch/www.iteracf.ch



Giulia Tasini

employée de commerce avec diplôme fédéral et maturité professionnelle, économiste d'entreprise HES
assistante Fiducie et fiscalité
ITERA Aarau, Zurich et Zoug
www.itera.ch/www.iteracf.ch

Évaluation de l'entreprise

Diversité des méthodes lors des évaluations des entreprises: Application de la méthode du praticien lors des évaluations de PME et transmissibilité de la capacité de rendement

Il n'existe pas une procédure d'évaluation correcte unique, mais différentes méthodes peuvent être utilisées pour l'évaluation des PME. Toutes les méthodes d'évaluation présentent certains avantages et inconvénients qu'il convient d'évaluer en fonction du cas concret. Dans la contribution suivante, les auteurs présentent les avantages et les inconvénients des différentes méthodes d'évaluation, mais aussi les raisons pour lesquelles la méthode du praticien peut continuer à jouer un rôle important lors de l'évaluation des PME.

Les évaluations de PME constituent un défi et ne sont ni simples ni «petites ou moyennes». En raison de leurs particularités et des informations stratégiques et opérationnelles parfois difficilement constatables, leurs évaluations sont souvent plus complexes que celles des grandes entreprises pour lesquelles il existe déjà des cours réguliers, que ce soit en bourse ou avant bourse.

Il n'existe pas une procédure d'évaluation correcte unique, mais différentes méthodes peuvent être utilisées pour l'évaluation des

PME en fonction de la situation concrète. Les méthodes de la valeur de rendement, notamment la méthode DCF, la méthode de la valeur de rendement pure et la méthode EVA,¹ qui sont également considérées comme l'état de l'art, correspondent à la théorie de l'investissement. La méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien reste également très répandue. Parallèlement, il existe des méthodes spéciales telles que la durée écourtée de la rente de goodwill ou la capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires, qui couvrent

notamment la transmissibilité de la capacité de rendement.

Toutes les méthodes d'évaluation présentent certains avantages et inconvénients qu'il convient d'évaluer en fonction du cas concret. Il existe donc une plage de valeurs ciblées lors de l'évaluation des PME. Cette contribution présente les avantages et les inconvénients des différentes méthodes d'évaluation, mais aussi les raisons pour lesquelles la méthode du praticien peut continuer à jouer un rôle important lors de l'évaluation des PME.

1. Approche de base des concepts de l'évaluation des PME et des situations d'évaluation

La particularité fondamentale des PME réside dans leur taille et dans le fort lien avec leurs propriétaires en tant que bailleurs de capitaux et dirigeants d'entreprise.² Ces particularités fondamentales se traduisent par d'autres spécificités à prendre en compte lors de l'évaluation de ces entreprises.

→ Particularités fondamentales des PME

Quels facteurs fondamentaux caractérisent une PME?

- Sa taille et
- le fort lien avec ses propriétaires en tant que bailleurs de capitaux et dirigeants d'entreprise.

Les personnes chargées de l'évaluation doivent connaître et tenir compte dans l'évaluation de l'en-

treprise des particularités des PME à la figure 1 qui font de l'évaluation d'une PME un défi.

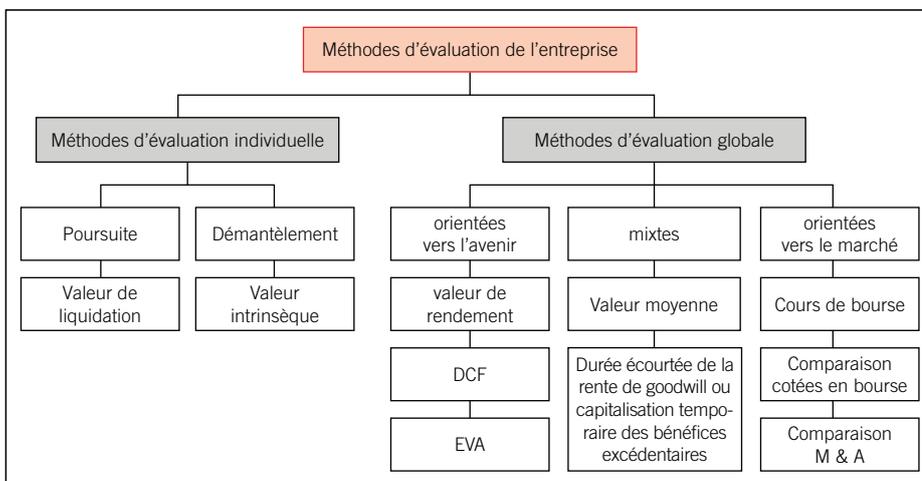
Un besoin d'évaluation sert régulièrement de point de départ au calcul de la valeur des petites et moyennes entreprises. On distingue principalement les situations suivantes:³

- vente ou achat d'une entreprise;
- départ ou exclusion d'associés ou de participations minoritaires d'une entreprise;
- transfert d'une entreprise dans le cadre du régime matrimonial ou du droit successoral;

Figure 1: Spécificités des PME

Les propriétaires sont les baillleurs de capitaux et les dirigeants d'entreprise	<ul style="list-style-type: none"> - Cette association généralement positive est décisive pour le parcours antérieur et donc la valeur de l'entreprise - Le succès de l'entreprise est intimement lié à une personne. - La forte influence des propriétaires et dirigeants de l'entreprise entrave notamment l'engagement et l'arrivée de repreneurs compétents.
Les PME doivent être flexibles	<ul style="list-style-type: none"> - Les PME peuvent réagir rapidement à l'évolution des conditions externes et internes. Les délais d'adaptation courts offrent différents avantages. - C'est précisément cette action rapide qui conditionne leur réussite positive. Lorsqu'elle fait défaut, l'évaluation des revenus futurs est incertaine.
Marchés locaux, politique de niche et dépendances diverses	<ul style="list-style-type: none"> - La taille de la PME et sa focalisation sur des marchés locaux limités sont en interaction; l'évolution des PME est donc limitée. - Le fait que les PME soient souvent obligées de pratiquer une politique de niche pointe dans la même direction. - La levée de fonds, qu'il s'agisse de fonds propres ou de fonds étrangers, est souvent difficile pour les PME.

Figure 2: Systématique des méthodes d'évaluation de l'entreprise



- restructuration juridique d'une entreprise (fusion, scission, transformation);
- participation de collaborateurs dans une entreprise;
- augmentation des fonds propres et des fonds de tiers d'une entreprise;
- valeur déterminante pour l'impôt sur la fortune d'une entreprise en tant que base de calcul de l'impôt sur la fortune;^{4, 5}
- valeur vénale d'une entreprise en tant que base de calcul du droit de timbre d'émission.⁶

Il est évident qu'il n'est pas déterminant pour le calcul de la valeur de l'entreprise de savoir quel en est le motif, si celui-ci est directement de nature onéreuse ou non, que l'entreprise est par exemple l'objet d'une acquisition, d'une donation ou d'une dévolution successorale, mais la valeur ou le prix de l'entreprise a des conséquences financières sur les nombreuses transactions onéreuses ou non onéreuses entre les parties impliquées.

Il en résulte pour la formulation du mandat d'évaluation de la valeur de l'entreprise que le mandant, qu'il s'agisse du cédant ou du repreneur de la PME ou des deux conjointement, et la personne chargée de l'évaluation de l'entreprise définissent ensemble la nature et l'éten-

due du mandat d'évaluation de la valeur de l'entreprise en formulant:

- le motif de l'évaluation, par exemple achat, vente, divorce, succession,
- la mission, autrement dit la fonction de l'évaluation, à savoir valeur d'arbitrage ou consensuelle, valeur de décision ou valeur d'argumentation⁷ et
- le cas échéant, la méthode de l'évaluation de la valeur de l'entreprise,

de manière explicite dans le mandat.^{8, 9}

2. Pluralité des méthodes lors des évaluations d'entreprises

Bien que les sources d'information financière pour l'évaluation de l'entreprise, à savoir les finances et la comptabilité de la PME à évaluer,¹⁰ soient établies en plus des positions de résultat stratégiques de la PME à évaluer, il n'en résulte pas nécessairement une méthode d'évaluation de l'entreprise et une valeur de l'entreprise, mais la doctrine et la pratique répondent aux différentes situations d'évaluation et aux informations stratégiques et opérationnelles souvent difficiles à constater par un grand nombre de méthodes d'évaluation.¹¹

