

# TAXATION

## L'évaluation des titres non cotés dans le cadre de l'impôt sur la fortune

## Valuation of unlisted shares for wealth tax purposes

La Suisse fait partie de la poignée d'Etats dans lequel les personnes physiques sont soumises à un impôt sur la fortune. Si cet impôt n'est pas prélevé par la Confédération, les cantons sont tenus de le prélever en vertu de la Loi fédérale sur l'harmonisation des impôts directs des cantons et des communes (LHID). L'impôt sur la fortune frappe la fortune nette mondiale du contribuable, à l'exception de certains éléments exonérés (par exemple les objets personnels d'usage courant), et de la fortune immobilière sise à l'étranger, cette dernière étant toutefois prise en considération pour déterminer le taux d'imposition.

La LHID impose d'évaluer la fortune à la valeur vénale, précisant toutefois que la valeur de rendement peut être prise en considération de façon appropriée (art. 14 al. 1 LHID). Par valeur vénale, on entend le prix qui serait obtenu en cas de vente du bien dans des conditions normales. La valeur de rendement s'obtient quant à elle par la capitalisation de rendements générés. La LHID ne précise toutefois pas les règles selon lesquelles la valeur vénale - pourtant censée être objective - doit être fixée. La jurisprudence retient que les cantons disposent, tant pour le choix de la méthode à appliquer que pour la prise en compte ou non de la valeur de rendement, d'un large pouvoir d'appréciation dans l'élaboration de leur réglementation (ATF 128 I 240). Cette latitude laissée aux cantons explique notamment les grandes différences dans l'évaluation de la valeur des immeubles par les différentes autorités fiscales cantonales.

S'agissant de l'estimation des titres pour l'impôt sur la fortune, il y a lieu de distinguer d'une part entre les titres cotés en bourse, qui s'évaluent à leur valeur boursière à la fin de la période fiscale, et les titres non cotés. Ces dernières sont évaluées sur la base de la circulaire n° 28 de la Conférence suisse des impôts (CSI 28), qui concrétise la règle l'art. 14 al. 1 LHID.

Switzerland is one of a handful of countries in which individuals are subject to a wealth tax. While this tax is not levied by the Confederation, the cantons are required to levy it under the Federal Act on the Harmonisation of Direct Taxes of the cantons and communes (FHDT). Wealth tax is levied on the taxpayer's worldwide net wealth, with the exception of certain exempt items (e.g., personal items for everyday use) and real estate assets located abroad, although the latter are taken into account for the determination of the tax rate.

The FHDT requires assets to be valued at market value, although it is specified that the earnings value may be taken into account in an appropriate manner (Art. 14 para. 1 FHDT). The market value is the price that would be obtained if the property were sold under normal conditions. The earnings value on the other hand, is obtained by capitalising the earnings. However, the FHDT does not specify the rules according to which the market value - which is supposed to be objective - must be determined. Case law states that the cantons have broad discretion in the choice of the method to be applied and in the inclusion or exclusion of the earnings value in their regulations (Swiss Supreme Court ruling 128 I 240). This latitude left to the cantons explains, among other things, the great differences in the assessment of the tax value of real estate by the different cantonal tax authorities.

With regard to the valuation of shares for wealth tax purposes, a distinction must be made between listed shares, which are valued at their stock market value at the end of the tax period, and unlisted shares. The latter are valued on the basis of Circular No. 28 of the Swiss Tax Conference (STC 28), which implements the rule of Art. 14 para. 1 FHDT. Although the circular is only a guideline and therefore not binding, it is recognised by consistent

Bien que la circulaire ne soit qu'une directive qui ne lie par conséquent pas le juge amené à statuer, elle est reconnue de jurisprudence constante comme étant une méthode adéquate et fiable pour l'estimation de la valeur vénale des titres non cotés en bourse (ATF 2C\_953/2019). Par ailleurs, au vu de la marge de manœuvre conséquente des cantons, le Tribunal fédéral a toujours procédé à un examen limité à l'arbitraire lorsqu'il était amené à contrôler l'estimation d'un bien pour l'impôt sur la fortune. Il en découle qu'en pratique les règles d'évaluations ressortant de la circulaire n° 28 CSI sont généralement appliquées de manière stricte et sont extrêmement difficile à remettre en cause.

#### Estimation des titres non cotés en vertu de la circulaire n° 28 CSI

Les titres non cotés, mais régulièrement négociés hors bourse, sont estimés au dernier cours disponible de la période fiscale correspondante (§2.2 CSI 28). Pour les titres ne disposant pas d'un cours, la valeur est estimée selon la méthode dite «des praticiens», à moins qu'ils n'aient fait l'objet d'un transfert substantiel entre tiers indépendant (§2.5 CSI 28). En effet, de tels transferts sont censés représenter la valeur vénale des titres et doivent par conséquent être pris en compte. Le terme substantiel n'a pas de signification uniforme en droit fiscal, de sorte qu'il convient d'examiner si l'on est en présence d'un tel transfert de cas en cas. Néanmoins, un volume de transaction de l'ordre de 10% par année peut être qualifié de substantiel (commentaire 2020 CSI 28, p. 4).

