

La transmission des petites entreprises : un guide de la CCEF

PAR LA COMPAGNIE DES CONSEILS ET EXPERTS FINANCIERS

Face au constat que les 20 000 entreprises d'une valeur inférieure à 1 M€ se transmettent difficilement chaque année, la commission « Évaluation et transmission des entreprises » de la CCEF présidée par Jean-François Pansard a élaboré un guide. Il a pour objectif de standardiser le processus de transmission à destination non pas des spécialistes, mais de généralistes qui peuvent être amenés à intervenir sur la cession d'une petite entreprise.

Le guide pratique est l'œuvre d'un groupe de travail dirigé par Denis Baubet. Mis à jour chaque année, il s'articule autour de six phases :

- mémorandum et évaluation ;
- recherche de repreneurs et négociation ;
- audit de rachat ;
- les actes juridiques ;
- le financement ;
- les coûts fiscaux de la transmission.

Nous vous livrons ci-après un résumé de la teneur de ce guide qui est à la disposition des adhérents de la CCEF sur son site <http://www.ccef.net>.

LA DÉMARCHE À ENTREPRENDRE POUR UNE ÉVALUATION

► Constituer un dossier de travail qui peut être structuré en six parties :

- prise de connaissance de l'entreprise ;
- documents à caractère financier ;
- diagnostic général ;
- diagnostic financier ;
- évaluation ;
- rapport.

► Débuter par une prise de connaissance interne ou externe sous forme de diagnostics, fonction par fonction, de la place de l'entreprise sur son marché et de l'évolution prévisible de celui-ci.

Ce diagnostic, trop souvent omis ou insuffisant, peut amener des erreurs dans les évaluations.

► Contrôler les comptes annuels en s'appuyant sur l'attestation de l'expert comptable et les rapports du commissaire aux comptes.

► Évaluer l'entreprise en :

- intégrant le futur ;
- retenant la ou les méthodes appropriées ;
- prenant en compte les valeurs de marché avec des transactions récentes comparables ;
- aboutissant à un intervalle de valeurs et non à une valeur moyenne ;
- ne confondant pas évaluation et prix.

► Émettre un rapport d'évaluation. L'évaluation exprime son opinion sur la valeur de l'entreprise et doit indiquer :

- le contexte ;
- les travaux effectués et leurs limites ;
- les méthodes écartées dûment motivées ;
- la justification des hypothèses retenues ;
- une synthèse des calculs.

L'ÉVALUATION PROPREMENT DITE

L'objectif de la valorisation

La valorisation s'inscrit dans un cadre général quelles que soient la forme juridique et l'activité de l'entreprise. Il conviendra, néanmoins, que l'évaluateur tienne compte des spécificités de l'entreprise à évaluer.

Les recommandations préalables

Arriver à une fourchette de résultats est plus pertinent qu'une moyenne – Nous présentons ci-après un certain nombre de méthodes. L'approche selon laquelle il est procédé à des moyennes (pondérées ou non) de ces méthodes ne nous semble pas pertinente.

À l'inverse, déterminer une fourchette en sélectionnant les méthodes les plus appropriées aux spécificités de l'entité évaluée nous semble plus judicieux, ce qui n'empêche pas du reste de comparer les différents résultats obtenus avec les diverses approches.

Déterminer la ou les méthode(s) les plus pertinentes en fonction du contexte – Le contexte de l'évaluation doit toujours être pris en compte. Il est indispensable de bien comprendre le modèle économique et la stratégie, actuels et futurs, de l'entité.

Afin de sélectionner une méthode adaptée, il est nécessaire d'identifier si l'entité :

- possède des actifs facilement dissociables et négociables ;
- génère des revenus et/ou en générera à l'avenir ;
- doit être évaluée sur un horizon raisonnable ;
- est en phase de croissance ou non, à quel rythme et sur quelle durée, en fonction de la solidité de ses avantages concurrentiels ;
- évolue dans un ou des secteurs ayant fait l'objet de transactions pouvant servir de référence.

