

Lettre trimestrielle n°11 – 4^{ème} trimestre 2013

Sommaire :

- Edito du Président
Page 1
- Flash Actualités
2013/2014
Page 2
- Management
packages : difficultés
en matières
d'évaluation et
risques fiscaux
associés
Page 7
- La recherche
académique en
évaluation
d'entreprise
Page 17
- Tests de dépréciation
des goodwill :
enjeux, pratiques et
recommandations
Page 19

Edito du Président,

L'association A3E souhaite apporter sa contribution à la réflexion, afin de rappeler les fondamentaux de la démarche d'évaluation, de développer et d'homogénéiser les bonnes pratiques, et de diffuser les résultats des différentes études et enquêtes qu'elle réalise depuis de nombreuses années.

L'objectif des lettres trimestrielles est de partager certaines réflexions autour d'un thème qui servira de fil conducteur.

L'année 2013 s'est terminée sur une note positive, mais le socle n'est pas suffisamment solide à ce jour pour confirmer une reprise durable :

- **d'un côté**, une progression significative en 2013 des marchés et des multiples moyens de transactions constatés, différents indicateurs économiques orientés à la hausse, des paramètres actuariels qui restent peu sensibles à la crise, voire évoluent de manière favorable, des liquidités qui restent importantes,
- **d'un autre côté**, un risque macro-économique qui reste fort (poids des dettes publiques, taux de chômage élevés, une reprise trop timide, un risque pays en progression sur les pays émergents, des risques géopolitiques sur certains continents, une volatilité élevée des cours des devises,...), une aspiration des investisseurs à des rendements plus élevés, des résultats 2013 qui vont être souvent difficiles à analyser (impact de certains éléments tels que le CICE, impact des éléments exceptionnels,...), une pression toujours très élevée des tests de dépréciation, une volatilité forte du résultat net global des sociétés cotées liées à l'introduction de nouvelles normes internationales telles que la norme IAS 19 révisée sur les avantages au personnel.

Dans ce contexte qui reste compliqué et potentiellement spéculatif, il est plus que jamais nécessaire d'être très attentif dans la démarche de valorisation de sociétés / d'actifs et dans la restitution de la synthèse des travaux. Il ne faut jamais oublier que la valeur n'est pas le prix, et que l'évaluation n'est pas une science exacte.

Nous sommes très heureux de vous présenter dans ce numéro un focus sur certaines évolutions intervenues en 2013, un point sur la recherche académique en matière d'évaluation, une réflexion sur les problématiques d'évaluation et de risques fiscaux liés aux managements packages, et la synthèse de différentes études, dont celle réalisée par A3E sur les sociétés du SBF 120.

Christophe VELUT – Président A3E Lyon

Comité de Rédaction :

Eddy BLOY, Edouard CHASTENET, Bertrand MANET, Alain MARION, Christophe VELUT.

La lettre présente les réflexions des membres de l'association sur des thèmes liés à l'évaluation. Les articles insérés dans cette lettre sont le fruit de l'étude d'un groupe de travail ou de leur(s) auteur(s) intervenant à titre personnel. Elles ne sauraient engager l'association A3E ni les sociétés mentionnées dans cette lettre, en aucune manière.

Flash -actualités / revue de presse- 2013

Christophe VELUT, Président A3E, Associé chez Orfis Baker Tilly, en charge de l'activité évaluation financière

➤ **Flash -évolution des valorisations des sociétés non cotées de la zone euro en 2013 :**

(source : indice Argos)