Les principales méthodes d'évaluation de l'entreprise en Suisse seront brièvement présentées ci-après.¹² Dans toutes ces méthodes, la fortune hors exploitation est distinguée de la fortune d'exploitation et ajoutée à la valeur de l'entreprise après une évaluation séparée.^{13, 14} On suppose par ailleurs que les méthodes d'évaluation de l'entreprise présentées se fondent sur la méthode du capital global ou de l'entité, où les valeurs intrinsèques et de rendement de l'entreprise sont déterminées avant la prise en compte des dettes financières et des coûts des fonds étrangers correspondants et où le capital étranger n'est déduit de la valeur brute de l'entreprise ainsi calculée qu'à la fin.¹⁵

L'évaluation d'une entreprise représente en principe l'attribution formelle d'un ordre de grandeur numérique dans un ensemble économique qui correspond à l'utilité de cet ensemble économique à une date d'évaluation.¹⁶ Cet ordre de grandeur ou la valeur de l'entreprise à évaluer est déterminé par l'utilité subjective que son/ses propriétaire(s) actuel(s) et futur(s) peut/peuvent en tirer.¹⁷

La littérature distingue entre la méthode d'évaluation individuelle et la méthode d'évaluation globale dans le cadre de l'évaluation des entreprises (cf. à ce sujet la figure 2).¹⁸

Ces méthodes d'évaluation seront discutées et comparées ci-après, sachant que les méthodes d'évaluation de l'entreprise orientées sur le marché ne sont pas traitées plus en détail dans cette contribution.

2.1 Méthodes d'évaluation individuelle

Les méthodes d'évaluation individuelles se fondent sur une détermination isolée de la valeur des différents actifs et des dettes d'une entreprise.¹⁹ La valeur de l'entreprise est obtenue en déduisant la totalité des dettes de tous les actifs. Les méthodes d'évaluation individuelles incluent la méthode de la valeur intrinsèque en cas de poursuite de l'activité de la PME à évaluer et la méthode de la valeur de liquidation au cas où elle serait démantelée.²⁰

2.1.1 Valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque constitue moins une méthode d'évaluation de l'entreprise qu'un élément de l'évaluation dont les autres méthodes, par exemple les méthodes de la valeur de rendement, tiennent compte dans leurs calculs.²¹

En règle générale, la valeur intrinsèque est calculée en tant que valeur partielle et inclut les actifs corporels et incorporels comptabilisables au bilan en droit commercial, y compris un éventuel goodwill dérivé, les actifs comptabilisables au bilan de manière limitée dans le temps en droit commercial, les dépenses dites activées et les fonds étrangers, évalués selon des critères d'exploitation objectifs et après dissolution des réserves latentes.^{22, 23}

La valeur intrinsèque totale inclut en outre les actifs incorporels non comptabilisables au bilan en droit

commercial, que l'on qualifie de goodwill original.²⁴ Le goodwill original correspond à la différence entre la valeur de rendement ou valeur de l'entreprise et la valeur intrinsèque partielle et désigne la valeur de l'entreprise résultant de sa capacité de rendement qui excède la valeur intrinsèque inscrite au bilan.²⁵ C'est également là que réside le problème qu'une valeur intrinsèque totale ne peut pas déjà être utilisée au niveau du calcul de la valeur intrinsèque et que la valeur intrinsèque en tant que valeur intrinsèque partielle ne constitue qu'un élément de la formule d'évaluation, puisque le calcul du goodwill original ne peut être réalisé que par le biais de la valeur de rendement.

La figure 3 présente la détermination d'une valeur intrinsèque à l'aide de la méthode du capital global ou de la méthode de l'entité.

La répartition de l'actif circulant en actif circulant nécessaire à l'exploitation et non nécessaire à l'exploitation est réalisée à l'aide des indicateurs de liquidité ou du seuil de liquidité, les valeurs théoriques respectant les principes généralement valables (cf. figure 4).

2.1.2 Valeur de liquidation

La valeur de liquidation n'entre en ligne de compte que dans des situations exceptionnelles, p. ex. quand l'entreprise est sur le point d'être dissoute faute de rentabilité suffisante, ou pour les entreprises dans lesquelles la rentabilité est sciemment maintenue à un bas niveau dans le but d'influencer l'évaluation des actions ainsi que dans des cas d'abus en général.^{26, 27}

Pour la valeur de liquidation, les impôts conditionnels différés de la PME doivent être complétés à hauteur du même montant déjà pris en compte, s'ils sont calculés selon l'approche pratique de la moitié du taux d'imposition total, comme dans l'exemple illustré ci-dessus. Les impôts sur les distributions sur les fonds propres ainsi déterminés de la PME en cas de liquidation doivent par ailleurs être pris en compte. Sur la base de l'exemple ci-dessus, on obtient ainsi la valeur de liquidation de la figure 5.

2.2 Méthodes d'évaluation globale

Les méthodes d'évaluation globale se fondent sur la vision d'une entreprise en tant qu'unité d'évaluation et se réfèrent à sa capacité de rendement future.²⁸ Une distinction est faite à cet égard entre les méthodes orientées marché, qui ne seront pas approfondies ici, et les méthodes

Figure 3: Méthode de la valeur intrinsèque à l'aide de la méthode du capital global ou de la méthode de l'entité

	Valeurs d'état					
	Valeurs du bilan	Corrections d'évaluation	Total	Valeurs d'exploitation	Valeurs hors exploitation	Dettes financières, provisions
	CHF	CHF	CHF	CHF	CHF	CHF
Actif						
Liquidités	215 000	000	215 000	140 000	75 000	
Créances provenant de livrais. et de prest. – du croire	401 000	22 000	423 000	170 000	253 000	
Autres créances	110 000	000	110 000	110 000	000	
Réserves de marchandises et matériaux	250 000	125 000	375 000	-110 000	485 000	
Travaux en cours et travaux terminés – Acomptes	370 000	000	370 000	370 000	000	
Compte de régularisation actif	20 000	000	20 000	20 000	000	
Immobilisations financières	000	000	000	000	000	
Participations	000	000	000	000	000	
Machines	35 000	192 000	227 000	227 000	000	
Mobilier	12 000	63 000	75 000	75 000	000	
Informatique	-30 000	70 000	40 000	40 000	000	
Véhicules	79 000	41 000	120 000	120 000	000	
Immobilier	1 093 000	254 000	1 347 000	1 347 000	000	
Immobilisations incorporelles	000	000	000	000	000	
CA, CS non libéré	000	000	000	000	000	
Total de l'actif	2 555 000	767 000	3 322 000	2 509 000	813 000	000
Fonds étrangers						
Dettes résultant de livraisons et de prestations	250 000	000	250 000	250 000	000	000
Dividendes	000	000	000	000	000	000
Dettes à court terme soumises à intérêts	000	000	000	000	000	000
Autres dettes à court terme	50 000	000	50 000	50 000	000	000
Compte de régularisation passif	50 000	000	50 000	50 000	000	000
Dettes à long terme soumises à intérêts	750 000	000	750 000	000	000	750 000
Autres dettes à long terme	000	000	000	000	000	000
Provisions	50 000	-50 000	000	000	000	000
Provision pour impôts différés	000	79 000	79 000	000	000	79 000
Total des fonds étrangers	1 150 000	29 000	1 179 000	350 000	000	829 000
Fonds propres	1 405 000	738 000	2 143 000	2 159 000	813 000	-829 000
Total des fonds propres	1 405 000	738 000	2 143 000	2 159 000	813 000	-829 000
Total du passif	2 555 000	767 000	3 322 000	2 509 000	813 000	000

axées sur le résultat futur. Ces dernières incluent la méthode de la valeur de rendement (méthode VR), la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (méthode DCF) et la méthode de la valeur ajoutée économique (méthode EVA).²⁹ La valeur actuelle des bénéfices futurs escomptés d'une entreprise est déterminée comme valeur de l'entreprise dans la méthode VR.³⁰ La valeur actuelle des flux de fonds disponibles futurs escomptés d'une entreprise est déterminée comme valeur de l'entreprise dans la méthode DCF.³¹ La valeur actuelle de tous les

gains excédentaires majorés du capital investi à la date de l'évaluation est déterminée dans la méthode EVA.³²

Les méthodes d'évaluation d'entreprise axées sur le résultat futur requièrent l'utilisation de taux de capitalisation. La méthode de détermination du taux de capitalisation sous la forme du coût moyen pondéré du capital (Weighted Average Cost of Capital, WACC/CMPC) s'est établie dans la pratique. Le CMPC représente le coût moyen du capital pour le capital global évalué aux valeurs vénales de l'entreprise à évaluer et se compose

Figure 4: Actif circulant nécessaire à l'exploitation et non nécessaire à l'exploitation à l'aide du seuil de liquidité

