

Poi

Revue de DROIT FISCAL

20 SEPTEMBRE 2012, HEBDOMADAIRE, N° 38 - ISSN 1279-8436

Directeurs scientifiques :
Florence DEBOISSY
Patrick DIBOUT
Jean-Luc PIERRE

Rédacteur en chef :
Thomas JACQUEMONT

438 **CHRONIQUE**

Fiscalité financière

Par Claire ACARD

439 **REVENUS DE CAPITAUX MOBILIERS**

Les holdings peuvent être valorisées en transparence

CE, 20 juin 2012, min. c/ M. Mallart,
concl. Emmanuelle CORTOT-BOUCHER, note Roland POIRIER

Également cette semaine

- | | |
|---|--|
| 440 BIC - Non-déductibilité des sommes versées au titre d'une astreinte prononcée par une décision de justice (CE, 20 juin 2012, concl. E. CORTOT-BOUCHER) | 443 Procédures fiscales - Agent compétent pour adresser une demande de renseignements non contraignante (CAA Paris, 6 janv. 2012, note Ph. BLANC) |
| 441 Provisions pour hausse des prix. Condition : variation des prix affectant des matières ou produits de même nature (CE, 24 avr. 2012) | 445 Événement ouvrant le délai de réclamation : décision révélant la non-conformité d'une instruction au droit de l'UE (oui) (CE, 30 mai 2012, concl. V. DAUMAS) |
| 442 IS - Précompte mobilier et délai spécial de réclamation de l'article R.* 196-3 du LPF (CE, 24 avr. 2012) | 446 Amende pour infraction à la limitation des paiements en espèces (CE, 10 mai 2012, concl. P. COLLIN) |

Revenus de capitaux mobiliers

439 Les holdings peuvent être valorisées en transparence

L'évaluation de la valeur vénale des actions d'une holding non cotée doit être effectuée, en priorité, par référence au prix d'autres transactions intervenues dans des conditions équivalentes et portant sur les titres de la même société, et, à défaut ou en complément, par référence au prix d'une transaction, intervenue dans des conditions équivalentes, portant sur les titres d'une filiale lorsque, eu égard à la part que la filiale représente dans l'actif de la holding, une telle transaction peut être regardée comme révélant de manière suffisamment précise et probante la valeur de marché du titre en litige.

CE, 3^e et 8^e ss-sect., 20 juin 2012, n° 343033, min. c/ M. Mallart, concl. E. Cortot-Boucher, note R. Poirier : *JurisData* n° 2012-014317

Sera mentionné aux tables du recueil Lebon

● Considérant qu'il ressort des pièces du dossier soumis aux juges du fond que M. Mallart a été assujéti à des cotisations supplémentaires d'impôt sur le revenu et de cotisations sociales au titre de l'année 1995, à raison de l'avantage occulte que lui aurait procuré la cession, le 14 février 1995, de 5000 titres détenus par lui dans la société Finalliance à la société Relais des Sports Alpins (RSA), au prix unitaire de 510 francs, que l'Administration a regardé comme excessif par rapport à une valeur vénale qu'elle a fixée à 57 francs ; que le ministre du Budget, des Comptes publics, de la Fonction publique et de la Reforme de l'État, porte-parole du gouvernement se pourvoit en cassation contre l'arrêt par lequel la cour administrative d'appel de Paris a prononcé la décharge de ces impositions ;

● Considérant, d'une part, qu'en vertu du 3 de l'article 158 du Code général des impôts, sont notamment imposables à l'impôt sur le revenu, dans la catégorie des revenus de capitaux mobiliers, les revenus considérés comme distribués en application des articles 109 et suivants du même code ; qu'aux termes de l'article 111 du même code : « Sont notamment considérés comme revenus distribués : (...) c) Les rémunérations et avantages occultes (...) » ; qu'en cas d'acquisition par une société de titres à un prix que les parties ont délibérément majoré par rapport à la valeur vénale de l'objet de la transaction, ou, s'il s'agit d'une vente, délibérément minoré, sans que cet écart de prix comporte de contrepartie, l'avantage ainsi octroyé doit être requalifié comme une libéralité représentant un avantage occulte constitutif d'une distribution de revenus au sens des dispositions précitées du c) de l'article 111 du Code général des impôts ; que la preuve d'une telle distribution occulte doit être regardée comme apportée par l'Administration lorsqu'est établie l'existence, d'une part, d'un écart significatif entre le prix convenu et la valeur vénale du bien cédé, d'autre part, d'une intention, pour la société, d'octroyer, et, pour le cocontractant, de recevoir, une libéralité du fait des conditions de la cession ;

● Considérant, d'autre part, que la valeur vénale des actions d'une société non admises à la négociation sur un marché réglementé doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande à la date où la cession est intervenue ; que l'évaluation des titres d'une telle société doit être effectuée, par priorité, par référence au prix d'autres transactions intervenues dans des conditions équivalentes et portant sur les titres de la même société ; que dans le cas d'une société holding,

l'évaluation peut être effectuée, à défaut ou en complément, par référence au prix d'une transaction, intervenue dans des conditions équivalentes, portant sur les titres d'une société filiale lorsque, eu égard à la part que la filiale représente dans l'actif de la société holding, une telle transaction peut être regardée comme révélant de manière suffisamment précise et probante la valeur de marché du titre en litige ;

● Considérant qu'il ressort des pièces du dossier soumis aux juges du fond que, pour prononcer la décharge des impositions litigieuses, la cour administrative d'appel de Paris s'est notamment fondée sur une transaction mentionnée devant elle par le contribuable ayant consisté en la cession, intervenue en décembre 1994, par la société Assurances générales de France (AGF), de 1 047 667 actions de la société Compagnie Financière Alain Mallart (CFAM), filiale de la société Finalliance, à la société Novapar, au prix unitaire de 115,20 francs ; qu'en se bornant à relever que la société CFAM était filiale de la société Finalliance, sans rechercher si la part que la société CFAM représentait dans l'actif de la société Finalliance permettait de regarder une telle transaction comme révélant de manière suffisamment précise et probante la valeur de marché du titre de la société Finalliance, la cour administrative d'appel de Paris a entaché son arrêt d'erreur de droit ;

● Considérant qu'il résulte de ce qui précède que, sans qu'il soit besoin d'examiner les autres moyens du pourvoi, le ministre est fondé à demander l'annulation de l'arrêt attaqué ; (...)