LA VALEUR N'EST PAS LE PRIX La valeur d'une entreprise est la somme qu'un homme de l'art serait prêt à verser pour l'acquérir – valeur d'expertise – alors que le prix de vente est la somme effectivement versée, lors de la transaction, par un homme avisé et prudent en fonction de ce qu'il connaît du présent et de ce qu'elle sera dans le futur, sans prétendre faire mieux que les anciens propriétaires.

Les méthodes d'évaluation

Il existe trois grands types de méthodes : par les actifs, par les flux, par les méthodes analogiques.

Identification préalable des éléments d'exploitation et des hors exploitation – En ce qui concerne la valorisation des biens hors exploitation et quelle que soit la méthode d'évaluation utilisée, le professionnel est à la recherche de la valorisation des biens d'exploitation. Il convient donc, dans un premier temps, de s'inquiéter de l'existence de biens hors exploitation et d'en assurer un traitement particulier.

La démarche retenue sera de ventiler les postes des bilans actif et passif ainsi que ceux des comptes de résultat entre exploitation et hors exploitation :

- les biens concourant à l'activité font l'objet du choix des méthodes largement développées dans le guide ;
- les biens hors exploitation sont, en revanche, généralement sujets à l'application de méthodes mathématiques ou vénales.

Une telle distinction permettra d'isoler des calculs sur l'exploitation les éléments hors exploitation qui peuvent avoir une incidence notable.

Notons que la trésorerie excédentaire peut, dans certains cas, être considérée comme « hors exploitation ».

A SAVOIR L'impact de la fiscalité doit être intégré au final dans la valorisation.

Évaluation par les actifs : l'approche patrimoniale (Actif net réévalué) – La méthode consiste à calculer la valeur de l'entité par son actif net comptable (ANC) dont les éléments ont été réévalués à leur valeur vénale.

► S'agissant de l'estimation de la valeur des éléments incorporels à ajouter :

- pour le fonds commercial, la rente abrégée du goodwill est une approche peu recommandée par la CCEF, car empirique et sans fondement rigoureux par rapport à la théorie financière. La valorisation basée sur l'activité pour appréhender la valeur globale du fonds commercial est à privilégier ;
- pour des éléments isolables en tant que tels, on applique des pratiques de marché selon le secteur d'activité :

- pour le droit au bail ;
- pour les actifs immatériels tels que brevets, marques, logiciels.

Valeur patrimoniale = valeur patrimoniale (hors incorporels)
+ valeur estimée des incorporels

► **La fiscalité intervient lors du processus d'évaluation** selon le tableau ci-après.

Il faut distinguer si l'évaluation est réalisée dans un objectif de cession, de fusion ou en dehors de toute idée de transaction. Dans ce dernier cas, aucune fiscalité n'est à retenir.

Prise en compte de la fiscalité	
Poste	Traitement
Plus-value sur actif à céder	Dettes fiscales latentes = $PV \times T \%$
Moins-value sur actif à céder	Créances fiscales latentes = $MV \times T \%$
Plus-value sur actif d'exploitation	Pas de fiscalité
Moins-value sur actif d'exploitation	Créances fiscales latentes = $MV \times T \%$
Déficit fiscal	Créances fiscales latentes = Déficit fiscal $\times T \%$
Actifs fictifs	Créances fiscales latentes = $VNC \times T \%$
T : taux d'imposition de la société. PV : plus-value = valeur réévaluée du bien – VNC du bien. MV : moins-value = valeur réévaluée du bien – VNC du bien.	

L'approche par les flux – Pour les entités possédant des actifs générant des revenus de façon récurrente, deux approches peuvent être utilisées à partir de l'actualisation :

- soit des flux de trésorerie disponibles futurs (méthode des DCF) ;
- soit des résultats courants après impôts (valeur de productivité).

► **Méthode des flux de trésorerie disponibles actualisés ou « Discounted Free Cash Flow » (DCF).** Cette méthode d'évaluation, pertinente puisque basée sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles de l'entité :

- d'une part, respecte la théorie financière selon laquelle un actif n'a de valeur que grâce aux flux qu'il peut générer à l'avenir ;
- et d'autre part, suppose une analyse et compréhension des activités de l'entité, préalablement à l'établissement des prévisions de flux de trésorerie (cash flow) futurs.