Seuil de liquidité	Débit	Crédit	Δ
	%	%	%
Cash ratio	40,00%	61,43%	21,43%
Quick ratio	120,00%	213,71%	93,71%
Current ratio	200,00%	432,29%	232,29%

Figure 5: Impôts différés et impôts sur les distributions concernant la valeur de liquidation

Positions	CHF	%	CHF
Fonds propres en cas de continuité			2 143 000
Augmentation de la provision pour impôts différés			-79 000
Fonds propres lors de la liquidation			2 064 000
Impôt sur le revenu	2 014 000	20,00%	-403 000
Fonds propres lors de la liquidation			1 661 000

Figure 6: Méthode de la valeur de rendement pure détaillée

Positions	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282000	288000	293000	299000	304000
CMPC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Residual Growth Rate					0,00%
Residual Value					3841000
Total VALEUR DE RENDEMENT PV (Present Value)	262000	247000	233000	220000	2831000
VALEURS DE RENDEMENT ANNUELLES PV					962000
Residual VALEUR DE RENDEMENT PV					2831000
Valeur brute de l'entreprise					3793000
moins les dettes financières et les provisions				100%	-829000
Valeur nette de l'entreprise					2964000
plus les valeurs hors exploitation					650000
moins les dettes financières et les provisions				0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020					3615000

des coûts des capitaux propres au prorata et des capitaux empruntés porteurs d'intérêts.³³ La doctrine se concentre aujourd'hui sur les méthodes de la valeur de rendement et même la pratique s'en sert de plus en plus souvent aujourd'hui, notamment pour l'évaluation des PME.³⁴ La méthode de la valeur de rendement pure, la méthode du cash-flow actualisé et la méthode de la valeur ajoutée économique seront examinées de plus près ci-après.

2.2.1 Méthode de la valeur de rendement pure

La méthode de la valeur de rendement pure se base sur les bénéfices futurs prévus de l'entreprise. La valeur de l'entreprise se définit comme la somme des différences annuelles escomptées au jour de l'estimation entre les deux flux des produits futurs et des charges futures, qui sont égales au bénéfice futur.³⁵

Dans la méthode de la valeur de rendement pure, la valeur intrinsèque n'est pas ignorée, mais le capital d'exploitation net représente un élément du produit d'exploitation net ou du bénéfice et seul le capital hors exploitation doit être évalué séparément et ajouté à la valeur de rendement.³⁶ En ce sens, le capital d'exploitation net peut également être qualifié de réservoir des produits et charges d'exploitation ou bénéfices futurs. Tous les postes actifs du bilan peuvent comporter du capital hors exploitation, p.ex. typiquement les positions sur-dotées des liquidités ou des réserves.³⁷

La figure 6 présente la méthode de la valeur de rendement pure détaillée, où les résultats sont planifiés en détail sur un certain nombre d'années (dans le cas présent les années 2021 à 2024) et escomptés au jour de l'estimation (période de planification dite détaillée) et où le résultat de l'année suivante est ensuite capitalisé comme valeur résiduelle.³⁸

2.2.2 Méthode du cash-flow actualisé

La méthode du cash-flow actualisé est l'une des méthodes de la valeur de rendement,³⁹ où la

valeur de l'entreprise est déterminée comme valeur actuelle des free cash-flows futurs. Elle ne table pas sur des produits et charges ou bénéfices toujours constants, mais sur des recettes et des dépenses ou free cash-flows déterminés de façon différenciée pour un certain nombre d'années et son concept s'approche de la valeur de l'entreprise théoriquement correcte.⁴⁰

Les free cash-flows sont déterminés chaque année de manière différenciée sur une période de planification limitée de quelques années et escomptés au jour de l'estimation.^{41, 42} En lieu et place des free cash-flows qui se situent dans le futur et qui ne peuvent plus être pronostiqués de façon explicite, on détermine une valeur résiduelle, également qualifiée de valeur de continuation ou de valeur finale, un free cash-flow «constant» réalisable durablement étant capitalisé à une date postérieure à la planification détaillée puis escompté au jour de l'estimation, sur la base d'hypothèses simplifiées.⁴³

Figure 8: Méthode du cash-flow actualisé

Positions			2023	2024	2025
			CHF/%	CHF/%	CHF/%
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282000	288000	293000	299000	304000
plus les amortissements	248000	244000	249000	268000	280000
plus/moins la variation des provisions	-000	000	000	000	000
Modification de l'actif circulant net	-5000	17000	9000	-6000	-14000
Cash-flow provenant de l'activité d'exploitation	526000	549000	552000	561000	571000
Variation de l'actif immobilisé	-266000	-279000	-287000	-266000	-281000
Free cash-flow	260000	270000	265000	295000	290000
CMPC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Residual Growth Rate					0,00%
Residual Value					3659000
Total DCF PV (Present Value)	241000	232000	211000	217000	2697000
DCF PV					901000
Residual DCF PV					2697000
Valeur brute de l'entreprise					3598000
moins les dettes financières et les provisions				100%	-829000
Valeur nette de l'entreprise					2769000
plus les valeurs hors exploitation					650000
moins les dettes financières et les provisions				0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020					3420000

Le free cash-flow se définit comme excédent de recettes annuel de l'entreprise en tenant compte des dépenses pour les investissements et des recettes résultant des désinvestissements (cf. figure 7).⁴⁴

Figure 7: Détermination du free cash-flow

Positions	Exemple
	CHF
NOPAT	282000
+ Amortissements	248000
+/- Modification des provisions éventuelles	0
Cash-flow Actif circulant net	530000
+/- Variation de l'actif circulant net (augmentation dans le cas présent)	-5000
+/- Variation de l'actif immobilisé (augmentation dans le cas présent)	-266000
Free cash-flow	259000

Ici aussi, la méthode du cash-flow actualisé est présentée à l'aide d'un exemple pour une meilleure compréhension (cf. figure 8).

2.2.3 Méthode de la valeur ajoutée économique

La méthode de la valeur ajoutée économique est avant tout un moyen de conduite de l'entreprise axée sur la valeur, où la valeur ajoutée économique est mesurée, c.-à-d. la valeur ajoutée du bénéfice d'exploitation par rapport aux coûts moyens du capital de l'entreprise.⁴⁵ La valeur ajoutée économique est le bénéfice excédentaire que l'entreprise génère, lorsque le bénéfice d'exploitation excède les coûts moyens du capital de l'entreprise.⁴⁶ Le résultat est la valeur ajoutée économique d'une année. Ce bénéfice excédentaire est une valeur ajoutée créée et correspond au goodwill de l'entreprise.⁴⁷

La méthode EVA peut également être utilisée pour l'évaluation de l'entreprise.⁴⁸ Par rapport à

la méthode de la valeur de rendement pure, elle a l'avantage d'offrir une dimension supplémentaire d'informations, à savoir la relation entre le futur bénéfice d'exploitation et le capital de l'entreprise ou le capital investi et la performance supplémentaire de l'ensemble du bénéfice d'exploitation par rapport au bénéfice ou aux coûts du capital de l'entreprise.⁴⁹

La valeur de l'entreprise est calculée à partir du capital de l'entreprise ou de l'Invested Capital plus la valeur actuelle (Present Value) de tous les Economic Value Added futurs moins les dettes financières et les provisions.⁵⁰ Comme dans la méthode du cash-flow actualisé, l'ensemble de l'Economic Value Added est déterminé en calculant chaque année des Economic Value Added différenciés pour les premières années et en enregistrant les années supplémentaires avec une valeur résiduelle fondée sur un Economic Value Added constant durablement réalisable.⁵¹

La figure 9 illustre la méthode de la valeur ajoutée économique à l'aide d'un exemple.

2.2.4 Prémisse des résultats identiques concernant la valeur d'entreprise avec des méthodes de la valeur de rendement différentes

Les valeurs de l'entreprise en cas d'application simultanée des différentes méthodes de la valeur de rendement avec les mêmes données de base doivent en principe déboucher sur des résultats identiques.⁵² En cas d'écarts importants entre les valeurs de l'entreprise, les formules d'évaluation de l'entreprise sont incorrectes et/ou les données sous-jacentes sont incohérentes.

Les méthodes de la valeur de rendement utilisées sont généralement la méthode de la valeur de rendement pure (méthode VR), la méthode du cash-flow actualisé (méthode DCF) et la méthode de la valeur ajoutée économique (méthode EVA).⁵³ Il est déterminant, et sur ce point, ces méthodes sont identiques, qu'elles se fondent systématiquement sur le rendement de l'entreprise à évaluer. La prise en compte du rendement de l'entreprise à évaluer est en revanche différente. Dans la méthode de la valeur de rendement pure, il s'agit en effet du bénéfice net, dans la méthode DCF du free cash-flow et dans la méthode EVA du produit ou bénéfice supplémentaire obtenu au-delà du rendement normal du capital.

