

**OLIVIER SCHWAB**

Fort de dix années d'expérience au sein du cabinet Ernst & Young, Olivier Schwab a été plus récemment responsable de la direction et du développement des activités Évaluations et stratégie de financière au sein de KPMG Corporate Finance, avant de créer son propre cabinet indépendant, NG Finance – www.ngfi.fr. Olivier Schwab est membre du réseau international d'audit et de conseil Oui-Global (www.oui-global.com), et membre des associations AACIF et SFAF.

Crise financière, arrêté des comptes et dépréciation d'actifs

L'arrêté des comptes 2011 s'annonce délicat. Dans un environnement marqué par la baisse des bourses mondiales, par les incertitudes concernant d'autres classes d'actifs et les dépréciations des dettes souveraines, les écarts entre la valeur intrinsèque des entreprises et leur valeur boursière déterminés dans le cadre des tests de dépréciation risquent d'être importants. La prudence s'impose.

La norme IAS 36 sur les dépréciations d'actifs impose aux entreprises d'apprécier, chaque année, s'il existe un quelconque indice¹ montrant qu'un actif a pu perdre de la valeur, afin de s'assurer que la valeur nette comptable de ses actifs n'excède pas leur « valeur recouvrable », c'est-à-dire le montant qui sera recouvré pour leur utilisation ou leur vente.

À l'heure où une crise financière, budgétaire et boursière bat son plein en Europe et frappe l'économie mondiale depuis 2007, nous sommes en droit de nous interroger sur les performances et les résultats à venir de nos sociétés cotées. En effet, tout comme en 2008-2009, il y a fort à parier que les commissaires aux comptes, associés à leurs experts en évaluation, seront confrontés à un grand écart entre la valeur intrinsèque des entreprises et leur valeur boursière dans le cadre des tests de dépréciation clôturant l'année 2011.

Après avoir résumé les principes essentiels de la norme IAS 36, nous

faisons ici un rappel des méthodes d'évaluation, utilisées dans le cadre des travaux de tests de dépréciation, qui ne doivent évidemment pas tourner le dos aux « business plans » et à la valeur intrinsèque, mais qui ne peuvent non plus ignorer les risques reflétés dans les cours de bourse, risques de récession en particulier, qui pourraient bouleverser les prévisions des entreprises.

DEUX TYPOLOGIES D'ACTIFS

Quid des valorisations d'actifs dans les comptes dans ce contexte de crise boursière ?

Comme chacun le conçoit maintenant, la norme comptable internationale distingue dans ses tests de dépréciation deux typologies d'actifs : (i) les actifs à durée² de vie finie ou encore amortissables (ex. : relations clients, technologies, équipements industriels, usines, stocks, etc.), susceptibles de faire l'objet de tests de dépréciation, « si et seulement si » existent des indices de pertes de valeur de nature interne

ou externe comme rappelé en préambule ; (ii) les actifs à durée de vie indéfinie tels que le *goodwill* ou encore certaines marques, identifiées comme telles compte tenu du poids de leur histoire et de leurs capacités à dégager une valeur durable pour l'entreprise. Ceux-ci devront faire l'objet, *a minima* une fois par an, de tests de dépréciation. En plein chaos budgétaire et financier, il subsiste donc une obligation, ou du moins une forte possibilité, de voir l'entreprise contrainte de mener des tests à la clôture de l'exercice 2011. Doit-on alors s'inquiéter ou s'interroger à nouveau, comme en 2008 et 2009 à la suite de la crise financière, à la fois sur les conséquences à venir en termes de dépréciations d'actifs ainsi que sur les bonnes pratiques de valorisation utilisées lors de ces tests ? D'autant que l'on a connu une chute des principales valeurs boursières françaises (indice CAC 40) de plus de 15 % au cours de l'année 2011, et que la plus grande incertitude sur les perspectives économiques pèse sur l'année 2012.

Au cours des trois dernières années, les différentes études menées par les grands cabinets d'audit de la place sur la base d'un panel de sociétés représentatives faisaient apparaître un impact relativement limité des conséquences de la crise sur l'évolution du poids des actifs dépréciés. Pour quelles raisons ? Les tests sont-ils décorés des conditions de marché ? Les méthodologies de valorisation retenues n'intègrent-elles pas ces nouvelles conditions financières

et économiques ? Comme l'ont énoncé de nombreux grands économistes avant nous, il est aisé de comprendre que les mécanismes de détermination de valeur, et par extension de prix, sont complexes, quels que soient les modèles pratiqués. Adam Smith³ distinguait en son temps ce qu'il appelait le prix naturel, par opposition au prix de marché, ce dernier étant créé par l'action spontanée des intervenants sur le marché en fonction d'un équilibre établi entre un volume d'offre

et de demande. Le prix naturel défini par Adam Smith, résultait, quant à lui, d'un calcul reflétant une interprétation additive du prix fondé « sur la somme des salaires, des rentes et des profits ».