Décide

(...)

Article 2 : L'affaire est renvoyée à la cour administrative d'appel de Paris.

CONCLUSIONS

1 – La question de l'évaluation des titres non cotés est l'un des marronniers du contentieux fiscal. Elle s'invite dans votre prétoire à l'occasion de litiges portant sur la taxation de plus-values, mais peut-être plus volontiers encore dans les instances où est contestée l'imposition, en tant que revenu de capitaux mobiliers, de l'avantage perçu par le vendeur ou l'acquéreur de titres qui ont été cédés à un prix que l'Administration estime anormalement élevé ou anormalement bas.

1. L'état de la jurisprudence

2 – Il résulte en effet de votre décision de section du 28 février 2001 (*CE, sect., 28 févr. 2001, n° 199295, min. c/ M. Thérond : JurisData n° 2001-061884 ; Rec. CE 2001, p. 96 ; Dr. fisc. 2001, n° 26, comm. 592, concl. G. Bachelier ; RJF 5/2001, n° 620, chron. J. Maïa, p. 395 ; BDCF 5/2001, n° 67, concl. G. Bachelier*) « qu'en cas d'acquisition par une société à un prix que les parties ont délibérément majoré par rapport à la valeur vénale de l'objet de la transaction, ou s'il s'agit d'une vente, délibérément minoré, sans que cet écart de prix comporte de contrepartie, l'avantage ainsi octroyé doit être requalifié comme une libéralité représentant un avantage occulte constitutif d'une distribution de bénéfices au sens des dispositions précitées de l'article 111, c du CGI (...) ». Vous avez en outre précisé « que la preuve d'une telle distribution occulte doit être regardée comme apportée par l'Administration lorsqu'est établie l'existence, d'une part, d'un écart signifi-

catif entre le prix convenu et la valeur vénale du bien cédé, d'autre part, d'une intention, pour la société, d'octroyer, et, pour le cocontractant, de recevoir, une libéralité du fait des conditions de la cession ».

Pour établir l'existence d'un écart de prix significatif, l'Administration doit donc déterminer ce qu'est la valeur vénale du bien cédé à la date à laquelle la cession effective a eu lieu. Lorsque sont en cause des titres cotés, cette opération ne pose pas de difficulté : il suffit alors de se référer au cours de bourse à la date de la cession (CE, 8^e et 7^e ss-sect., 6 juin 1984, n° 35415 et n° 36733, *Sté Compagnie financière de Suez* : Dr. fisc. 1985, n° 7, comm. 287, concl. J.-F. Verny ; RJF 8-9/1984, n° 940, concl. J.-F. Verny, p. 467). En revanche, les choses se compliquent lorsque la transaction a porté sur des titres non cotés. Car nul ne dispose alors d'un indicateur continu du prix auquel, compte tenu de l'offre et de la demande, la valeur du titre en cause s'est établie au fil du temps.

Vous avez posé pour règle de principe que « la valeur vénale d'actions non admises à la négociation sur un marché réglementé doit être appréciée compte tenu de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande ». Cette règle ancienne, que l'on trouve notamment énoncée dans une décision du 26 mai 1982 (CE, 26 mai 1982, n° 29053 : *JurisData* n° 1982-606895 ; Dr. fisc. 1983, n° 5, comm. 123, concl. D. Léger ; RJF 7/1982, n° 636), a été réitérée avec constance, et en dernier lieu par une décision du 20 décembre 2011 (CE, 9^e et 10^e ss-sect., 20 déc. 2011, n° 313435, *Sté Boulogne-Distribution* : Dr. fisc. 2012, n° 16, comm. 264, concl. P. Collin ; RJF 2012, n° 212).

Parmi les « éléments » dont vous estimez qu'ils doivent être pris en compte pour déterminer ce qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande, vous donnez une importance toute particulière au prix auquel se sont dénouées d'autres opérations de cessions, portant sur les titres de la même société et ayant eu lieu dans des conditions équivalentes, dès lors que les opérations en cause ont été effectuées dans un délai raisonnable. Dans votre décision du 14 juin 1978 (CE, 7^e et 8^e ss-sect., 14 juin 1978, n° 9403 : Dr. fisc. 1978, n° 46-47, comm. 1813 ; RJF 7-8/1978, n° 316, concl. B. Martin Laprade, p. 214 et s.), vous avez ainsi jugé que « la valeur réelle des actions (...) doit être évaluée par référence à la valeur des autres actions de la société telle qu'elle ressort des transactions portant à la même époque sur ces actions (...) ». À titre principal, la méthode que vous préconisez consiste donc à rechercher une « transaction comparable » à celle dont il est question.