► **Valeur de productivité ou de rentabilité.** La valeur des fonds propres est obtenue par la somme des futurs résultats courants après impôt de l'entité, actualisés à aujourd'hui avec un taux k .

Le fondement théorique de cette méthode (application de la théorie financière) est identique à celui de la méthode des DCF (voir ci-avant).

EN PRATIQUE Pour des entités prévoyant de générer des résultats courants futurs assez voisins de ceux dégagés au cours des derniers exercices, le calcul d'une valeur de l'entité se fait par capitalisation de, par exemple, la moyenne pondérée sur 3 ans de son résultat courant net d'impôt à un taux d'actualisation k adapté au contexte (méthode de construction du taux d'actualisation préconisée par la CCEF).

► **Valeur de rendement.** Elle est obtenue en actualisant les dividendes futurs avec un taux k qui tient compte du risque du placement et de l'exigence de l'actionnaire.

Les méthodes analogiques – Dans cette approche, l'entreprise est évaluée à partir d'un échantillon identifié d'affaires comparables, c'est-à-dire dont l'activité, les performances, la taille, le stade de développement, etc. sont les plus proches possibles de ceux de l'entité.

Les valeurs boursière ou d'entreprise (transactions récentes) connues pour ces affaires permettent de calculer des multiples par rapport à un paramètre de type EBE ou EBITDA, MBA, CAF, REX ou EBIT, voire CA (rare).

Ces multiples sont alors appliqués aux données prévisionnelles de l'entité évaluée.

Valeur d'entreprise = multiple
 \times valeur du paramètre **avant** intérêts financiers
(exemple : résultat d'exploitation)

Valeur des fonds propres = multiple
 \times valeur du paramètre **après** intérêts financiers (résultat net)

PRISE EN COMPTE DE LA POLITIQUE IMMOBILIÈRE Pour évaluer par la méthode des multiples une entreprise qui ne possède pas son immobilier d'exploitation, l'évaluateur prendra soin de restreindre son échantillon aux entreprises comparables non seulement en taille et en activité, mais aussi quant à la politique immobilière. À défaut, il devra extourner dans le multiple des sociétés possédant leur immobilier l'impact de cette situation (voir Option Finance 1064, 15 février 2010, pp. 39 à 41, Pascal Quiry et Yann Le Fur, « Comment valoriser une entreprise qui a un immobilier d'exploitation important ? »).

Les méthodes à retenir selon le contexte

Méthodes intrinsèques

Type	Méthode	Contextes typiques	Facilité de mise en œuvre	Principaux paramètres	Points de vigilance
Patrimoniale	Actif net réévalué	Holdings Immobilier Actifs à forte liquidité	Simple	Bilan Valeur à jour des actifs (valeur vénale...) et passifs	Qualité des valeurs de marché utilisées Actifs non comptabilisés Fiscalité et passifs latents Primes et décotes applicables
Par les flux futurs	Valeur de rendement	Société ou branche opérationnelle en régime de croisière	Simple	Flux de référence Taux de capitalisation Croissance long terme	Représentativité du flux de référence Choix du taux et de l'hypothèse de croissance
	DCF (avec WACC, LBO, APV...)	Société ou branche opérationnelle Projet / Start-up	Complexe	Diagnostic stratégique Business plan Taux d'actualisation Croissance long terme des cash flows	Valeur terminale Prime de risque Hypothèses d'endettement, d'investissement...
	Approche par les dividendes (modèle ad hoc, Bates...)	Valeur de rendement à forte visibilité / récurrence Participation minoritaire	Moyenne	Dividendes futurs Taux d'actualisation Croissance long terme des dividendes	Dépend de la politique de distribution
Cours de Bourse		Société cotée	Simple	Cours de Bourse Volumes Répartition du capital Franchissements de seuils	Taux du flottant Effets de rumeur et d'annonce Mouvements stratégiques et opportunistes

Méthodes analogiques

	Contextes typiques	Facilité de mise en œuvre	Principaux paramètres	Points de vigilance
Multiplés boursiers	Secteur bien représenté en Bourse	Simple	Échantillon de comparables Données boursières	Comparabilité Taille de l'échantillon Représentativité des agrégats passés / futurs
Multiplés de transactions	Secteur visible en termes de transactions	Simple	Échantillon de comparables Données de transactions	Accès aux transactions Comparabilité Taille de l'échantillon Qualité et représentativité des données de transactions

LA RECHERCHE PROACTIVE DES ACHETEURS

Nous présentons les étapes de la démarche de recherche des acheteurs sous forme du tableau récapitulatif des différentes tâches ci-après.