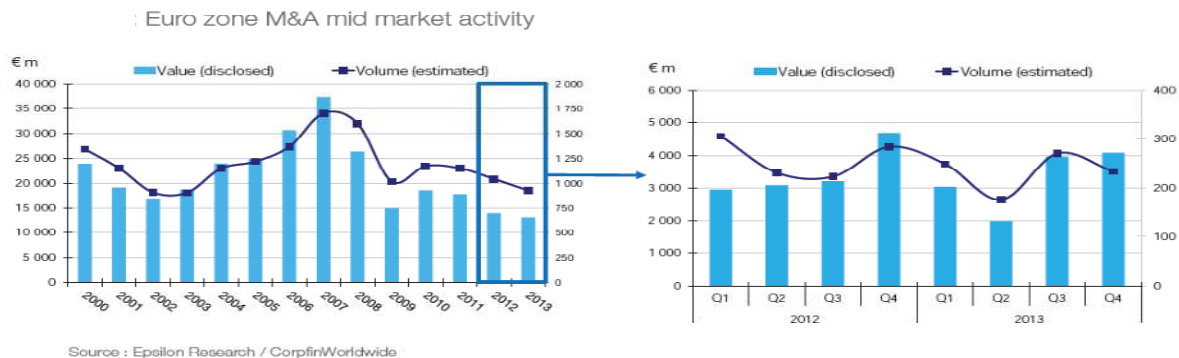
L'évolution de l'indice Argos Mid-Market en 2013 met en évidence un rebond de 1 point des multiples d'EBITDA en 2013, à 7,5X l'EBITDA, proche du pic des 5 dernières années de 7,7X fin 2011. Cette forte progression intervient après une baisse de près de 1 point en 2012. L'essentiel de la hausse est intervenue au 4^{ème} trimestre 2013.

La volatilité des multiples reste élevée annuellement depuis près de 10 ans: en effet, le multiple moyen avait augmenté de près de 1 point en 2010 (après un effondrement du fait de la crise : le multiple était en effet passé de 8,4X en 2007 à 5,7X en 2009), et 0,7 point en 2011.

On peut constater que depuis 2008, le multiple moyen évolue dans une zone comprise entre 6X et 7X l'EBITDA, qui reste très inférieure à la fourchette des multiples d'avant crise (entre 8X et 9X entre mi 2005 et mi 2008, le multiple le plus élevé ayant été constaté fin 2006 avec 9,1X l'EBITDA).

Cette hausse de l'indice, tirée par les acquéreurs industriels, est liée à la conjugaison de plusieurs facteurs : forte hausse des marchés actions depuis 2 ans qui se répercute progressivement sur le non coté (les acquéreurs cotés représentent au 2nd semestre 2013 près de 50% des acquéreurs industriels du mid-market), montée en puissance en 2013 des acquéreurs étrangers, notamment américains (près de 50% des transactions, contre une moyenne historique de 32%), améliorations de différents indicateurs économiques, diminution des risques macro-économiques sur la zone euro, réserves de trésorerie des acquéreurs industriels importantes, retour progressif de la confiance des investisseurs, et absence de chocs majeurs sur les marchés financiers sur le 2nd semestre.

Le marché M&A mid market a fortement baissé en 2013 par rapport à 2012: -11% en valeur et -6% en volume. Ainsi, 2013 a représenté le plus faible nombre de transactions depuis 2003. En revanche, cette baisse est principalement liée au 1^{er} semestre 2013. Le marché M&A s'est en effet redressé sur le 2nd semestre (+60% en valeur et +18% en volume par rapport au 1^{er} semestre), du fait de la dissipation progressive des inquiétudes macro-économiques liées à la zone euros.



➤ **Flash- prévisions d'évolutions de taux d'actualisation et de taux de croissance à l'infini :**

L'enquête A3E présentée ci-après dans un article spécifique a mis en évidence une volatilité très faible des taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini depuis 4 ans.

Il ressort des différentes informations obtenues des sociétés que 2013 devrait rester dans cette direction. Ainsi :

- Les taux d'actualisation, hors primes de risques spécifiques, devraient généralement être stables, voire légèrement diminuer. Il est à noter que de plus en plus de groupes calculent les composantes du taux, et notamment le taux sans risques et la prime de risques par rapport à **des moyennes établies sur des périodes plus ou moins longues, et non des données spot**, pour lisser les effets importants de la volatilité court terme. Cette décision nous paraît justifiée et prudente, notamment en 2013, où l'évolution des primes de risques marché calculées sur la base de données spots aurait conduit dans certains cas à une baisse de 20% du taux d'actualisation, non justifiée par l'évolution des risques,
- Les taux de croissance à l'infini devraient également être globalement stables, voire en légère baisse. Il convient d'être attentif dans les analyses comparatives sectorielles, car les pratiques des groupes sont différentes : les taux devraient être stables ou orientés à la baisse, dans le cas de groupes utilisant des données de marché, les taux devraient être stables dans le cas de groupes ayant retenu dans le passé des hypothèses plus prudentes que les données de marché.