Ce n'est qu'à titre subsidiaire, c'est-à-dire lorsqu'il n'existe pas de terme de comparaison pertinent qui soit disponible, que vous estimez que la valeur vénale de titres non cotés doit être déterminée par « appréciation directe ». Vous jugez qu'il faut alors combiner plusieurs méthodes d'évaluation, notamment la valeur mathématique et la valeur de productivité, parmi celles qui sont possibles et qui se trouvent énumérées dans le guide de l'évaluation des entreprises et des titres de sociétés édité par la Direction générale des impôts.

2. Faits et procédure

3 – L'affaire qui vous est soumise aujourd'hui va vous amener à apporter une nouvelle précision sur la notion de « transaction comparable », et plus précisément à déterminer s'il est possible qu'une transaction effectuée sur les titres d'une filiale puisse servir de référence pour évaluer les titres de sa mère.

Au cours des années 1990, M. Alain Mallart était à la tête d'un groupe de sociétés spécialisé dans les transports, les entrepôts et les services informatiques. Au sein de ce groupe, la société Finalliance

détenait une participation dans la société Compagnie financière Alain Mallart (CFAM).

Le 14 février 1995, M. Mallart a vendu 5000 actions de la société Finalliance à la société Relais des Sports Alpins (RSA), au prix de 510 F par titre.

Cette dernière société a fait l'objet d'une vérification de comptabilité à l'issue de laquelle l'administration fiscale a estimé que ce prix de 510 F était surévalué, la valeur vénale véritable des actions vendues étant nulle selon elle. Elle a donc taxé le produit retiré par M. Mallart de la cession à prix majoré des titres qu'il détenait sur le fondement du c de l'article 111 du CGI.

Les suppléments d'impôt sur le revenu et de contributions sociales au titre de l'année 1995 qui sont résultés de ce rehaussement ont été assortis de pénalités de mauvaise foi. M. Mallart les a contestés devant le tribunal administratif de Paris. Au cours de l'instance, l'Administration a révisé son évaluation de la valeur vénale des titres de la société Finalliance, pour la porter de 0 à 57 F, et a en conséquence dégrevé M. Mallart d'une partie des sommes mises à charge. Le tribunal a prononcé, dans cette mesure, un non-lieu à statuer sur la demande du contribuable, et a rejeté le surplus de ses conclusions.

Mais M. Mallart a obtenu gain de cause devant la cour administrative d'appel de Paris, qui lui a accordé la décharge de l'ensemble des sommes restant en litige par un arrêt du 17 juin 2010, contre lequel le ministre se pourvoit en cassation.

3. Discussion

4 – Devant les juges du fond, l'Administration a indiqué avoir procédé par « appréciation directe », et déterminé la valeur de l'action Finalliance à la date de la cession litigieuse à partir de six méthodes différentes : celles de la valeur patrimoniale, de la valeur de rentabilité, du *goodwill*, du *price earning ratio*, de la marge brute d'autofinancement et de la valeur de rendement. Chacune de ces méthodes, disait-elle, l'avait conduite à estimer la valeur de l'action à zéro. Ultérieurement, elle avait été néanmoins amenée à porter ce montant à 57 F pour tenir compte de nouveaux paramètres en termes d'actions composant le capital social et d'obligations remboursables en actions.

M. Mallart faisait valoir, lui, que des termes de comparaison pertinents existaient, qui devaient être préférés à la méthode utilisée par l'Administration. Il se prévalait de deux protocoles.

L'un, conclu le 25 octobre 1994, avait été passé entre la société Assurances Générales de France (AGF) et plusieurs sociétés du groupe Alain Mallart. Il attestait de ce que, à la fin de l'année 1994, un peu plus d'un million d'actions de la société CFAM, filiale de la société Finalliance, avaient été vendus par la société AGF à la société Novapar pour un prix unitaire de 115,20 F.

L'autre protocole avait été signé le 18 janvier 1996, entre la société Consortium de réalisation et M. Mallart. Il indiquait que la société CFAM avait acheté le 20 janvier 1995 un peu moins de 15 000 actions Finalliance à la société Minerais et Engrais, n'appartenant pas au groupe Mallart, au prix de 731,38 F, et que le prix de 115,20 F auquel avaient été vendus les titres de la société CFAM à la société Novapar « correspondait à un prix de 510 F pour l'action Finalliance ».

La cour a estimé que ces deux protocoles démontraient l'existence de deux transactions intervenues à des dates proches de celle de la vente des titres de la société Finalliance par M. Mallart à la société RSA, et pouvant servir de terme de référence pour évaluer les titres de la société Finalliance. Elle a donc jugé que l'Administration, qui ne proposait pas d'autre terme de comparaison, ne pouvait être regardée comme apportant la preuve de l'anormalité du prix de 510 F auquel la vente de ces titres avait été réalisée.

5 – Pour critiquer ce raisonnement, le ministre soutient en premier lieu que la cour a commis une erreur de droit en jugeant que l'évaluation de titres non cotés doit être effectuée, en priorité, par référence au prix d'autres transactions effectuées sur les mêmes titres ou d'autres titres aux caractéristiques voisines à des dates proches de la transaction litigieuse et à des conditions équivalentes.

C'est la référence aux transactions effectuées sur « d'autres titres aux caractéristiques voisines » qui gêne le ministre. Selon lui, une transaction comparable ne peut porter que sur des titres identiques à ceux qu'il s'agit d'évaluer, c'est-à-dire des titres de la même société.

Cette interprétation restrictive de la notion de transaction comparable ne nous paraît toutefois pas conforme à l'orientation de votre jurisprudence qui, nous vous l'avons dit, commande de tenir compte « de tous les éléments dont l'ensemble permet d'obtenir un chiffre aussi voisin que possible de celui qu'aurait entraîné le jeu normal de l'offre et de la demande ».