Si la méthode DCF est correctement appliquée en couvrant notamment un cycle d'investissement complet, il est évident que la somme de tous les cash-flows moins les investissements correspond à la somme des bénéfices nets dans la méthode de la valeur de rendement pure et que cette somme coïncide à son tour avec la somme des valeurs ajoutées économiques majorée du capital investi, pour autant

Figure 9: Méthode de la valeur ajoutée économique

Positions	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
INVESTED CAPITAL					
Début de l'exercice	2 159 000	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000
Fin de l'exercice	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000	2 200 000
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)					
Total NOPAT	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
ROIC-WACC-SPREAD					
ROIC (Return on Invested Capital)	13,06%	13,26%	13,46%	13,66%	13,87%
moins CMPC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Total ROIC-WACC-Spread	5,14%	5,34%	5,53%	5,74%	5,94%
Capital investi moyen					
multiplié par le ROIC-WACC-Spread	111 000	116 000	121 000	125 000	130 000
Residual Value					
Residual Growth Rate					0,00%
avec CMPC 7.92%					1 646 000
Facteurs d'actualisation					
avec CMPC 7.92%	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%
TOTAL EVA PV (PRESENT VALUE)	103 000	99 000	96 000	92 000	1 213 000
EVA PV					391 000
Residual Value PV					1 213 000
Invested Capital PV					2 159 000
Valeur brute de l'entreprise					
moins les dettes financières et les provisions				100%	-829 000
Valeur nette de l'entreprise					
plus les valeurs hors exploitation					650 000
moins les dettes financières et les provisions				0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020					
					3 584 000

que la méthode EVA ait été correctement appliquée, en utilisant le ROIC-WACC-Spread résultant des données de base et le capital investi correspondant. Les trois méthodes de la valeur de rendement doivent donc nécessairement déboucher sur les mêmes résultats.

Eu égard aux nombreuses dépendances, de faibles écarts entre les différents résultats concernant la valeur de l'entreprise sont possibles, même en tenant compte de ces prémisses. Si les écarts dépassaient toutefois 5% (l'écart-type en pourcentage est logiquement utilisé comme critère de dispersion), les résultats devraient être contrôlés. Les différences trop importantes pourraient résulter d'une application erronée des formules d'évaluation de l'entreprise ou de données utilisées de façon incohérente.

Les trois méthodes de la valeur de rendement précitées présentent les résultats de la valeur de l'entreprise à la figure 10.

Figure 10: Résultats de la valeur de l'entreprise Méthodes de la valeur de rendement

Méthodes de la valeur de rendement	CHF/%
Valeur de rendement nette détaillée	3 615 000
Valeur du cash-flow actualisé	3 420 000
Valeur de la valeur ajoutée économique	3 584 000
Ø des méthodes de la valeur de rendement	3 540 000
Ecart type	2,96%

Un examen supplémentaire des résultats est inutile dans le cas présent, compte tenu de la faible écart-type.

2.3 Méthodes mixtes

Différentes méthodes sont combinées dans la méthode mixte. Certains aspects tels que les exercices à évaluer, la pondération de ces exercices, le nombre de bénéfices futurs et la pondération du rapport entre les différentes méthodes sont pris en compte. Deux de ces méthodes mixtes seront examinées plus en détail ci-après, à savoir la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien et la capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires ou durée écourtée de la rente de goodwill.

2.3.1 Méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien

La méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien (méthode VM) est très souvent utilisée dans la pratique et ce depuis de nombreuses années. La méthode VM se fonde sur les deux éléments «valeur intrinsèque» et «valeur de rendement», dont une moyenne arithmétique simple ou pondérée forme la valeur de l'entreprise.⁵⁴ Cette méthode d'évaluation de l'entreprise constitue donc un compromis entre une prise en compte exclusive de la valeur de rendement ou de la valeur intrinsèque. Or, c'est précisément ce compromis qui génère son plus grand défaut, la justification théorique de son exactitude étant par nature impossible.⁵⁵ La méthode VM constitue une alternative quand on peut supposer dans un cas concret qu'elle débouchera sur des résultats comparables à ceux de méthodes économiquement fondées,

l'expertise devant le justifier et l'attester séparément.⁵⁶

En raison de cette lacune, la méthode VM a suscité des critiques dans la doctrine et celle-ci ne la défend plus guère. Dans la pratique suisse, elle est en revanche encore très fréquemment

utilisée, notamment pour l'évaluation des petites entreprises.⁵⁷ À l'étranger, la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien n'est toutefois pratiquement plus utilisée.⁵⁸

Pour la détermination des valeurs fiscales des participations, les autorités fiscales des cantons

utilisent de manière inchangée la méthode VM pondérée afin d'évaluer les titres non cotés pour l'impôt sur la fortune.⁵⁹

Même le Tribunal fédéral semble attaché à cette perspective, la valeur intrinsèque et la valeur de rendement devant en principe être prises en compte pour la détermination de la valeur réelle d'une entreprise selon sa jurisprudence.⁶⁰

En Suisse, la méthode VM a évolué dans le sens où la valeur de rendement est pondérée plusieurs fois (deux fois en règle générale) et la valeur intrinsèque une fois.

La figure 11 illustre la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien à l'aide d'un exemple.

Comment peut-on justifier l'écart entre la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien et les trois autres méthodes? La différence vient du fait, d'une part, que la PME évaluée génère un revenu plus élevé par rapport au capital engagé et que la valeur de rendement est donc supérieure à la valeur intrinsèque et, d'autre part, que la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien dilue le goodwill dans un rapport de 1:2 en raison de sa combinaison de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement. Dans ce rapport supposé de 1:2, le goodwill n'est donc pris en compte dans la valeur de l'entreprise qu'aux deux tiers. Si l'on se basait sur une moyenne arithmétique simple de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement, le goodwill ne serait pris en compte dans la valeur de l'entreprise qu'à 50% (cf. à ce sujet la figure 12).

Figure 11: Méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien avec 2 x la valeur de rendement et 1 x la valeur intrinsèque

Positions	Pondération%	CHF
Valeur intrinsèque brute de l'entreprise	1	2 159 000
Valeur de rendement de l'entreprise pondéré avec le coefficient	2	7 402 000
Total intermédiaire		9 561 000
Valeur brute de l'entreprise	: 3	3 187 000
La valeur de l'entreprise brute est calculée à partir de la moyenne arithmétique pondérée de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement		
moins les dettes financières et les provisions	100%	-829 000
Valeur nette de l'entreprise		2 358 000
plus les valeurs hors exploitation		650 000
moins les dettes financières et les provisions	0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020		3 008 000

Figure 12: Méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien avec 1 x la valeur de rendement et 1 x la valeur intrinsèque

	Pondération%	CHF
Valeur intrinsèque brute de l'entreprise	1	2 159 000
Valeur de rendement de l'entreprise pondéré avec le coefficient	1	3 701 000
Total intermédiaire		5 860 000
Valeur brute de l'entreprise	: 2	2 930 000
moins les dettes financières et les provisions	100%	-829 000
Valeur nette de l'entreprise		2 101 000
plus les valeurs hors exploitation		650 000
moins les dettes financières et les provisions	0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020		2 751 000

Figure 13: Capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires ou durée écourtée de la rente de goodwill*

Positions	Bases		Total
	CHF%/année/coefficient		CHF
Facteurs déterminants			
Valeur intrinsèque nette avant dettes financières et amortissements		2 159 000	
Résultat futur avant intérêts sur les capitaux empruntés, après impôts		293 000	
Dettes financières avec intérêts		750 000	
Coût moyen des fonds étrangers		4,00%	
CMPC		7,92%	
Durée de la rente de goodwill en années		3 ans	
Formule d'évaluation de l'entreprise		2 159 000	
Valeur intrinsèque + valeur actuelle de 5 bénéfices excédentaires			
Bénéfice excédentaire			
Résultat futur avant intérêts sur les capitaux empruntés, après impôts			293 000
Rémunération normale du capital	2 159 000	7,92%	-171 000
Bénéfice excédentaire			122 000
Valeur intrinsèque			2 159 000
Valeur actuelle de 5 bénéfices excédentaires	122 000	2,5806	315 000
Valeur brute de l'entreprise au 31 décembre 2020			2 474 000
moins les dettes financières et les provisions		100%	-829 000
Valeur nette de l'entreprise au 31 décembre 2020			1 645 000
plus les valeurs hors exploitation			650 000
moins les dettes financières et les provisions		0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020			2 296 000

* Cf. concernant le modèle d'évaluation les explications de Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9^e éd., 1998, p. 122 ss Erörterung der Funktionen et avec de nombreux renvois.