Tâche	Supports extérieurs	Commentaires
Données d'entrée		
Dossier de cession Fiche aveugle de présentation Profil du repreneur recherché		
Recherche et sélection des acheteurs potentiels (démarche proactive)		
Si le dossier relève d'une approche sectorielle, l'orienter vers ce secteur. Sinon, poursuivre	Faire une liste des approches sectorielles opérationnelles	
Faire une liste des acheteurs pressentis, d'après les bases de données Envisager aussi des acheteurs internes à l'entreprise	Accès facile aux bases de données de repreneurs (CCI, OSEO, CRA, etc.) Se rapprocher d'universités, écoles... pour encourager les vocations de repreneurs de petites entreprises	Recenser les bases de données de repreneurs, faire un accord avec elles autorisant une démarche proactive Travailler en priorité avec les bases de données repreneurs « professionnelles », assurant une présélection et une réelle qualification des repreneurs
Envoyer la fiche de recherche par e-mail		Demander aux acheteurs intéressés : – leur fiche de recherche – leur CV
Sélectionner sur dossier les acheteurs potentiels		
Envoyer aux acheteurs sélectionnés un engagement de confidentialité et leur expliquer la suite du processus		Préparer un e-mail type
Après réception de l'engagement de confidentialité, envoyer aux acheteurs sélectionnés le dossier de cession et leur demander une lettre d'intérêt chiffrée	Site avec des exemples de lettres d'intérêt	
Sélectionner les deux acheteurs à présenter au cédant		Sur dossier et par téléphone s'ils sont suffisamment qualifiés Ou après entretiens en tête-à-tête
Présenter les acheteurs au cédant		

LA NÉCESSITÉ D'UN AUDIT DE RACHAT

L'analyse stratégique est le préalable à toute démarche d'évaluation de l'entreprise cible. Cette analyse permet de positionner l'entreprise sur son marché, par rapport à ses principaux concurrents, et d'analyser ses forces et faiblesses.

Les objectifs de l'évaluateur

L'évaluateur s'attachera à :

– identifier les forces et les faiblesses de l'entreprise ;

- rechercher les causes de ses bonnes ou mauvaises performances ;
- juger si ces causes peuvent être modifiées par des facteurs internes ou externes ;
- évaluer la capacité de l'entreprise à maintenir ou augmenter son niveau de performance.

Les erreurs à éviter

L'évaluateur devra faire attention à ne pas commettre certaines des erreurs les plus classiques en matière d'évaluation et qui sont liées à cette partie d'analyse stratégique :

- la prise en compte non corrigée des performances du passé ;
- la sous-estimation du facteur humain comme cause d'échec (et pas seulement de succès), notamment lorsque le dirigeant est l'homme orchestre de l'entreprise ;
- l'analyse stratégique de l'entreprise sans examen de son secteur d'activité, de ses principaux produits et dans une moindre mesure parfois de ses principaux concurrents.

A SAVOIR La théorie économique a introduit des modèles d'analyse stratégique sur lesquels l'évaluateur pourra s'appuyer, confortant une démarche qui ne saurait rester purement intuitive. Ces modèles sont indispensables à l'appréciation de la performance de l'entreprise.

La mission d'audit de rachat de titres

Les procédures convenues pour les diligences d'acquisition sont définies comme suit (matérialisées dans une lettre de mission) :

- examen analytique et étude de la formation du résultat ;
- examen des comptes sur la base d'une revue des dossiers des experts-comptables et, le cas échéant, des commissaires aux comptes, ainsi que de tests par sondages sur les documents de base pour les zones de risques identifiées et incluant une revue des risques sociaux et fiscaux ;
- validation de l'actif net comptable corrigé, de l'EBE, et des éléments ayant un impact sur la valeur de la transaction ;
- revue de l'information financière (annexe, rapport de gestion) ;
- revue des délibérations des organes de direction ;
- entretien avec les dirigeants et demande de confirmation des déclarations dans une lettre d'affirmation ;
- revue limitée du dossier juridique ;
- revue limitée du dossier fiscal ;
- revue limitée du dossier social (dont engagements de retraite...) ;
- revue limitée des risques environnementaux ;
- immobilier.