La règle que vous avez ainsi formulée ne pose aucune restriction quant à la nature des éléments susceptibles d'être pris en compte ; elle se borne à exiger que ceux-ci soient pertinents dans la perspective de l'évaluation des titres en cause.

Vous avez d'ailleurs d'ores et déjà admis que puisse servir de terme de référence une transaction effectuée sur les titres d'une autre société que celle qu'il faut évaluer, dès lors que les deux sociétés en cause présentent des caractéristiques suffisamment proches.

Dans une décision du 14 novembre 2003 (CE, 10^e et 9^e ss-sect., 14 nov. 2003, n° 229446, M. Lafarge : *JurisData* n° 2003-080453 ; *Dr. fisc.* 2004, n° 25, comm. 560 ; *RJF* 2/2004, n° 124 ; *BDCF* 2/2004, n° 18, concl. M.-H. Mitjavile), vous avez ainsi jugé qu'avant de mettre en œuvre une méthode d'appréciation directe, l'Administration doit constater l'absence « de transactions portant sur des sociétés similaires à celle pour laquelle elle doit calculer la valeur vénale des titres ».

Plus récemment, dans la décision précitée *Sté Boulogne Distribution*, vous avez affirmé qu'une cour ne commet pas d'erreur de droit en jugeant que l'administration fiscale a pu valablement se fonder, pour déterminer la valeur de cession des titres d'une société « sur des termes de comparaison tirés de transactions portant sur des sociétés exerçant la même activité ».

Et en réalité, dès votre décision du 29 décembre 1999 (CE, 9^e et 8^e ss-sect., 29 déc. 1999, n° 171859, M. Robardey : *JurisData* n° 1999-159748 ; *Dr. fisc.* 2000, n° 21, comm. 427, concl. J. Courtial ; *RJF* 2/2000, n° 153), la même idée était déjà présente puisque vous censuriez l'arrêt d'une cour pour avoir retenu comme terme de référence une transaction concernant une autre société au motif que cette dernière n'avait ni la même activité et ni les mêmes caractéristiques que celle qu'il s'agissait d'évaluer.

La nouveauté de l'affaire qui vous est ici soumise tient à ce que la cour a osé une comparaison entre une société holding et sa filiale, ce que vous n'avez à ce jour vous-mêmes jamais fait.

Dans son principe, le raisonnement de la cour ne nous paraît pas critiquable. Il ne nous paraît pas exclu, en effet, qu'une transaction effectuée sur les titres d'une filiale puisse constituer un terme de comparaison pertinent pour évaluer les titres de la mère. Dans une note sur une décision du 23 juillet 2010 (CE, 8^e et 3^e ss-sect., 23 juill. 2010, n° 308019, M. Marmajou : *JurisData* n° 2010-012376 ; *Dr. fisc.* 2010, n° 44, comm. 541, concl. N. Escaut, note R. Poirier ; *RJF* 11/2010, n° 1024 ; *BDCF* 11/2010, n° 117, concl. N. Escaut), Roland Poirier relevait ainsi que, pour évaluer les titres d'une société holding dont le seul actif est une participation dans sa filiale, le prix auquel les titres de cette filiale sont cédés peut servir de terme de référence (R. Poirier, *Valeur vénale des titres non cotés : une offre de rachat n'est pas un comparable*, note préc.).

Cette affirmation nous semble confirmée par la doctrine en matière d'analyse financière, qui utilise, pour refléter le fait que la valeur d'une holding est en principe inférieure au total de la valeur des participations qu'elle détient, la notion de « décote de holding ». Car cette décote est d'autant plus importante que les participations de la holding sont éparpillées et variées. Lorsque la holding a peu ou prou pour seul actif sa participation dans son unique filiale, la décote de holding est donc très faible, et il est alors possible d'approcher le prix de cession des titres de la mère à partir de celui des titres de la fille. Autrement dit, la comparaison avec les titres de la filiale pour évaluer les titres de la holding ne nous paraît admissible que si les liens capitalistiques entre ces deux sociétés sont extrêmement étroits, et si aucune considération particulière ne conduit à écarter la possibilité d'une telle comparaison.

Cette précaution étant prise, nous ne voyons donc pas de raison d'exclure, par principe, la prise en compte de transactions effectuées sur des titres différents de ceux qu'il s'agit d'évaluer. Nous vous proposons donc d'écarter le premier moyen d'erreur de droit du ministre.

6 – Vous devrez en revanche à notre avis accueillir le deuxième moyen que soulève le ministre. Il est tiré de ce que la cour a commis une erreur de droit et entaché son arrêt d'une insuffisance de motivation en s'abstenant d'analyser les conditions dans lesquelles s'était déroulée la transaction qu'elle a retenue comme terme de comparaison. Elle aurait ainsi omis une étape de son raisonnement et, ce faisant, également entaché son arrêt d'une insuffisance de motivation.

La cour nous paraît en effet avoir omis une étape du raisonnement qu'elle voulait suivre. Car pour caractériser le lien existant entre la société CFAM et la société Finalliance, elle s'est bornée à relever que la première était une filiale de la deuxième, et que, d'après les deux protocoles susmentionnés, la vente de titres de la société CFAM à 115,20 F l'unité correspondait à un prix de 510 F pour l'action Finalinace.

Or un tel motif n'est pas suffisant. Pour démontrer que les deux transactions étaient comparables, la cour devait analyser la composition des actifs détenus par la société Finalliance, et notamment s'assurer que ses actifs étaient exclusivement constitués, ou presque, de la participation que celle-ci détenait dans le capital de la société CFAM. À supposer que tel soit le cas, la cour devait ensuite démontrer en quoi le chiffre de 510 F devait être retenu, notamment en rapprochant le nombre d'actions composant le capital social dans les deux sociétés.