La méthode des praticiens prend en considération la valeur de substance, soit la valeur des actifs nets de la société, ainsi que la valeur de rendement, qui est obtenue par la capitalisation des bénéfices nets des exercices déterminants, augmentés ou diminués des reprises et déductions listées dans la circulaire (par exemple diminué d'un bénéfice en capital extraordinaire consécutif à la vente d'un immeuble d'exploitation). Le taux de capitalisation est composé du taux d'intérêt de placements sans risques, et d'une prime pour risques fixes. Actuellement il se situe à 7%, quel que soit le secteur d'activité de la société. Il s'agit d'une méthode ancienne, tournée vers les résultats du passé, et qui diffère notablement des méthodes d'évaluation plus modernes, tels que la méthode du *discounted cash flow (DCF)* basée sur une projection des résultats futurs, qui n'est pas acceptée par les

case law as an adequate and reliable method for estimating the market value of unlisted shares (Swiss Supreme Court ruling 2C\_953/2019). Furthermore, in view of the considerable leeway of the cantons, the Swiss Supreme Court has always limited its review to arbitrariness when reviewing the valuation of an asset for wealth tax purposes. As a result, in practice the valuation rules set out in STC 28 are generally applied strictly and are extremely difficult to challenge.

#### Valuation of unlisted securities under STC Circular No. 28

Unlisted shares that are regularly traded over the counter are valued at the last available price for the relevant tax period (§2.2 STC 28). For shares that do not have a quotation, the value is estimated according to the so-called «practitioners' method», unless they have been subject to a substantial transfer between independent third parties (§2.5 STC 28). Indeed, such transfers are deemed to represent the market value of the shares and should therefore be taken into account. The term "substantial" does not have a uniform meaning in tax law, so it must be examined on a case-by-case basis whether such a transfer is made. Ne-

vertheless, a transaction volume of around 10% per year can be qualified as substantial (2020 STC commentary 28, p. 4).

The practitioners' method takes into account the value of substance, i.e. the value of the company's net assets, and the value of earnings, which is obtained by capitalising the net profits of the relevant financial years, plus or minus the write-backs and deductions listed in STC 28 (e.g. minus an extraordinary capital profit following the sale of an operating building). The capitalisation rate is composed of the interest rate of risk-free investments and a premium for fixed risks. Currently it is 7%, regardless of the company's sector of activity. This is an old, past-oriented method, which differs significantly from more modern valuation methods, such as the discounted cash flow (DCF) method which is based on a projection of future results and is not accepted by the tax authorities for the valuation of shares (2020 STC commentary 28, p. 3).

According to the practitioners' method, the value of the company is the weighted average between the earnings value, which is doubled, and the substance value, based on the following formula:

$$VC = (2EV + SV) / 3^1$$



autorités fiscales pour l'estimation des titres (commentaire 2020 CSI 28, p. 3).

Selon la méthode des praticiens, la valeur de l'entreprise résulte de la moyenne pondérée entre la valeur de rendement, qui est doublée, d'une part, et la valeur substantielle, selon la formule suivante :

$$VE = (2VR + VS) / 3^1.$$

Pour obtenir la valeur de rendement, il existe deux modèles. Le premier prend en considération les résultats de la période n-1 et n, cette dernière étant doublée. Le second modèle pondère la moyenne des résultats des exercices n-2, n-1 et n. Les cantons appliquent d'office l'une ou l'autre de ces méthodes, étant précisé que la société dont les titres sont estimés peut requérir l'application de l'autre méthode, qui doit alors être appliquées pour les 5 années suivantes (§7.3 CSI 28). La valeur de rendement s'établit comme suit :

Modèle 1:

$$[(2Rn + Rn-1)/3] \times (100/\text{taux de capitalisation})^2$$

Modèle 2:

$$[(Rn + Rn1 + Rn2)/3] \times (100/\text{taux de capitalisation})^3$$

### Exceptions et ajustements à la méthode

La valeur des sociétés holding, de gérance de fortune et de financement, de même que celle des sociétés immobilières correspond à leur valeur substantielle (§38 CSI 28; §42 CSI 28), aucune valeur de rendement n'étant prise en considération.

Les sociétés étrangères non cotées sont également évaluées sur la base de la méthode des praticiens, étant précisé que le taux de capitalisation peut fluctuer en fonction de la monnaie correspondante (taux 2020 EUR: 7%, USD 8%).