CRISE, VALEUR INTRINSÈQUE ET VALEUR ACTUELLE

Aujourd'hui, nous serions en droit de distinguer la valeur « intrinsèque » d'une société, qui reposerait essentiellement sur ses perspectives de croissance et de rentabilité à partir de l'utilisation d'un actif économique, et la valeur actuelle correspondant dès lors à l'actualisation de ses profits sur la base du coût de rémunération attendu des divers pourvoyeurs de fonds nécessaires au financement de ces actifs (schématiquement les actionnaires et les créanciers). Ce coût serait lui-même apprécié à partir du risque perçu dans le cadre d'un investissement dans un produit de placement de rentabilité similaire. Nous sommes donc loin de considérer la valeur marchande de ces actifs tels qu'ils pourraient être échangés au sein d'un marché organisé et dans lequel les risques de contreparties ou encore d'arbitrage et de spéculation sont largement de mise aujourd'hui.

Ces mêmes études indiquaient que la majorité des entreprises avaient recours, dans le cadre de leur test, à la détermination de la valeur

En plein chaos budgétaire et financier, il subsiste donc une obligation, ou du moins une forte possibilité, de voir l'entreprise contrainte de mener des tests à la clôture de l'exercice 2011. Tout comme en 2008-2009, il y a fort à parier que les commissaires aux comptes et les experts en évaluation, seront confrontés à un grand écart entre la valeur intrinsèque des entreprises et leur valeur boursière.

TESTS DE DÉPRÉCIATION ET INFORMATIONS FINANCIÈRES

L'Autorité des marchés financiers intervient régulièrement afin de présenter ses recommandations en termes de communication financière sur les dépréciations d'actifs. Elle publie fréquemment des mises à jour présentant les éléments essentiels devant apparaître dans les rapports annuels des entreprises françaises dans le but d'accroître la transparence liée à la norme IAS 36. Et les dernières études font effectivement apparaître une nette amélioration de la communication financière des grandes entreprises. Elles n'hésitent plus dorénavant à donner des informations plus exhaustives et de meilleure qualité sur les différents paramètres de valorisation utilisés ainsi que sur les analyses complémentaires (ex. : analyses de sensibilités, autres tests de cohérence) effectuées compte tenu des incertitudes apparues sur les indicateurs clés de croissance et de rentabilité (ex. : composants du chiffre d'affaires, marge opérationnelle, taux de croissance long terme, etc.). Cette amélioration de la transparence des entreprises quant aux approches menées et aux paramètres utilisés ne peut, à mon sens, que leur être profitable dans cet environnement où les crises de confiance règnent en maître.

Olivier Schwab

LES PRINCIPES GÉNÉRAUX D'UN TEST DE DÉPRÉCIATION

Le principe d'un test de dépréciation selon IAS 36 est bien de comparer, pour chaque actif ou unité génératrice de trésorerie identifié (UGT) une valeur dite recouvrable (*Recoverable Value*) à une valeur dite comptable (*Carrying Value*).

Dans l'hypothèse où ce différentiel est positif, aucune dépréciation n'est envisagée. À l'inverse, dès lors que le différentiel est négatif, des charges pour dépréciation devront être activées. La valeur « recouvrable » se définit comme le montant maximum entre une valeur d'utilité (ou valeur d'usage dans le langage commun) et une juste valeur retraitées des coûts de cession de l'actif. Il convient de noter qu'il n'est pas nécessaire de mettre en œuvre les deux méthodes si l'une d'entre elles conduit à une valeur recouvrable supérieure à la valeur comptable d'un actif ou d'une UGT.

LA VALEUR INTRINSÈQUE COMME VALEUR D'UTILITÉ ?

La valeur d'utilité se définit comme la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs estimés de l'utilisation continue d'un actif et de sa sortie à la fin de sa durée d'utilité. Elle est généralement appréciée sur la base d'une approche résidant sur l'actualisation de flux prévisionnels à partir d'un taux représentant la rémunération attendue par les divers pourvoyeurs de fonds de l'entreprise (actionnaires et créanciers). Ce taux est établi sur la base d'une appréhension du risque de marché.

Cette approche est généralement fondée sur des perspectives de flux pour une période de trois à cinq ans en moyenne telle que préconisée par la norme. Des possibilités d'extension de période pour des activités à cycle long sont possibles, voire indiquées.

La particularité de la valeur d'utilité résulte donc bien dans une évaluation « intrinsèque » d'un actif existant. Nous intégrons ainsi essentiellement les investissements susceptibles de maintenir l'utilisation de l'actif

sans autre investissement de croissance de capacité. Ceci limite ainsi les valorisations additives liées aux risques de financement. Dans la même veine, toute charge de restructuration est exclue dans la mesure où aucun plan, ou information fiable, ne conduit à la considérer.

LA VALEUR DE MARCHÉ COMME JUSTE VALEUR ?

La juste valeur nette des coûts de cession est le montant pouvant être obtenu de la vente d'un actif lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes, moins les coûts de sortie.

Les coûts de cession sont les coûts marginaux directement attribuables à la sortie d'un actif, à l'exclusion des charges financières et de la charge d'impôt.