2.3.2 Durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires

À l'instar de la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien, cette méthode d'évaluation de l'entreprise se base sur une valeur intrinsèque. La valeur actuelle d'un nombre fini de bénéfices excédentaires est ajoutée à la valeur intrinsèque. Il est ainsi tenu compte de la capacité de rendement qui existe au-delà de la valeur intrinsèque.⁶¹

Le bénéfice excédentaire ou rente de goodwill se définit comme le bénéfice annuel futur attendu après prise en compte d'une prime de risque et déduction d'une rémunération normale sur la valeur intrinsèque nette.

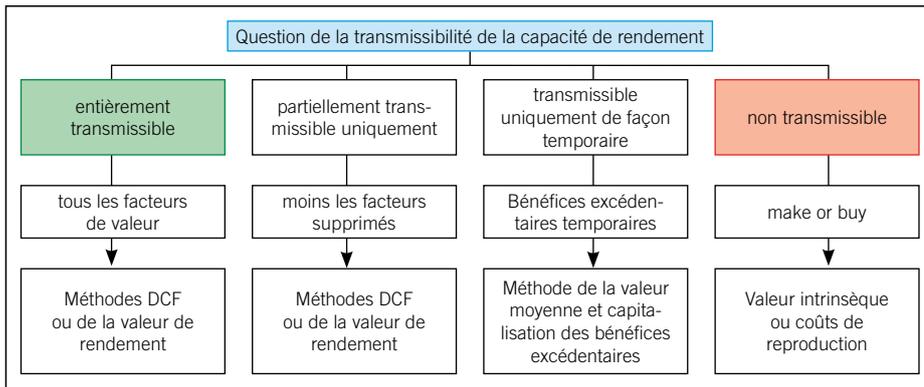
Lorsque cette méthode est calculée avec les intérêts et les intérêts composés, les bénéfices excédentaires ou rentes de goodwill d'un certain nombre d'années ne sont pris en compte dans la valeur de l'entreprise qu'avec leur valeur actuelle. Cette variante est privilégiée dans le cas présent.

La figure 13 illustre la capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires ou durée écourtée de la rente de goodwill à l'aide d'un exemple.

Figure 14: Capacité de rendement dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise

Positions	Méthode de mise en équivalence	Méthode par entité
	CHF/%	CHF/%
Valeur intrinsèque nette après dettes financières et amortissements	1 330 000	2 159 000
Dettes financières avec intérêts	750 000	750 000
Coût moyen des fonds étrangers C _{FE}	4,00%	4,00%
Coût moyen des fonds propres ou du capital global C _{FP} ou CMPC	9,29%	7,92%
Résultat futur après intérêts sur les capitaux empruntés, après impôts	263 000	293 000
Rémunération normale du capital	-124 000	-171 000
Capacité de rendement ou bénéfice excédentaire annuel	139 000	122 000

Figure 15: Capacité de rendement dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise et modèles d'évaluation de l'entreprise applicables*



* Cf. à ce sujet également Hüttche Tobias / Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», p. 86.

3. Transmissibilité de la capacité de rendement

Avec la transmissibilité de la capacité de rendement, nous abordons un thème central de l'évaluation des PME.

Sur le plan terminologique, il faut entendre par capacité de rendement dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise le bénéfice après intérêts (méthode de mise en équivalence) ou le bénéfice avant intérêts (méthode par entité) après rémunération normale du capital d'exploitation net au coût moyen des fonds propres C_{FP} (méthode de mise en équivalence) ou du capital d'exploitation brut (méthode par entité) au coût moyen du capital global (CMPC).⁶² L'exemple à la figure 14 en donne également l'illustration.

Dans l'exemple présent, la capacité de rendement annuelle ou le bénéfice excédentaire annuel a été déterminé au moyen de la rémunération normale du capital d'exploitation. On peut à présent se demander si et, le cas échéant, dans quelle mesure et pendant combien de temps cette capacité de rendement ou ce bénéfice excédentaire peut être transmis du cédant au repreneur dans le cadre d'une transaction.

3.1 Réflexion fondamentale

La question de la transmissibilité de la capacité de rendement ou du bénéfice excédentaire

dans l'évaluation de l'entreprise revêt une importance particulière pour les PME. La Communication professionnelle «Évaluation des petites et moyennes entreprises (PME)» et le commentaire correspondant attirent explicitement l'attention sur cet aspect.⁶³

Dans un premier temps, il faut constater si la question de la transmissibilité de la capacité de rendement lors de l'évaluation de l'entreprise doit tout simplement être prise en compte en fonction du but de l'évaluation et de la conception de valeur respective. Dans la mesure où il s'agit du calcul des valeurs vénales, on suppose en tous cas toujours une vente et donc aussi une disparition du propriétaire antérieur, celle-ci pouvant être abrupte et complète, mais aussi progressive et seulement partielle, ce qui ouvre la totalité du champ d'investigation.⁶⁴ Parallèlement, il existe des situations en matière d'évaluation où cette question n'a pas besoin d'être davantage thématifiée, par exemple en cas de fusion d'entreprises, qu'il s'agisse de fusions proprement dites ou improprement dites, telles que la quasi fusion, qui visent à générer de vraies synergies et, partant, un accroissement de la capacité de rendement.⁶⁵

La question centrale concernant la transmissibilité de la capacité de rendement ou du bénéfice excédentaire est de savoir si et, le cas échéant, dans quelle mesure la capacité de rendement de l'entreprise est liée à son/ses propriétaire(s) et

n'est donc transmissible au repreneur que de façon conditionnelle. Les aspects suivants de l'entreprise doivent notamment être analysés de plus près à cet égard:

1. Influences spécifiques au propriétaire sur la capacité de rendement opérationnelle d'une PME
2. Structure du capital et financement d'une PME spécifiques au propriétaire
3. Rémunérations de la direction spécifiques au propriétaire
4. Délimitation par rapport à la fortune personnelle dans le cas des entreprises de personnes

Alors que les aspects «structure du capital et financement», «rémunération de la direction» et «fortune personnelle éventuelle» peuvent être évalués de manière essentiellement objective, la question de la transmissibilité de la capacité de rendement pose souvent d'importantes difficultés lors de son analyse, ce sur quoi se concentrent les explications suivantes.

Constatons tout d'abord que tout changement de propriétaire n'a pas une incidence négative sur la transmissibilité de la capacité de rendement. Si la capacité de rendement est en grande partie implémentée dans l'entreprise de manière systémique et en lien avec le savoir, elle reste associée à l'entreprise lors d'un changement de propriétaire. Il en va de même lorsque des personnes-clés, par exemple un responsable opérationnel qui est en grande partie responsable de la capacité de rendement, restent dans l'entreprise. Des effets similaires se manifestent pour les entreprises dépendantes de leur emplacement, par exemple les entreprises dans des endroits très fréquentés et les entreprises logistiques dont la capacité de rendement dépend essentiellement de leur emplacement optimal en termes de trafic.

Si la situation se présente différemment, lorsque les clients et les produits en relation avec ces derniers sont par exemple déterminés par le ou les propriétaire(s) de la PME, cette circonstance doit être dûment prise en compte dans l'évaluation, cette capacité de rendement dans la situation concrète pouvant donc être transmissible

- uniquement de manière restreinte,
- uniquement de façon temporaire ou
- ne pas être transmissible.

La situation est celle de la figure 15.

Si la capacité de rendement ne peut pas être transférée, la valeur intrinsèque ou la valeur de liquidation sert généralement de critère de valeur et alternativement les coûts d'une reproduction de l'entreprise dans le sens de l'alternative Make-or-buy.

Figure 16: Capacité de rendement dans le cadre de l'évaluation de l'entreprise et modèles d'évaluation de l'entreprise applicables*

Transmissibilité de la capacité de rendement	Bases de calcul	Modèle d'évaluation de l'entreprise
entièrement transmissible	tous les facteurs de valeur	Modèles DCF ou de la valeur de rendement avec tous les facteurs de valeur
partiellement transmissible uniquement	Elimination des facteurs de valeur supprimés	Modèles DCF ou de la valeur de rendement avec facteurs de valeur supprimés
transmissible uniquement de façon temporaire	Fonte des bénéfices excédentaires ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires et durée écourtée de la rente de goodwill	Modèles DCF ou de la valeur de rendement avec fonte des bénéfices excédentaires, méthode de la valeur moyenne, méthode EVA, capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires ou durée écourtée de la rente de goodwill
non transmissible	Facteurs de la valeur des stocks	Valeur intrinsèque et valeur de liquidation et valeur de reproduction alternative

* Cf. à ce sujet également Hüttche Tobias/ Meier-Mazzucato Giorgio, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU, Kommerzierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», p. 86.