La cour ne pouvait pas, à notre avis, se contenter de reprendre l'évaluation donnée dans les protocoles. Celui du 25 octobre 1994 se bornait à indiquer que l'action CFAM serait vendue au prix de 115,20 F. Et celui du 18 janvier 1996 précisait que « le prix de cession des actions CFAM fixé par les AGF correspondait à des valeurs arrêtées à 510 F pour l'action Finalliance (...), valeur également retenue pour l'arrêté du groupe Finalliance au 31 décembre 1994 ».

Il nous semble qu'en s'abstenant de préciser le lien existant entre le prix de cession de l'action CFAM et la valeur estimée de l'action Finalinace, la cour a commis une erreur de droit. Nous vous proposons donc d'accueillir le second moyen du ministre.

Par ces motifs, nous concluons à l'annulation de l'arrêt attaqué, au renvoi de l'affaire devant la cour administrative d'appel de Paris et au rejet des conclusions présentées par M. Mallart au titre de l'article L. 761-1 du Code de justice administrative.

Emmanuelle CORTOT-BOUCHER,
rapporteur public

NOTE

1 – Le Conseil d'État valide la méthode consistant à évaluer une holding en transparence en retenant le prix d'une transaction portant

sur les titres de sa filiale, en complément de celles portant sur les titres de la holding.

1. L'importance de la comparaison avec des transactions comparables dans les techniques de valorisation

2 – L'Administration peut vérifier que le prix retenu dans une transaction reflète le jeu normal de l'offre et de la demande, le principe étant la libre détermination du prix par les parties. La loi et le pouvoir réglementaire ne prévoient aucune règle de détermination du prix et ne fixent d'orientations qu'en matière boursière, et encore de façon limitée. En cas d'offre publique volontaire, l'Autorité des marchés financiers (AMF) a même renoncé à exercer son contrôle sur le prix comme elle le faisait auparavant « en fonction des critères d'évaluation objectifs habituellement retenus » et se limite désormais à vérifier qu'une information correcte a été fournie au marché (*Règl. AMF, art. 231-21*). Ce faisant, elle a « mis un terme à la tentation de voir dans l'analyse multicritères une règle de fixation du prix imposée » (*F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, Le prix dans les offres publiques, in Les offres publiques d'achat : Litec, LexisNexis, 2009, p. 379*) à l'initiateur de l'offre, et à toute immixtion dans le jeu du marché. Il existe de rares exceptions à cette absence de règles, comme en matière d'offres publiques obligatoires où le législateur a voulu assurer aux actionnaires minoritaires de pouvoir céder leurs actions à un prix au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre (*C. monét. fin., art. L. 433-3, I*), ce qui ne veut pas dire que ce prix doit être identique.

De son côté, l'administration fiscale doit respecter les méthodes habituellement privilégiées par les praticiens pour valoriser les sociétés lorsqu'elle contrôle la formation du prix. Il apparaît schématiquement que les professionnels recourent de manière fréquente et prépondérante à un certain nombre de techniques :

- la méthode par comparaison : les praticiens utilisent les multiples observés sur des transactions comparables précédentes portant sur les titres de sociétés proches par l'activité et le positionnement sur le marché, et ceux de comparables boursiers (pour un exemple, V. la note d'opération sur l'offre d'achat des titres de la Société vermandoise de sucrerie par Cristal Union en janvier 2012 ou la note d'information de la société Paris Orléans lors de son offre publique de retrait en mai 2012 comprenant les éléments d'appréciation du prix retenu). Ces multiples sont alors appliqués à des agrégats extraits d'un compte de résultat (EBE, EBITDA, etc.) représentatifs de la performance économique de l'entreprise. La valeur obtenue est retraitée le cas échéant d'éléments tels que la prime de contrôle, la part revenant aux autres actionnaires dans la valeur totale, le montant de la trésorerie et des dettes financières, la fiscalité sur les plus-values latentes. La mise en œuvre de la méthode comparative est un exercice complexe qui nécessite de sélectionner les comparables et le multiple appliqué à l'agrégat financier retenu. Ces éléments sont âprement discutés à l'occasion des négociations (comme l'illustre la vente récente par le Groupe Galeries Lafayette de sa participation dans Monoprix à Casino où les deux protagonistes s'opposaient sur le niveau de chiffre d'affaires devant être retenu pour valoriser Monoprix) ;

- l'analyse des données intrinsèques à l'entreprise :

- analyse prospective, qui mesure la rentabilité future de l'entreprise en appréciant les flux de trésorerie restant disponibles après financement des investissements d'exploitation (« DCF »), et la pérennité de ces *cash-flows* ;

- analyse du rendement, qui consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur de ses flux de dividendes futurs actualisée au taux de rentabilité souhaité par les actionnaires. Cette analyse semble ré-

servée aux sociétés à caractère patrimonial qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec un taux de distribution régulier et prévisible, et dont la politique de distribution est déterminée par un actionnaire ou un groupe d'actionnaires majoritaire ;

- analyse de l'actif net réévalué (ANR) qui consiste à substituer aux valeurs dans les comptes, les valeurs réelles des actifs et des passifs.