Le taux de croissance à l'infini appliqué dans le cas de la France devrait continuer de se situer aux alentours de 1,5% à 2%, malgré une croissance atone du PIB attendue pour 2014 (+0,9%) et 2015 (+1,5%). Il convient de rappeler que certains experts avaient prévu de diminuer leurs recommandations sur la France sur le 3^{ème} trimestre 2013, pour revenir en arrière en fin d'année, compte tenu du réhaussement des prévisions sur la France.

➤ **Flash - un suivi particulier des risques pays dans le cadre des évaluations :**

Si l'économie mondiale a rebondi durant l'été 2012 grâce à la « fin » de la crise de la zone euros, la reprise reste très timide un an après. L'Europe comme les Etats-Unis sont à la recherche d'un nouveau modèle de croissance qui ne soit pas fondé sur l'endettement public ou l'endettement des ménages. En effet, les outils budgétaires sont grippés, l'accès au crédit reste difficile, les taux de chômage restent élevés, la gestion des devises, des taux, et de la politique fiscale restent des exercices compliqués et périlleux.

Les pays émergents sont rattrapés aujourd'hui par la crise, après avoir été un des axes de développement majeur des entreprises,..., tout en continuant de constituer un axe de développement fort.

La réapparition de difficultés économiques et financières, la chute de leurs monnaies vis-à-vis des principales devises, l'accélération de l'inflation, des taux de croissance en nette diminution, des troubles géopolitiques, et une dérive de certaines dépenses budgétaires dans certains pays émergents (tels que Brésil, Chili, Argentine, Turquie, Russie, Inde, Afrique du Sud, ou Indonésie) **doit conduire à une grande prudence dans les évaluations de sociétés de ces pays, ceci à différents niveaux** (prise en compte de l'inflation et des cours de change dans les prévisions, prise en compte d'une prime de risque spécifique pour le calcul du taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini,...).

Le tableau suivant illustre certaines évolutions concernant le Brésil et l'Inde.

Brésil	2011	2012	2013	2014 (prév)	2015 (prév)
Taux de croissance du PIB (en%)	2,7%	0,9%	2,5%	2,5%	3,1%
Taux d'inflation (en %)	6,5%	5,8%	5,9%	5,8%	5,0%
Evolution de la devise (évolution tx conversion moyen N/N-1 en %)	+0,2%	-7,3%	-12,5%	NC	NC
Inde	2011	2012	2013	2014 (prév)	2015 (prév)
Taux de croissance du PIB (en%)	6,3%	3,2%	3,8%	5,1%	6,3%
Taux d'inflation (en %)	8,65%	11,4%	9,0%	8,8	7,6%
Evolution de la devise (évolution tx conversion moyen N/N-1 en %)	-6,6%	-5,4%	-12%	NC	NC

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013

L'Inde connaît ainsi son plus faible taux de croissance depuis 10 ans, et le Brésil a fortement revu à la baisse son taux de croissance du PIB, suite à une progression de l'inflation.

La Chine connaît également un ralentissement de sa croissance pour plusieurs raisons (impact de la crise des pays développés, consommation intérieure insuffisante,...),

Chine	2011	2012	2013	2014 (prév)	2015 (prév)
Taux de croissance du GDP (en%)	9,300%	7,700%	7,600%	7,254%	7,033%
Taux d'inflation (en %)	4,100%	2,500%	3,000%	2,971%	3,000%
Evolution de la devise (évolution tx conversion moyen N/N-1 en %)	0,269%	-9,895%	0,733%	NC	NC

Source : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2013.

2014 pourrait ainsi connaître le plus faible niveau de croissance des 10 dernières années.