Figure 17: Méthode de la valeur de rendement pur avec fonte des bénéfices excédentaires

	2021	2022	2023	2024	2025	
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)	282000	288000	293000	299000	304000	
CMPC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	
Invested Capital						
Début de l'exercice	2159000	2166000	2174000	2182000	2191000	
Fin de l'exercice	2166000	2174000	2182000	2191000	2200000	
moins la rémunération de l'Invested Capital	-171000	-172000	-172000	-174000	-174000	
Bénéfice excédentaire*	111000	116000	121000	125000	130000	
Taux de diminution du bénéfice excédentaire	0%	25%	50%	75%	100%	
moins le bénéfice excédentaire supprimé	0	-29000	-61000	-94000	-130000	
Bénéfices excédentaires transmissibles	111000	87000	60000	32000	0	
NOPAT transmissible	282000	259000	232000	206000	174000	
Facteurs d'actualisation	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%	
Valeur actuelle NOPAT transmissible	261000	222000	185000	152000	1619000	
Total valeur brute de l'entreprise						2439000
Coûts implicites du capital avec CMPC						12,02%
moins les dettes financières et les provisions						-829000
Valeur nette de l'entreprise						1610000
moins les valeurs hors entreprise						650000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020						2260000

* Ce bénéfice excédentaire correspond à la valeur ajoutée économique ou au capital investi moyen multiplié par le ROIC-WACC-Spread Cf. à ce sujet la figure 9 Méthode de la valeur ajoutée économique.

Lorsque la capacité de rendement n'est que partiellement transmissible, des éléments des influences personnelles disparaissent avec le départ du propriétaire précédent. Cette circonstance doit être prise en compte dans la planification en adaptant les recettes et les dépenses. Les situations les plus significatives pour les PME d'une capacité de rendement transmissible uniquement de façon temporaire sont des relations clients marquées dans le sens de clients en portefeuille, la capacité pour le propriétaire d'acquérir de nouveaux clients et un savoir-faire spécifique au propriétaire. La contribution de valeur correspondante devrait être analysée et donc réduite ou n'être prise en compte que de manière temporaire. Ce n'est qu'ensuite que la transition dans la phase de valeur résiduelle est possible, sachant qu'il peut être approprié de retenir la valeur de liquidation au lieu d'une valeur de continuation.

3.2 Variantes du calcul et des modèles d'évaluation de l'entreprise

En fonction de la transmissibilité de la capacité de rendement, différentes variantes de calcul sont utilisées en lien avec des modèles d'évaluation de l'entreprise couvrant ces calculs. Cf. à ce sujet déjà la figure 15.

Par la suite, les discussions se concentreront sur la situation de la transmissibilité uniquement temporaire de la capacité de rendement, car les méthodes de calcul sont comparativement claires, comme le montre l'aperçu à la figure 16.

Les différents modèles d'évaluation de l'entreprise ont déjà été présentés dans les sections précédentes. Seule leur aptitude à l'égard de la capacité de rendement transmissible uniquement de façon temporaire sera encore examinée ci-après.

3.3 Dans les méthodes DCF ou de la valeur de rendement avec fonte des bénéfices excédentaires

Une capacité de rendement transmissible uniquement de façon temporaire peut être enregistrée au moyen de la fonte des bénéfices excédentaires. Dans ce modèle, l'influence faiblissante de la capacité de rendement liée au propriétaire est enregistrée par le biais d'une réduction des bénéfices excédentaires au fil du temps.

Rappelons que toute la capacité de rendement de l'entreprise durant cette phase ne doit pas nécessairement s'estomper, le repreneur étant lui-même en mesure de poursuivre et de préserver la capacité de rendement de l'entreprise grâce à son engagement et à ses capacités. Cela s'explique cependant par son engagement et par ses capacités. Or, le principe qui s'applique ici est que personne ne s'achète soi-même.

Les méthodes DCF et de la valeur de rendement conviennent comme modèles d'évaluation de l'entreprise avec une phase de valeur résiduelle détaillée et finale. L'exemple suivant se fonde sur la méthode de la valeur de rendement pure telle que présentée ci-dessus au chapitre 2.2.1 Méthode de la valeur de rendement pure et à la figure 6 Méthode de la valeur de rendement pure détaillée (cf. figure 17).⁶⁶

Dans cette variante, la valeur de l'entreprise avec la fonte supposée des bénéfices excédentaires est inférieure de 1 355 000 francs ou 37,48% que lors du calcul avec tous les facteurs de valeur, tel qu'il est présenté à la figure 6.

Rappelons que le même calcul peut également être réalisé avec la méthode DCF avec des free cash-flows.

3.4 Dans la méthode de la valeur ajoutée économique

La méthode de la valeur ajoutée économique utilise également les bénéfices excédentaires. Ceux-ci résultent du ROIC-WACC-Spread et de sa multiplication par le capital investi moyen des différentes années et sont qualifiés de valeur ajoutée économique.

Si la transmissibilité de la capacité de rendement est temporairement limitée à trois ans avec l'aide de la méthode de la valeur ajoutée économique, elle serait temporairement limitée aux années 2021 à 2023 sur la base des données dans l'exemple de la figure 9 (cf. figure 18).

Dans le cas présent de la limitation temporaire de la transmissibilité de la capacité de rendement à trois ans, on obtient une réduction de la valeur de l'entreprise de 1 306 000 francs ou 36,44%, par rapport au calcul avec tous les facteurs de valeur. En comparaison avec la méthode de la valeur de rendement pure détaillée avec fonte des bénéfices excédentaires, le résultat est presque identique. Dans le cas présent, cela peut être lié aux bases

supposées, raison pour laquelle il est judicieux de calculer plusieurs voire toutes les variantes lorsque la capacité de rendement n'est transmissible que de façon temporaire.

3.5 Dans la durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires

La durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires est également une méthode basée sur le bénéfice excédentaire. Cf. à ce sujet déjà les explications et présentations au chapitre 2.3.2 ci-dessus et à la figure 13.

La durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires, calculée également avec une limitation temporaire de la transmissibilité de la capacité de rendement à trois ans, donne une valeur de l'entreprise de 2 296 000 francs, qui concorde pratiquement avec les deux méthodes ci-dessus. L'écart par rapport à la méthode de la valeur ajoutée économique s'explique par le fait qu'elle calcule avec les bénéfices excédentaires des trois premières années planifiés en détail et dans le cas de la durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires avec le NOPAT moyen de toute la phase de planification.

L'avantage de la durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires réside dans une extension simple de la durée de la rente de goodwill sur la phase de planification détaillée par rapport à la méthode de la valeur ajoutée économique. Ainsi, le NOPAT moyen peut se fonder sur une durée de la rente de goodwill indéfinie, qui en cas de longueur correspondante se traduirait par une capitalisation du bénéfice excédentaire et donc sur une valeur totale, comme dans la méthode DCF ou la méthode de la valeur de rendement pure avec tous les facteurs de valeur.

3.6 Dans la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien

Ainsi que cela a déjà été expliqué en détail au chapitre 2.3.1 ci-dessus et dans les figures 11 et 12, la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien débouche sur un calcul du goodwill proportionné à l'inclusion de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement dans les calculs.