La méthode de l'ANR est privilégiée pour les sociétés holding d'investissement ou les sociétés de capital-risque. Ainsi, les sociétés financières qui détiennent des participations minoritaires dans des activités diversifiées telles Eurazo, Wendel ou FFP, valorisent leurs investissements en transparence, sur des multiples de comparables pour leurs participations non cotées, et par la moyenne des derniers cours de bourse pour leurs participations cotées. Elles informent le marché de l'évolution de la valeur de leur portefeuille sur la base de méthodes rendues publiques. La valeur des titres de la holding cotée qui correspond à la somme de la valeur réévaluée de ses investissements est souvent affectée d'une décote. L'écart entre le cours de bourse et l'ANR se situe historiquement aux alentours de 20 à 25 %, mais ce chiffre peut être plus important (ainsi en janvier 2012, le titre Eurazeo présentait une décote de holding de l'ordre de 45 % par rapport à l'actif par action et le titre Wendel une décote de l'ordre de 35 % ; la décote était de 30 % chez Paris Orléans lors de son offre publique de retrait en mai 2012).

En revanche, l'analyse en transparence par la méthode de l'ANR est semble-t-il moins utilisée pour valoriser les sociétés holding « de groupe » (telles PPR, Vinci, Bouygues, etc.) qui contrôlent un ensemble de filiales exerçant une activité connexe ou complémentaire, qui ne sont pas de simples investissements financiers.

On voit donc que les praticiens recourent largement à la méthode comparative dès lors qu'il existe des titres de sociétés cotées comparables ou des transactions significatives portant sur des titres de sociétés comparables (comparables « externes »).

2. La priorité donnée aux comparables « internes » par le Conseil d'État recèle-t-elle un risque de distorsion avec la réalité économique ?

3 – Selon une jurisprudence bien établie, le juge administratif vérifie que le prix retenu dans une transaction est un prix de marché en estimant la valeur des titres d'après l'ensemble des éléments dont l'emploi doit permettre de se rapprocher au plus près de cette valeur (*CE, 7^e et 8^e ss-sect., 14 juin 1978, n° 9403 ; Dr. fisc. 1978, n° 46-47, comm. 1813 ; RJF 7-8/1978, n° 316, concl. B. Martin Laprade, p. 214 et s. – CE, 26 mai 1982, n° 29053 ; JurisData n° 1982-606895 ; Dr. fisc. 1983, n° 5, comm. 123, concl. D. Léger ; RJF 7/1982, n° 636*). La jurisprudence du Conseil d'État est en ligne avec celle de la Cour de cassation (*Cass. com., 23 oct. 1984, GPA Plaimpied ; Bull. cass. 1984, IV, n° 275*). La jurisprudence est similaire aux règles de contrôle de prix prévues en matière boursière en cas d'éviction d'un actionnaire minoritaire par suite d'un retrait obligatoire : l'AMF vérifie que le prix d'indemnisation proposé est au moins égal au résultat d'une évaluation multicritères effectuée « selon les méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs, tenant compte, selon une pondération appropriée à chaque cas, de la valeur des actifs, des bénéfices réalisés, de la valeur boursière, de l'existence de filiales, et des perspectives d'activité » (*Règl. AMF, art. 237-16*. Selon l'interprétation commune de l'évaluation multicritères, cette méthode consiste à utiliser une large palette de méthodes et références d'évaluation : méthode des flux disponibles actualisés, méthode des comparaisons boursières, cours de bourse, actif net comptable, etc.).

A. - La priorité donnée par le juge aux transactions antérieures portant sur les mêmes titres doit être accompagnée d'une analyse économique

4 – Pour le juge, le critère principal d'évaluation, celui qui, en principe, a priorité sur tous les autres, est celui du prix auquel ont été conclues d'autres transactions portant sur des titres de la même société et se présentant dans des conditions équivalentes, à la même époque (comparable « interne »). Le recours à une combinaison de méthodes d'évaluation est supplétif (concl. G. Bachelier, *CE*, sect., 28 févr. 2001, n° 199295, min. c/ M. Théron : *JurisData* n° 2001-061884 ; *Rec. CE* 2001, p. 96 ; *Dr. fisc.* 2001, n° 26, comm. 592 ; *RJF* 5/2001, n° 620, chron. J. Maïa, p. 395 ; *BDCF* 5/2001, n° 67. – Concl. L. Olléon sous *CE*, 8^e et 3^e ss-sect., 3 juill. 2009, n° 306363, min. c/ M. du Plessis de Pouzilhac : *JurisData* n° 2009-081504 et n° 301299, M. Héral : *JurisData* n° 2009-081502 ; *Dr. fisc.* 2009, n° 41, comm. 496, note R. Poirier ; *RJF* 11/2009, n° 941 ; *BDCF* 11/2009, n° 129). La solution reste valable s'il n'existe qu'un seul comparable interne (*Cass. com.*, 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D, DGFIP c/ Zorn : *JurisData* n° 2009-049195 ; *Dr. fisc.* 2009, n° 37, comm. 463, note R. Poirier ; *RJF* 12/2009, n° 1173). Lorsqu'il n'existe pas de comparable interne pertinent, l'Administration est libre de retenir les critères qui lui semblent appropriés sous le contrôle du juge. Il n'existe aucun principe général imposant à l'Administration de rechercher l'existence de comparables externes, et s'il en existe, de leur donner la priorité sur la méthode multicritères (*CE*, 10^e et 9^e ss-sect., 14 nov. 2003, n° 229446, M. Lafarge : *JurisData* n° 2003-080453 ; *Dr. fisc.* 2004, n° 25, comm. 560 ; *RJF* 2/2004, n° 124 ; *BDCF* 2/2004, n° 18, concl. M.-H. Mitjavile). C'est regrettable au regard de l'importance donnée par la pratique aux comparables externes. Le juge du fond contrôle souverainement l'utilisation des critères de valorisation par l'Administration, y compris la pertinence des transactions comparables externes qu'elle retient (V. pour un exemple, *CE*, 9^e et 10^e ss-sect., 20 déc. 2011, n° 313435, Sté Boulogne-Distribution : *Dr. fisc.* 2012, n° 16, comm. 264, concl. P. Collin ; *RJF* 2012, n° 212). Enfin, le juge de cassation exerce un contrôle d'erreur de droit sur la méthode d'évaluation retenue par les premiers juges et veille ainsi à concilier les méthodes de valorisation de l'Administration avec les pratiques de marché (*CE*, 9^e et 8^e ss-sect., 29 déc. 1999, n° 171859, M. Robardey : *JurisData* n° 1999-159748 ; *Dr. fisc.* 2000, n° 21, comm. 427, concl. J. Courtial ; *RJF* 2/2000, n° 153).