Les porteurs de participations minoritaires dans une société non cotée peuvent bénéficier

d'une déduction forfaitaire pour tenir compte de l'influence réduite qu'ils ont dans la société et de la transmissibilité restreinte de leur part (§61 CSI 28). Une déduction de 30% est admise, si le porteur de part détient 50% ou moins des droits de votes. Toutefois, si l'actionnaire minoritaire reçoit un dividende convenable, la déduction n'est pas accordée (§63.1 CSI 28). Un dividende est jugé convenable si le rapport entre le rendement et la valeur vénale de la participation s'élève au minimum à un certain pourcentage déterminé chaque année par l'Administration fédérale des contributions. Pour 2020, un dividende est jugé convenable s'il se monte au moins à 1% de la valeur vénale du titre (commentaire 2020 CSI 28, p. 81).

Pour les sociétés dont le rendement repose exclusivement ou presque exclusivement sur la performance d'un actionnaire unique ou majoritaire, l'autorité fiscale peut - sur demande de la société - prendre en compte l'inaliénabilité de ce rendement par une pondération simple de la valeur de rendement (commentaire 2020 CSI 28, p. 10). La valeur de l'entreprise ainsi calculée est applicable à tous les actionnaires y compris les actionnaires minoritaires qui ne peuvent alors pas bénéficier de la déduction forfaitaire. Cela étant, cette pondération simple n'est possible que si la société n'emploie pas d'autres personnes, hormis quelques personnes occupées à des tâches d'administration et de logistique (commentaire 2020 CSI 28, p. 10). Cela implique par exemple qu'une Etude d'avocats constituée sous forme de société anonyme ne peut pas bénéficier de cette pondération simple si elle engage des avocats collaborateurs ou des avocats stagiaires.

### Exemple simplifié de calcul

Une société commerciale dotée d'un capital-actions de CHF 1'500'000, divisé en 1'500 actions de CHF 1'000 chacune, a une valeur de substance calculée selon la circulaire CSI 28 de CHF 10'000'000. L'exercice n-1 s'est soldé par une perte de CHF 2'000'000.- et l'exercice n par un bénéfice de CHF 3'500'000, dont CHF 1'500'000 provenant d'un bénéfice en capital extraordinaire. Monsieur X, détient une participation de 20% du capital et des droits de vote.

Le résultat à prendre en considération pour l'année n-1 est de 0, dans la mesure où la va-

To obtain the earnings value, there are two models. The first one takes into account the results of the period n-1 and n, the latter being doubled. The second model weights the average of the results of years n-2, n-1 and n. The cantons automatically apply one or the other of these methods, although the company whose shares are valued may request the application of the other method, which must then be applied for the following five years (§7.3 STC 28). The earnings value is established as follows:

Model 1:

$$[(2Pn + Pn-1)/3] \times (100/\text{capitalisation rate})^2$$

Model 2:

$$[(Pn + Pn1 + Pn2)/3] \times (100/\text{capitalisation rate})^3$$

### Exceptions and adjustments to the practitioners' method

The value of holding, asset management and finance companies, as well as real estate companies, corresponds to their substance value (§38 STC 28; §42 STC 28); no earnings value is taken into consideration.

Unlisted foreign companies are also valued on the basis of the practitioners' method, with the exception that the capitalisation rate may vary depending on the relevant currency (2020 EUR rate: 7%, USD 8%).

Holder of minority stakes in an unlisted company are entitled to a lump-sum deduction to compensate for the reduced influence they have in the company and the limited transferability of their shares (§61 STC 28). A deduction of 30% is allowed, if the shareholder holds 50% or less of the voting rights. However, if the minority shareholder receives a suitable dividend, the deduction is not granted (§63.1 STC 28). A dividend is deemed appropriate if the ratio between the yield and the market value of the shareholding amounts to at least a certain percentage determined each year by the Federal Tax Administration. For 2020, a dividend is deemed appropriate if it amounts to at least

<sup>1</sup> VE: valeur de l'entreprise; VR: valeur de rendement; VS: valeur substantielle

<sup>2</sup> Rn: Résultat net de l'exercice n; Rn-1: Résultat net de l'exercice n-1

<sup>3</sup> Rn: Résultat net de l'exercice n; Rn-1: Résultat net de l'exercice n-1; Rn-2: Résultat net de l'exercice n-2

<sup>1</sup> VC: Value of the company; EV: Earnings value; SV: Substance value;

<sup>2</sup> Pn/Pn-1: Net profit for financial year n/n-1

<sup>3</sup> Pn/Pn-1/Pn-2: Net profit for financial year n/n-1/n-2

leur de rendement ne peut pas être négative (commentaire 2020 CSI 28, p. 15). Le résultat à prendre en considération pour l'année n est de CHF 2'000'000 puisqu'il n'y a pas lieu de tenir compte du bénéfice en capital extraordinaire.