La juste valeur nette de coût de cession, à savoir la valeur appréciée par l'ensemble des acteurs de marché, est donc essentiellement fondée sur des indicateurs de marché (ex. : prix de référence, transactions comparables, valeurs boursières). Bien que la norme ne le préconise pas spécifiquement, il est possible d'établir un DCF (*Discounted Cash Flow*), mais celui-ci doit obligatoirement reposer sur des estimations de marché déterminées généralement à partir de consensus établis sur des prévisions d'analystes financiers.

La valorisation boursière, ou transactionnelle, est donc essentiellement utilisée dans le cadre de la détermination de la juste valeur. Son caractère volatile et complexe dans l'analyse de son évolution conduit bon nombre d'entreprises à exclure cette méthodologie dans leurs travaux. Néanmoins, il convient de rappeler que la valeur recouvrable correspond au montant maximum entre la valeur d'usage ou d'utilité et cette même valeur, cette dernière pourrait donc être appréciée à titre comparatif.

Olivier Schwab

d'utilité, qui peut s'apparenter à la « valeur intrinsèque », comparative-ment à la juste valeur diminuée des coûts de cession, estimée principalement à partir de « références de marché actif », à savoir des offres engageantes lors de transactions ou de contrats comparables signés, ou encore des cours boursiers de sociétés cotées opérant dans des secteurs comparables ou tout au moins présentant des modèles opérationnels et économiques similaires.

Était-ce d'ores et déjà l'environnement économique et financier difficile qui conduisait les entreprises à estimer cette typologie de valeur fondée sur des plans de développement de trois à cinq ans afin de tempérer les conséquences conjoncturelles à court terme. Nous pouvons largement le penser.

Néanmoins, personne ne pouvait envisager le caractère structurel et donc durable de ces conditions financières et économiques, avec pour conséquence le maintien d'une forte incertitude devant conduire nombre d'entreprises à établir des hypothèses particulièrement prudentes en termes de croissance et de rentabilité, ainsi que pour l'estimation des taux d'actualisation intégrant les risques de marché.

Dans le même temps, les commissaires aux comptes, soutenus en cela par l'Autorité des marchés financiers (cf. encadré 2), se sont de plus en plus attachés à identifier les indicateurs opérationnels clés ayant une incidence significative sur la détermination des flux de trésorerie (niveau d'activité, taux de marge, cours de change, cours

EXTRAITS DE LA SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE PWC

Nous reprenons ici des extraits de la synthèse de l'étude PWC de 2010 illustrant les faibles mouvements de dépréciation depuis la crise de 2008.

« En 2008, dans un contexte de crise, l'étude avait montré que les tests de dépréciation des actifs non financiers n'avaient pas généré de dépréciations massives. Les opérateurs s'étaient pour la plupart placés dans une optique long terme en ayant recours à la valeur d'utilité, leur permettant ainsi de tempérer les effets de la crise à court terme. En 2009, cette tendance est confirmée par un niveau de dépréciation demeurant modeste par rapport à la valeur globale des actifs incorporels inscrits à l'actif des bilans. Comme en 2008, l'environnement économique et financier a rendu difficile la référence à des valeurs de marché et les sociétés ont eu recours en majorité à la valeur d'utilité, généralement fondée sur leur plan de développement à cinq ans. »

des matières premières...). Ils ont également dû apprendre à identifier pour chacun de ces indicateurs le niveau auquel la valeur vénale du *goodwill* serait égale à sa valeur comptable. Ces mesures limitent en effet le risque de défaillance en termes de jugement professionnels et devront être intensifiées à la clôture de l'exercice.

Aujourd'hui, et quel que soit le secteur envisagé, la prudence est donc de mise compte tenu du contexte macro-économique. Certes, une méthodologie fondée à la fois sur des perspectives long terme et des fondamentaux spécifiques à l'entreprise, sera largement mise en œuvre dans cet environnement. Néanmoins, des enseignements devront être tirés des évolutions de valeurs de marchés actifs. Il conviendra donc de considérer

ces références dans les analyses de valorisation et de s'appuyer sur des experts capables d'émettre et d'étayer un jugement professionnel avisé sur la cohérence de l'ensemble des valeurs affichées. ■

(1) Les indices de perte de valeur peuvent être d'ordre externe (baisse de la valeur de marché, changements de taille survenus dans l'environnement technique, économique ou juridique de l'entreprise ou sur son marché, augmentations importantes des taux d'intérêt ou de rendement, etc.). Ils peuvent également être d'ordre interne (obsolescence ou dégradation physique, changements importants dans le mode d'utilisation, performances inférieures aux prévisions, etc.).

(2) La durée d'utilité (finie ou indéfinie) est la période pendant laquelle l'entreprise s'attend à utiliser l'actif (ou le groupe d'actifs) ou à produire le nombre d'unités à obtenir de l'actif (ou du groupe d'actifs).

(3) Principaux ouvrages d'Adam Smith: Théorie des sentiments moraux, 1759; Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations, 1776

Les commissaires aux comptes se sont de plus en plus attachés à identifier les indicateurs opérationnels clés ayant une incidence significative sur la détermination des flux de trésorerie. Ils ont également dû apprendre à identifier pour chacun de ces indicateurs le niveau auquel la valeur vénale du goodwill serait égale à sa valeur comptable.