LE PROTOCOLE D'ACCORD

Il intervient à un moment précis de la négociation, mais il ne constitue pas l'acte de vente.

Il permet d'exprimer la volonté des parties en organisant juridiquement leurs accords au plan juridique et le projet aux niveaux financier et économique.

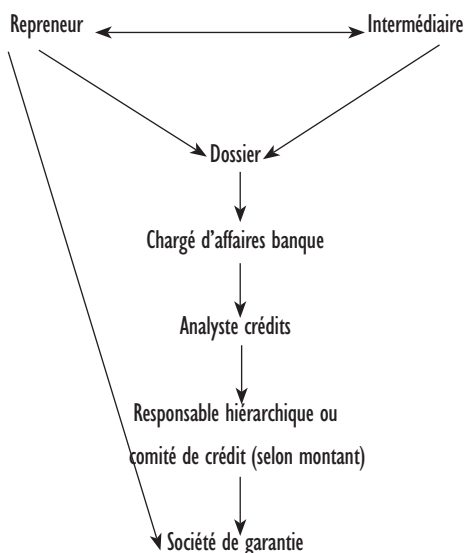
Il formalise également les garanties des accords d'échanges, celles données au cédant et celles données à l'acquéreur.

LA RECHERCHE DE FINANCEMENT

Dans une transmission d'entreprise, il y a toujours trois intervenants, et donc trois valorisations : celle du cédant, de l'acquéreur et du banquier qui va s'engager aux côtés du repreneur. Il est très rare que celles-ci se révèlent identiques.

Le banquier peut également espérer gérer les capitaux que le cédant va recevoir de sa cession, mais cette perspective n'aura aucune influence sur sa position face au prêt qu'on lui demande d'accorder au repreneur pour réaliser son acquisition. Son seul souci, c'est la capacité du repreneur à maintenir, dans le temps, un résultat suffisant pour faire face au remboursement du prêt qu'il va mettre à sa disposition.

Circuit type d'un dossier dans une banque (selon taille)



Il faut éclairer le banquier ou partenaire financier, au maximum, sur l'entreprise à reprendre et surtout sur l'emprunteur qui va solliciter le concours financier : tous les justificatifs sur l'évolution du chiffre d'affaires, de la rentabilité attendue et sur les investissements à réaliser seront nécessaires pour étayer le dossier.

RAPPEL La CCEF a publié un guide « Le financement des PME » présenté dans RF Comptable 371, avril 2010 : une fiche est notamment consacrée à la préparation d'une demande de crédit bancaire.

LES COÛTS FISCAUX DE LA TRANSMISSION

Le guide traite sur une vingtaine de pages de :

- la transmission à titre gratuit en distinguant la donation des parts ou des actions de celle d'une entreprise individuelle ;
- la transmission à titre onéreux selon cette même distinction ;
- l'incidence en matière d'ISF ;
- la fiscalité des plus-values professionnelles et des particuliers (CGI art. 151, 238 et 150 O) dans des tableaux de synthèse.

Cette rubrique, très consultée, est actualisée chaque année après parution de la loi de finances.

L'essentiel

- ▶ **La CCEF propose aux professionnels un guide d'accompagnement des transmissions de petites entreprises.**
- ▶ **Chaque étape est détaillée, de la prise de connaissance de l'entreprise à la signature du protocole d'accord en passant par l'évaluation et la recherche d'acquéreurs.**
- ▶ **L'audit de rachat préalable à l'évaluation est incontournable.**
- ▶ **Un tableau répertorie les méthodes d'évaluation pertinentes en fonction de l'entreprise et liste les points de vigilance.**
- ▶ **À l'occasion de ses formations sur l'évaluation de la petite entreprise, la CCEF remet le guide qui inclut le tableau de synthèse d'imposition des plus-values actualisé en tant que de besoin.**