Pour information, les primes de risques spécifiques pays publiées sur le site de Damodaran ont peu augmenté (entre janvier 2012 et janvier 2014) de : 0,2 points pour la Chine et 0,3 pour l'Inde et elles ont légèrement baissé sur le Brésil (-0,15 pt), étant entendu qu'il existe un décalage entre la publication des données macro-économiques des pays, et la mise à jour des primes de risques pays.

Il conviendra de suivre l'évolution de ces primes sur l'année 2014 compte tenu de la forte volatilité des marchés émergents début 2014, et de la variation de l'inflation.

Les augmentations de prime de risque ne touchent pas que les pays émergents. En effet, le risque pays sur l'Espagne et l'Italie ont augmenté respectivement de 2 pts et 1,4 pts entre janvier 2012 et janvier 2014.

➤ **Flash- capital investissement :**

Selon une étude du cabinet Ernst & Young, la France se place à la 3^{ème} place du capital risque européen derrière le Royaume Uni et l'Allemagne, avec 487 M€ levés au second semestre 2013.

Le capital risque français est fortement dominé par les secteurs suivants :

- Le numérique (services internet et logiciels, avec respectivement 132 M€ et 115 millions levés),
- Les « medtechs » (43 M€),
- Les biotechs (40 M€).

Source : Option Finance.

➤ **Flash - offres publiques :**

Le nombre d'offres publiques est en net recul, selon une étude réalisée par le cabinet Ricol&Lasteyrie : la valeur des offres a chuté de 76,6% en 2013, passant de 3,24 Mds € en 2012 à 0,76 Mds € en 2013.

Cette diminution a surtout concerné les montants des offres publiques : en effet, le nombre d'offres n'a baissé que de 10% en 2013 (37 offres en 2013 contre 41 en 2012). La plus importante offre publique en 2013 (sur Foncière Logement Développement, pour 318 M€), a représenté 3 fois moins que l'offre la plus importante de 2012.

Source : Option Finance.

➤ **Flash – bénéfices nets des entreprises du CAC 40 :**

Les bénéfices nets des entreprises du CAC 40 ont reculé pour la 3^{ème} année consécutive, pour passer de 82 mds € en 2010, 74 Mds € en 2011, 53 Mds € en 2012 à 48 Mds € en 2013, pour se retrouver au niveau du point bas de 2009 (47 mds €) Ce niveau est très long (**loin**) des niveaux d'avant crise (100 Mds € en 2007).

Cette baisse est en réalité très contrastée : d'un côté, une progression significative du résultat opérationnel de nombreuses sociétés. D'un autre côté, des éléments exceptionnels significatifs, tels que dépréciation d'actifs, restructurations ou litiges Ainsi, GDF Suez a constaté une dépréciation sur la valeur des centrales thermiques et à gaz du groupe en Europe à hauteur de 14,9 Mds € ; Bouygues a constaté une dépréciation de 1,4 mds € sur 3 participations. Ou encore des effets de change négatifs liés à l'évolution de l'euro par rapport à certaines devises, notamment de pays émergents, qui ont fortement baissé

Source : Le Figaro

Management packages : difficultés en matière d'évaluation et risques fiscaux associés

Olivier ARTHAUD, Associé Evaluation chez GVGM, Vice-Président de la commission Evaluation de la CNCC

« Les instruments de rémunération (Management Package) ont différents objectifs dont les principaux sont de motiver les managers en récompensant leur performances, d'assurer leur fidélité à moyen terme, de faire converger les intérêts des managers avec ceux des actionnaires et de permettre éventuellement une prise de contrôle future du management »

« Chaque management package est unique et résulte d'une négociation entre les managers et les investisseurs »

« Le sweet equity consiste à définir la répartition entre apport en capital et obligations convertibles émises par la holding de reprise. Ces obligations laissent la possibilité de convertir en action le sweet equity afin de diluer les managers si les résultats du LBO ne sont pas à la hauteur des attentes du Fonds »

« Le mécanisme de sweet equity est un procédé défensif mis en place pour protéger les investisseurs financiers »