Le calcul induit du goodwill est en définitive une durée écourtée de la rente de goodwill systématique, mais non quantifiable. Comme le montrent les exemples des figures 11 et 12, la valeur de l'entreprise se réduit à 3 008 000 ou 2 751 000 francs, ce qui est cependant relativement élevé par rapport aux trois autres méthodes présentées ci-dessus dans l'exemple présent et permet de conclure que la méthode de la valeur moyenne ou

Figure 18: Méthode de la valeur ajoutée économique temporaire

	2021	2022	2023	2024	2025
	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%	CHF/%
Invested Capital					
Début de l'exercice	2 159 000	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000
Fin de l'exercice	2 166 000	2 174 000	2 182 000	2 191 000	2 200 000
NOPAT (Net Operating Profit after Tax)					
Total NOPAT	282 000	288 000	293 000	299 000	304 000
ROIC-WACC-Spread					
ROIC (Return on Invested Capital)	13,06%	13,26%	13,46%	13,66%	13,87%
moins WACC	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%	7,92%
Total ROIC-WACC-Spread	5,14%	5,34%	5,53%	5,74%	5,94%
Capital investi moyen					
multiplié par le ROIC-WACC-Spread	111 000	116 000	121 000	0	0
Residual Value					
Residual Growth Rate					0,00%
avec CMPC 7,92%					0
Facteurs d'actualisation					
avec CMPC 7,92%	92,66%	85,85%	79,55%	73,71%	73,71%
Total EVA PV (PRESENT VALUE)	103 000	99 000	96 000	0	0
EVA PV					298 000
Invested Capital PV					2 159 000
Valeur brute de l'entreprise					2 457 000
moins les dettes financières et les provisions				100%	-829 000
Valeur nette de l'entreprise					1 628 000
plus les valeurs hors exploitation					650 000
moins les dettes financières et les provisions				0%	000
Valeur de l'entreprise au 31 décembre 2020					2 278 000

méthode du praticien calcule avec une durée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires relativement élevés. Ces deux résultats dépendent du seul facteur décisif de la pondération de la valeur intrinsèque et de la valeur de rendement.

Si on l'exprime dans une fonction verbalisée, on obtient le résultat suivant dans la mesure d'une valeur de rendement accrue par rapport à la valeur intrinsèque de sorte qu'il en résulte un goodwill:

- Plus la pondération de la valeur de rendement est élevée par rapport à la valeur intrinsèque, plus la durée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires est longue.
- Plus la pondération de la valeur de rendement est faible par rapport à la valeur intrinsèque, plus la durée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires est courte.

Cela apparaît clairement dans le cas présent grâce aux deux exemples des figures 11 et 12:

- Avec la méthode de la durée écourtée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires, la valeur de l'entreprise selon la figure 11 de 3 008 000 francs débouche sur une durée de la rente de goodwill ou capitalisation temporaire des bénéfices excédentaires de 14 ans et avec une valeur de l'entreprise comme à la figure 12 de 2 751 000 francs tout de même encore de 9 ans environ.
- Si la valeur de rendement était inférieure, la durée de la rente de goodwill ou capitalisation

temporaire des bénéfices excédentaires ne serait certes pas écourtée, mais le goodwill perdrait de son importance en chiffres absolus.

4. Conclusion

Les valeurs de l'entreprise sont situationnelles et sont donc corrélées au motif d'évaluation sous-jacent dans la situation respective, généralement une situation normative qui détermine s'il faut établir une valeur vénale, une valeur réelle, une valeur pour cause de divorce, une valeur de partage successoral, une valeur fiscale, etc.

La détermination de la mission d'évaluation se traduit également par celles de la méthode d'évaluation et de la conception de l'évaluation, qui doivent tenir compte d'une transmissibilité seulement limitée de la capacité de rendement selon le cas de figure.

Si c'est le cas et si la capacité de rendement n'est transmissible que de façon temporaire, la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien peut produire des résultats de qualité et parfaitement exacts, même s'ils ne sont que systématiques, a fortiori si la situation est simple. Dans le cas de valeurs de l'entreprise importantes et notamment avec des valeurs de rendement élevées en comparaison avec les valeurs intrinsèques, les autres méthodes présentées se traduisent par une transparence et compréhensibilité accrues des calculs plus détaillés et, à condition que les analyses sous-jacentes soient exactes, par une précision accrue. ■