La valeur de rendement se monte dès lors à CHF 19'047'620 selon le calcul suivant :

Modèle 1 :  $[(2 \times 2'000'000 + 0) / 3] \times (100 / 7)$

La valeur de l'entreprise se monte ainsi à CHF 16'031'747 selon le calcul suivant :

$[(2 \times 19'047'620) + 10'000'000] / 3$

Une action de cette société vaut dès lors CHF 10'687.83. Monsieur X, actionnaire minoritaire, aura droit à la déduction de 30%, de sorte que ses actions seront valorisées à CHF 7'481.48 l'unité.

#### Rigidité de la méthode des praticiens

La société commerciale citée dans l'exemple ci-dessus est a priori profitable et un investisseur pourrait être intéressé à l'acquérir à un prix correspondant à la valeur vénale calculée. Or, s'il ne s'agissait pas d'une société commerciale mais d'une société de service dont la valeur était créée uniquement par les actionnaires actuels, on serait sans doute arrivé exactement à la même valeur vénale en application de la méthode des praticiens. Il est pourtant évident que les actionnaires de la société de service ne pourront pas vendre leurs parts pour ce prix-là, étant donné que sans eux, la société ne générerait aucun rendement. Dans ce sens, l'application stricte de la méthode des praticiens par les autorités fiscales peut mener à des résultats choquants.

#### Conclusion

Même si elle ne fait pas office de loi, la Circulaire n°28 CSI est appliquée de manière systématique par les autorités de taxation pour déterminer la valeur vénale des titres de sociétés non cotées. Le fait d'appliquer la même formule et le même taux de capitalisation à des sociétés actives dans des domaines aussi différents que l'industrie, le commerce, l'artisanat, la construction et le service peut conduire à des résultats choquants. Une évaluation tenant compte de ces différences serait potentiellement plus compliquée mais arriverait à un résultat plus proche de la réelle valeur vénale des titres, qui, rappelons-le, est censée être la valeur soumise à l'impôt sur la fortune selon la loi. ■

1% of the market value of the share (2020 STC commentary 28, p. 81).

For companies whose return is based exclusively or almost exclusively on the performance of a single or majority shareholder, the tax authority may - at the request of the company - take into account the non-marketability of this return by means of a simple weighting of the earnings value (2020 STC commentary 28, p. 10). The value of the company calculated in this way is applicable to all shareholders, including minority shareholders, who are then not entitled to the lump sum deduction. However, this simple weighting is only possible if the company does not employ any other persons, apart from a few persons engaged in administrative and logistical tasks (2020 STC commentary 28, p. 10). This means, for example, that a law firm incorporated as a limited company cannot benefit from this simple weighting if it employs associate lawyers or trainee lawyers.

#### Simplified example of calculation

A commercial company with a share capital of CHF 1,500,000, divided into 1,500 shares of CHF 1,000 each, has a substance value calculated according to STC Circular 28 of CHF 10,000,000. The financial year n-1 ended with a loss of CHF 2,000,000 and the financial year n with a profit of CHF 3,500,000, of which CHF 1,500,000 came from an extraordinary capital gain. Mr X holds 20% of the capital and voting rights.

The result to be taken into account for the year n-1 is 0, as the earnings value cannot be negative (2020 STC commentary 28, p. 15). The result to be taken into account for year n is CHF 2,000,000, as the extraordinary capital gain is not to be taken into account.

The earnings value therefore amounts to CHF 19,047,620 according to the following calculation:

Model 1:  $[(2 \times 2'000'000 + 0) / 3] \times (100 / 7)$

The value of the company is therefore CHF 16,031,747 according to the following calculation:

$[(2 \times 19'047'620) + 10'000'000] / 3$

One share of this company is therefore worth CHF 10,687.83. Mr X, a minority shareholder, will be entitled to the 30% deduction, so that his shares will be valued at CHF 7,481.48 each.

#### Inflexibility of the practitioners' method

The commercial company in the above example is profitable and an investor might be interested in acquiring it at a price that corresponds to the calculated market value. However, if it were not a commercial company but a service company whose value was created solely by the current shareholders, the market value would probably have been exactly the same using the practitioners' method. It is clear, though, that the shareholders of the service company will not be able to sell their shares for that price, since without them the company would not generate any earnings. In this sense, the strict application of the practitioners' method by the tax authorities can lead to shocking results.

#### Conclusion

Although it is not law, STC Circular No. 28 is systematically applied by tax authorities to determine the market value of shares in unlisted companies. Applying the same formula and the same capitalisation rate to companies active in such different fields as industry, commerce, trades, construction and service can lead to shocking results. A valuation that takes these differences into account would potentially be more complicated but would produce a result that is closer to the real market value of the shares, which, it should be remembered, is supposed to be the value subjected to wealth tax by law. ■