Dans la hiérarchie des techniques de valorisation, on comprend que les juges donnent la préférence aux transactions internes, réputées refléter objectivement le jeu normal de l'offre et de la demande et qui n'induisent aucun risque de choix d'une technique de valorisation inappropriée. Ce faisant, le juge s'écarte de la pratique où, sauf exception, les acheteurs et les vendeurs utilisent rarement les transactions antérieures portant sur les mêmes titres pour fixer leur prix (à l'exception, bien entendu, des cas où la loi impose de prendre en compte ces paramètres comme en matière de retrait obligatoire de la cote de sociétés cotées). En effet, si une méthode de valorisation peut rester pertinente d'une transaction à l'autre intéressant la même société, la valeur qui résulte de sa mise en œuvre évolue nécessairement dans le temps avec les éléments qui la composent : agrégats financiers, *cash-flows* tirés du plan d'affaires, etc. Ainsi, les transactions internes précédentes, vite obsolètes, sont-elles au mieux retenues par les praticiens comme points de comparaison ou pour pondérer une moyenne.

Conscient des limites de la référence aux transactions passées, le juge considère que l'Administration n'est en droit de contester le prix retenu par les parties que s'il s'écarte « significativement » de la valeur vénale déterminée par l'Administration (*CE*, 8^e et 3^e ss-sect., 3 juill. 2009, n° 301299, M. Héral, préc.). Selon le rapporteur public Laurent

Olléon dans ses conclusions sous l'arrêt Héral, un écart significatif est d'au moins 20 % par rapport à la valeur vénale estimée. Ce pourcentage nous paraît encore faible au regard de la fluctuation importante des marchés boursiers et des changements rapides et profonds de l'environnement économique. Dans le même ordre d'idées, le prix retenu dans une transaction interne ne doit pas être systématiquement opposé au contribuable si les circonstances diffèrent : existence de conditions de paiement inhabituelles (*CE*, 8^e et 7^e ss-sect., 6 juin 1984, n° 35415 et n° 36733, Sté Compagnie financière de Suez : *Dr. fisc.* 1985, n° 7, comm. 287, concl. J.-F. Verny ; *RJF* 8-9/1984, n° 940, concl. J.-F. Verny, p. 467), de contreparties offertes au cédant (*CE*, sect., 28 févr. 2001, n° 199295, min. c/ M. Théron, préc.), pouvoir de négociation d'un dirigeant (*CE*, 8^e et 3^e ss-sect., 3 juill. 2009, n° 306363, min. c/ M. du Plessis de Pouzilhac, préc., etc.).

En réalité, selon nous, un comparable interne ne devrait jamais pouvoir être utilisé de manière abstraite, en comparant le chiffre brut du prix par action dans deux transactions distinctes. Ce comparable interne est lui-même le produit d'une négociation, d'une formule de calcul multicritères reposant sur une situation économique prise à un instant « T », des intérêts propres à un acheteur et un vendeur. Il ne devrait pouvoir être opposé au contribuable que dans la mesure où les méthodes de calcul employées dans les deux transactions comparées sont en harmonie. Ce chiffre devrait pouvoir être analysé et actualisé par le contribuable en fonction des raisons économiques ou juridiques objectives qui distinguent la transaction précédente de l'opération contrôlée. Au fond, la distinction entre les comparables internes et l'analyse multicritère mérite d'être nuancée, comme la priorité de principe accordée par les juges à ce type de précédents.

B. - L'originalité de l'affaire Mallart réside dans l'utilisation d'un comparable interne concernant une filiale

5 – Dans l'affaire Mallart, le Conseil d'État commence par souligner que les principes généraux dégagés par sa jurisprudence sont applicables aux holdings. Au cas particulier, le contribuable avait vendu des titres de la holding Finalliance. Pour justifier que le prix qu'il avait obtenu était un prix de marché, le contribuable a cité une autre transaction portant sur des titres Transalliance, dont un paquet de titres avait été vendu par un autre actionnaire au même cessionnaire dans un temps proche et à un prix supérieur.

L'Administration avait ignoré cette transaction en évoquant l'existence d'« intérêts particuliers » qui seraient venus perturber le jeu normal de l'offre et de la demande. Le juge s'assure en effet que le prix retenu dans une autre transaction n'est pas un prix de convenance (*Cass. com.*, 7 juill. 2009, n° 08-14.855, F-D, DGFIP c/ Zorn, préc.). Il prend en compte l'existence de relations d'intérêts entre les parties pour présumer l'existence d'une intention libérale, mais seulement en présence d'un écart significatif entre le prix et la valeur vénale qui doit d'abord être prouvé (*CE*, 3^e et 8^e ss-sect., 5 janv. 2005, n° 254556, Sté Raffypack : *JurisData* n° 2005-080624 ; *Dr. fisc.* 2005, n° 13, comm. 318, concl. E. Glaser, note A. Bricet et M. Gautier ; *RJF* 3/2005, n° 213 ; *BDCF* 3/2005, n° 25, concl. E. Glaser). Rien ne permettrait de penser que le jeu de la concurrence avait été faussé au cas particulier, et la cour d'appel a admis la comparaison. Jusqu'ici, l'affaire Mallart ne présentait aucune spécificité.