- 1 DCF acronyme de Discounted Cashflow, EVA d'Economic Value Added.
- 2 Afin de ne pas compliquer la lecture, la forme masculine inclut tous les sexes.
- 3 Helbling Carl, Unternehmensbewertung und Steuern, 9^e éd., Düsseldorf 1998 (cit. Helbling, Unternehmensbewertung), p. 31 s.; Schön Etienne, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, thèse Zurich 2000, p. 20 s.; Viel Jakob/Bredt Otto/Renard Maurice, Die Bewertung von Unternehmen und Unternehmensanteilen, 5^e éd., Zurich 1975 (cit. Viel/Bredt/Renard), p. 19 s.
- 4 Voir en ce qui concerne l'ensemble des impôts cantonaux sur la fortune l'art. 13 al. 1 LHID, selon lequel l'impôt sur la fortune a pour objet l'ensemble de la fortune nette, donc aussi la fortune de l'entreprise ou les participations dans des entreprises, la fortune étant en principe évaluée à la valeur vénale.
- 5 Cf. dans ce contexte la circulaire 28 de la Conférence suisse des impôts du 28 août 2008, situation au 27 octobre 2020, Instructions concernant l'estimation des titres non cotés en vue de l'impôt sur la fortune (cit. Circulaire 28).
- 6 Selon l'art. 8 al. 3 LHID, les choses et les droits doivent être évalués à leur valeur vénale à la date de leur apport.
- 7 Communication professionnelle «Évaluation des petites et moyennes entreprises (PME)», EXPERTSuisse 2018 (cit. Communication professionnelle), ch. 10.
- 8 Honsell Heinrich, Schweizerisches Obligationenrecht, Besonderer Teil, 8^e éd., Berne 2006, p. 303ss; BSK OR I-Weber, Art. 396 N 2 s., in: Basler Kommentar zum Schweizerischen Privatrecht, Obligationenrecht I, Art. 1–529 OR, 3^e éd., Bâle 2003; Kren Kostkiewicz Jolanta/Wolf Stephan/Amstutz Marc/Fankhauser Roland, Handkommentar zum Schweizerischen Obligationenrecht, Zurich 2016, Art. 396 N 1.
- 9 Cf. à propos de la valeur d'entreprise fonctionnelle Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge von KMU mit Schwerpunkt steuerliche Aspekte, Berne 2009 (cit. Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge), chapitre 8.3., p. 72 ss.
- 10 Cf. à ce sujet Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.6., p. 96ss.
- 11 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 72ss.
- 12 Cf. à propos des méthodes d'évaluation pratiquées à l'étranger les résultats d'enquête dans Helbling, Unternehmensbewertung, p. 195ss.
- 13 TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001, différents passages; Flückiger Andreas, Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung, Was ist der «wirkliche» Aktienwert nach Art. 685b OR, in: L'expert-comptable suisse 2003, p. 265; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 232ss; Volkart Rudolf, Unternehmensbewertung und Akquisitionen, 2^e éd., Zurich 2002 (cit. Volkart, Unternehmensbewertung), p. 80ss.
- 14 Il n'y a pas de réponse générale à la question de savoir si la fortune hors exploitation à évaluer séparément doit être évaluée à la valeur de continuation ou de liquidation et cela dépend de sa fonction dans l'entreprise. L'actif immobilisé détachable hors exploitation a tendance à être évaluée à la valeur de liquidation et les positions excessives de l'actif circulant non nécessaires à l'exploitation ou les réserves à la valeur de continuation. Cf. en détail à ce sujet Helbling, Unternehmensbewertung, p. 235ss.
- 15 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 76ss et 246ss; Viel/Bredt/Renard, p. 67ss; Volkart Rudolf, Wertorientierte Steuerpolitik, 2^e éd., Zurich 2006 (cit. Steuerpolitik), p. 11 s. et 38; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 47 et 62. Cf. à ce sujet également Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.7.1., p. 1001ss.
- 16 Lorson Peter, Auswirkungen von Shareholder-Value-Konzepten auf die Bewertung und Besteuerung ganzer Unternehmen, in: Küting Karlheinz, Weber Claus Peter, Rechnungs und Prüfungswesen, 1^{re} éd., Herne/Berlin 2004, p. 39. Cf. également Meier-Mazzucato Giorgio/Montandon Marc A., Aspects de la succession d'entreprise et de l'évaluation d'entreprise – troisième partie, TREX 6/2013 (cit. Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie), p. 358 avec de nombreux renvois.
- 17 Seppelfrick Peter, Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung – Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 1^{re} éd., Stuttgart 2003, p. 1. Cf. également Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, p. 346 avec de nombreux renvois.
- 18 Cet aperçu figure déjà dans les structures de base chez Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, figure 15 et a été enrichi et complété dans cette contribution.
- 19 Rudolf Markus/Witt Peter, Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich, Wiesbaden 2002, p. 55. Cf. également Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, p. 346 avec de nombreux renvois.
- 20 Heumann Rainer, Value Reporting in IFRS-Abschlüssen und Lageberichten, Düsseldorf 2005, p. 27. Cf. également Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, p. 346 avec de nombreux renvois.
- 21 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 85. Cf. également à ce sujet également Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.10.1., p. 129.
- 22 Cf. les explications détaillées concernant la valeur intrinsèque dans Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.7.1., p. 100.
- 23 Boemle Max, Der Jahresabschluss, Bilanz, Erfolgsrechnung, Anhang, 4^e éd., Zurich 2001 (cit. Boemle), p. 125; Helbling Carl, Bilanz- und Erfolgsanalyse, 10^e éd., Berne 1997, p. 89; Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung (HWP), 4 tomes, Zurich 1998, chap. 2.3413, p. 182s.; Swiss GAAP RPC, n° 9 p. 55ss. Le goodwill dérivé doit et peut en principe être porté au bilan, pour autant que sa valeur soit stable.
- 24 Il s'agit par exemple de valeurs de formation et de formation continue, de valeurs de recherche et développement, des valeurs de restructuration, de valeurs d'organisation. Boemle, p. 337; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 241ss, notamment p. 243s.; Swiss GAAP RPC, n° 9 p. 55ss.
- 25 Boemle, p. 335ss, notamment p. 337.
- 26 ATF 120 II 259 consid. 2b et 2c, p. 262ss (Communauté des héritiers X. contre Y. AG); TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001 Consid. 2b (Valeur de l'action); Helbling, Unternehmensbewertung, p. 214ss; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.1., p. 67.
- 27 En ce qui concerne le passage au calcul de la valeur de l'entreprise à la valeur de liquidation, il convient de renvoyer à l'art. 685a al. 3 CO, selon lequel les restrictions de la transmissibilité tombent si la société entre en liquidation. Cf. parmi d'autres Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 3^e éd., Zurich 2004, § 6 N 37.
- 28 Schultze Wolfgang, Methoden der Unternehmensbewertung – Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, 2^e éd., Düsseldorf 2003 (cit. Schultze, Unternehmensbewertung), p. 206. Cf. également Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, p. 346 avec de nombreux renvois.
- 29 Schultze, Unternehmensbewertung, p. 5. Cf. également Meier-Mazzucato/Montandon, Succession d'entreprise, troisième partie, p. 346s. avec de nombreux renvois.
- 30 Volkart Rudolf, Corporate Finance – Grundlagen von Finanzierung und Investition, 2^e éd., Zurich 2006 (cit. Volkart, Corporate Finance), p. 313ss.
- 31 Volkart, Corporate Finance, p. 178ss.
- 32 Volkart, Corporate Finance, p. 319ss.
- 33 Cf. en détail à ce sujet Meier-Mazzucato Giorgio/Tasini Giulia, Coûts du capital et coûts moyens du capital, compte tenu des aspects fiscaux avec le bêta compatible ou fondamental, TREX 2/2019 (cit. Meier-Mazzucato/Tasini, Coûts du capital), p. 96ss; Volkart, Corporate Finance, p. 181.
- 34 Il s'agit notamment de la méthode de la valeur de rendement pure, de la méthode du cash-flow actualisé et de la méthode de la valeur ajoutée économique.
- 35 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 101ss; présenté en détail par Mellerowicz Konrad, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952, auquel renvoie Helbling; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.10.2., p. 131.
- 36 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 101; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 79ss.
- 37 Cf. à propos de la décomposition de la notion de fortune hors exploitation et d'exemples correspondants Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 1.1, p. 5ss.
- 38 Cf. par analogie la méthode du cash-flow actualisé. Dans celle-ci, les cash-flows sont escomptés et capitalisés à la place des bénéfices.
- 39 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 105ss; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 36 et 45ss.
- 40 Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.5., p. 94ss; Boemle Max/Stolz Carsten, Unternehmensfinanzierung, 14^e éd., Zurich 2010 (cit. Boemle/Stolz), p. 686.
- 41 Il s'agit généralement d'une période de trois à huit ans. Boemle/Stolz, p. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 109; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 47, qui se base sur une planification financière détaillée jusqu'à dix ans.
- 42 Selon la recommandation de l'UEC, Vorgehensweise von Wirtschaftsprüfern bei der Bewertung ganzer Unternehmen, décembre 1980, section 4 c, on distingue deux périodes de prévision avec des free cash-flows déterminés de manière différenciée, à savoir pour les trois premières années avec une grande fiabilité et pour les années quatre à huit avec une fiabilité moyenne. Pour la période consécutive, on calcule avec une rente perpétuelle (méthode dite des phases). Boemle/Stolz, p. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 173 et 613ss.
- 43 Boemle/Stolz, p. 687; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 109; Volkart, Steuerpolitik, p. 15s.; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 47 et notamment 66.
- 44 Boemle/Stolz, p. 690; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 109; Volkart, Steuerpolitik, p. 15s.; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 100ss avec un exemple détaillé.
- 45 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 143; Hoke Michaela, Unternehmensbewertung auf Basis EVA: Erfahrungen bei der Implementierung eines EVA-basierten Bewertungsmodells, in: L'expert-comptable suisse 9/2002 (cit. Hoke), p. 765; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 97ss.; Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, chapitre 8.10.5., p. 134s.
- 46 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 143; Hoke, ST 2002, p. 766; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 98.
- 47 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 143.
- 48 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 143; Hoke, ST 2002, p. 765; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 98s.
- 49 Hoke, ST 2002, p. 767s., qui présente en détail les avantages de l'évaluation EVA par rapport à une évaluation DCF.
- 50 La méthode du capital global ou de l'entité sert de nouveau de base. Volkart, Unternehmensbewertung, p. 99.
- 51 Hoke, ST 2002, p. 766ss, qui qualifie la Residual Value de Terminal Value; Volkart, Unternehmensbewertung, p. 99.
- 52 Communication professionnelle, chapitre 3.2. Bewertungsmethoden, N 55; Hüttche Tobias/Meier-Mazzucato Giorgio, Kommentierung der Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), EXPERTSuisse, 2018 (cit. Kommentierung Fachmitteilung), p. 61ss.
- 53 Voir à propos de ces méthodes d'évaluation de l'entreprise Meier-Mazzucato, Entgeltliche Unternehmensnachfolge, p. 128ss et le même, Unternehmensbewertung von KMU, Vision 1 2004 sous http://www.itera.ch/images/files/downloads/vision/vision_2004_1.pdf.
- 54 Par exemple une fois la valeur intrinsèque et une fois la valeur de rendement, etc. Cf. également TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001, consid. 2c (valeur de l'action), où l'experte mandatée par le tribunal d'instance a utilisé une fois la valeur intrinsèque et dix fois la valeur de rendement afin de déterminer la valeur de l'entreprise.
- 55 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 132; Communication professionnelle, chapitre 3.2. Bewertungsmethoden, N 53; Kommentierung Fachmitteilung, p. 61ss.
- 56 Cf. à ce sujet ci-après au chapitre 3.6 Dans la méthode de la valeur moyenne ou méthode du praticien.
- 57 Knüsel Daniel, Die Anwendung der Discounted-Cashflow-Methode zur Unternehmensbewertung, thèse, Winterthur 1994, p. 25s., qui trouve 68% sur la base d'une enquête qu'il a lui-même réalisée auprès des membres de la Chambre fiduciaire qui utilisent la méthode de la valeur moyenne; Helbling, Unternehmensbewertung, p. 196s.
- 58 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 197ss, qui présente une enquête en Allemagne (1993) et deux enquêtes mondiales (1994 et 1996).
- 59 Circulaire 28, N 41, selon laquelle la valeur de l'entreprise résulte de la moyenne entre la valeur de rendement et la valeur intrinsèque et la valeur de rendement est généralement déterminée sur la base des deux derniers comptes annuels clôturés avant le jour déterminant pour l'estimation.
- 60 ATF 120 II 259 Consid. 2b p. 261 (Communauté des héritiers X. contre Y. AG); TF 4C.363/2000 du 3 avril 2001 consid. 2c (Valeur de l'action).
- 61 Helbling, Unternehmensbewertung, p. 122ss; Viel/Bredt/Renard.
- 62 Cf. en détail à propos du CMPC et de ses paramètres Meier-Mazzucato/Tasini, Coûts du capital, p. 100ss.
- 63 Communication professionnelle, chapitre 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft; Kommentierung Fachmitteilung, p. 85ss.
- 64 Communication professionnelle, chapitre 3.3.2.4. Übertragbarkeit der Ertragskraft; Kommentierung Fachmitteilung, p. 86s.
- 65 Ainsi, la loi sur la fusion ne parle d'ailleurs pas de valeurs vénales, mais utilise l'expression de valeur réelle. Cf. à ce sujet par exemple les art. 7, 23 et 56 LFus.
- 66 Cf. également à ce sujet Kommentierung Fachmitteilung, p. 89.