On aurait pu en rester là et l'Administration aurait été déboutée si le contribuable n'avait fait valoir une autre transaction portant sur les titres d'une filiale de Transalliance, la société CFAM. Des titres CFAM avaient été cédés peu de temps auparavant par un tiers et le contribuable soutenait que le prix de cession des titres CFAM correspondait par transparence au prix que lui-même avait obtenu pour la vente de ses titres Finalliance.

C. - Devant cette situation inédite en jurisprudence, le Conseil d'État valide le principe de l'examen en transparence des transactions portant sur les titres d'une filiale d'une société holding...

6 – Le Conseil d'État approuve implicitement la cour administrative d'appel d'avoir pris en compte le prix de cession de titres de la société CFAM pour apprécier la valeur des titres de la société Finaliance en suivant les conclusions de son rapporteur public, Emmanuelle Cortot-Boucher. C'est la première fois à notre connaissance que le juge accepte d'apprécier la valeur d'une société par rapport aux transactions ayant concerné ses filiales.

Pour tenir compte de la particularité des sociétés holding, le Conseil d'État fait donc entorse à la prééminence des transactions internes qu'il a toujours affirmée. Mais les magistrats tempèrent cette concession en ajoutant que les transactions portant sur les titres des filiales valent seulement pour « compléter » l'information tirée des transactions portant sur les titres de la holding, lorsqu'elles existent. Cette solution hybride permet d'opérer une analyse de l'ANR en transparence, technique largement employée pour les holdings comme on l'a vu, tout en retenant certains paramètres qui n'intéressent que la mère : détention d'autres actifs, décote de holding.

L'affaire *Mallart* ne nous dit pas si Finaliance détenait un portefeuille de placements financiers ou si elle animait un groupe industriel. Or, on a vu que la méthode de l'ANR s'avère plus ou moins appropriée selon le type de société examinée. Dans le contrôle de l'importance donnée au complément d'information fournie par les transactions sur les filiales, le juge du fond devrait donc distinguer selon le type de holding concernée.

D. - ...mais il l'encadre fortement

7 – La prise en compte des transactions portant sur des filiales est limitée à celles qui éclairent la valeur de la holding « de manière suffisamment précise et probante ». Toutes les transactions portant sur les titres de la filiale ne sont pas bonnes à prendre : seules devraient être retenues les filiales qui sont un actif essentiel de la holding ou qui représentent une part significative de son portefeuille.

En s'abstenant de rechercher si la valeur des titres CFAM était une composante significative du patrimoine financier de Finaliance, ou bien concourrait à la valeur du groupe par les liens commerciaux ou industriels entretenus par CFAM avec les autres sociétés, ou pour toute autre raison propre à mesurer l'importance de cette participa-

tion tant en valeur absolue que dans l'ensemble formé par Finaliance avec ses filiales, la cour administrative d'appel s'est privée des moyens d'analyser dans quelle proportion la vente invoquée pouvait traduire la valeur de la holding.

De surcroît, le Conseil d'État attend également du juge du fond qu'il vérifie que les transactions chez la filiale sont « intervenues dans des conditions équivalentes » à celles intervenues chez la holding. Il transpose ici aux filiales le principe traditionnel selon lequel les transactions internes n'intéressent l'évaluation qu'à la condition d'avoir été conclues à des conditions équivalentes (*CE, 7^e et 8^e ss-sect., 14 juin 1978, n° 9403, préc.*). Mais, s'agissant de sociétés dont la taille, l'activité, sera parfois radicalement différente, il ne sera pas facile pour le juge du fond de jauger le caractère équivalent des transactions sur la filiale et sur la holding, sauf peut-être lorsque la différence sera criante : prise de participation minoritaire dans la filiale comparée à une prise de contrôle de la holding, négociation de gré à gré sur les titres de la holding comparée à une offre publique de retrait sur les titres de la filiale. Ce faisant, le juge aura à démêler l'incidence éventuelle des relations intragroupe sur la transaction examinée : garantie financière accordée par la holding à la filiale, mise à disposition de brevets. La taille des transactions est un autre facteur important. Par exemple une vente qui a porté sur 90 % du capital de la filiale dont la holding détient les 10 % restants, pourra renseigner sur la valeur de la holding mieux qu'une transaction sur les titres de la holding. On voit que la pondération de l'importance accordée aux transactions concernant la filiale et la mère pourra se révéler malaisée pour qui connaît mal l'entreprise. Faudra-t-il affecter les transactions retenues chez la holding et les filiales de coefficients pour distinguer l'importance reconnue à chacune d'elles, en assurant la sécurité juridique du contribuable ?

Gageons que l'Administration cherchera à exploiter les différences entre sociétés holding et filiales. Les juges seront ainsi encouragés à affiner leur connaissance des techniques de valorisation utilisées par les professionnels, comme dans l'affaire *Mallart*.

Roland POIRIER,
avocat associé,
Brandford-Griffith & Associés

MOTS-CLÉS : Évaluation des biens - Titres de sociétés non cotées - Holding - Évaluation des titres par référence aux titres d'une filiale (oui)
JURISCLASSEUR : Fiscal ID, Fasc. 651-40, Ph. Luppi