« Le mécanisme de ratchet permet aux managers d'avoir accès, lors de la sortie de l'opération, à une plus value complémentaire en cas de réussite du LBO »

« Le mécanisme de ratchet permet aux managers d'avoir un accès supplémentaire au capital de la holding grâce à des options, il s'agit donc d'un mécanisme incitatif au profit des managers »

« Les bons de souscription d'actions sont des instruments souples qui répondent parfaitement à l'objectif de co-investissement entre le Fonds et le manager, ainsi qu'à celui de partage de la plus-value à terme en fonction des performances de l'opération »

« Afin d'éviter tout risque social et fiscal de requalification en salaires déguisés, les BSA ainsi que les titres sous-jacents devront faire l'objet d'une valorisation, si possible à leur valeur vénale ».

« La valeur d'un BSA proche de 10% de la valeur d'un sous-jacent n'est pas une vérité absolue »

« Pour éviter tout risque fiscal, l'évaluation doit être documentée et « démontrables ». Les rapports d'évaluation doivent faire preuve d'un minimum de transparence et de pédagogie »

Un LBO n'est pas uniquement une opération financière mais également une aventure humaine qui amène des investisseurs et des managers dont les intérêts ne sont pas nécessairement totalement convergents, à travailler ensemble.

La réussite d'un LBO dépendant largement de la capacité des dirigeants à créer de la valeur en améliorant la rentabilité de la cible, il est donc important que les managers soient intéressés par la réussite du LBO.

Ainsi, dans la plupart des opérations de LBO, il est proposé aux managers d'investir aux côtés des investisseurs financiers dans la holding de reprise, avec la mise en place de ce qu'on appelle couramment un Management package.

Ces instruments de rémunération doivent répondre à différents objectifs dont les principaux sont de motiver les managers en récompensant leurs performances, d'assurer leur fidélité à moyen terme, de faire converger les intérêts des managers avec ceux des actionnaires, et enfin, de permettre éventuellement une prise de contrôle future du management.

La capacité d'investissement des managers étant moindre que celle des Fonds, il a fallu imaginer des manières originales de structurer leur investissement pour corriger cette inégalité afin que les managers puissent investir à des niveaux leur permettant de trouver un réel intérêt à ce que le LBO réussisse. La structuration d'un management package revêt soit la forme de « Sweet Equity », soit la forme de « Ratchets ».

Chaque Management package est unique et résulte d'une négociation entre les managers et les investisseurs.

Ces pratiques qui se généralisent depuis plusieurs années sont assorties de problématiques complexes d'évaluation et de risques fiscaux importants.

Cet article a pour objectif de présenter de manière synthétique et pédagogique les mécanismes d'incitation des managers (management packages), de mettre en évidence les difficultés en matière d'évaluation des différents produits existants, d'attirer l'attention du lecteur sur les risques fiscaux associés.

Mécanismes de Sweet Equity et de Ratchet :

Deux mécanismes sont fréquemment utilisés pour structurer un management package :

- ▶ **Le sweet equity** consiste à définir la répartition entre apports en capital (Equity) et prêts d'actionnaires (Quasi Equity) avec l'utilisation fréquente d'obligations convertibles.

Les obligations convertibles sont émises par la holding de reprise. Elles laissent la possibilité de convertir en actions le sweet equity afin de diluer les managers si les résultats du LBO ne sont pas à la hauteur des attentes du Fonds. Il s'agit ici d'un procédé défensif mis en place pour protéger les investisseurs.

- **Le mécanisme de ratchet** permet aux managers d’avoir accès, lors de la sortie de l’opération, à une plus-value complémentaire en cas de réussite du LBO.

Il s’agit d’un accès supplémentaire au capital de la holding de reprise grâce à des options.

L’exercice de ces instruments leur permettra, si les conditions d’exercice sont réunies, d’être relués dans le capital de la holding de reprise.

Ils pourront ainsi atteindre le niveau de participation convenu en se reluant jusqu’à un niveau qui leur permettra de recevoir une plus-value de cession d’un montant déterminé.

C’est donc un mécanisme incitatif au profit des managers.

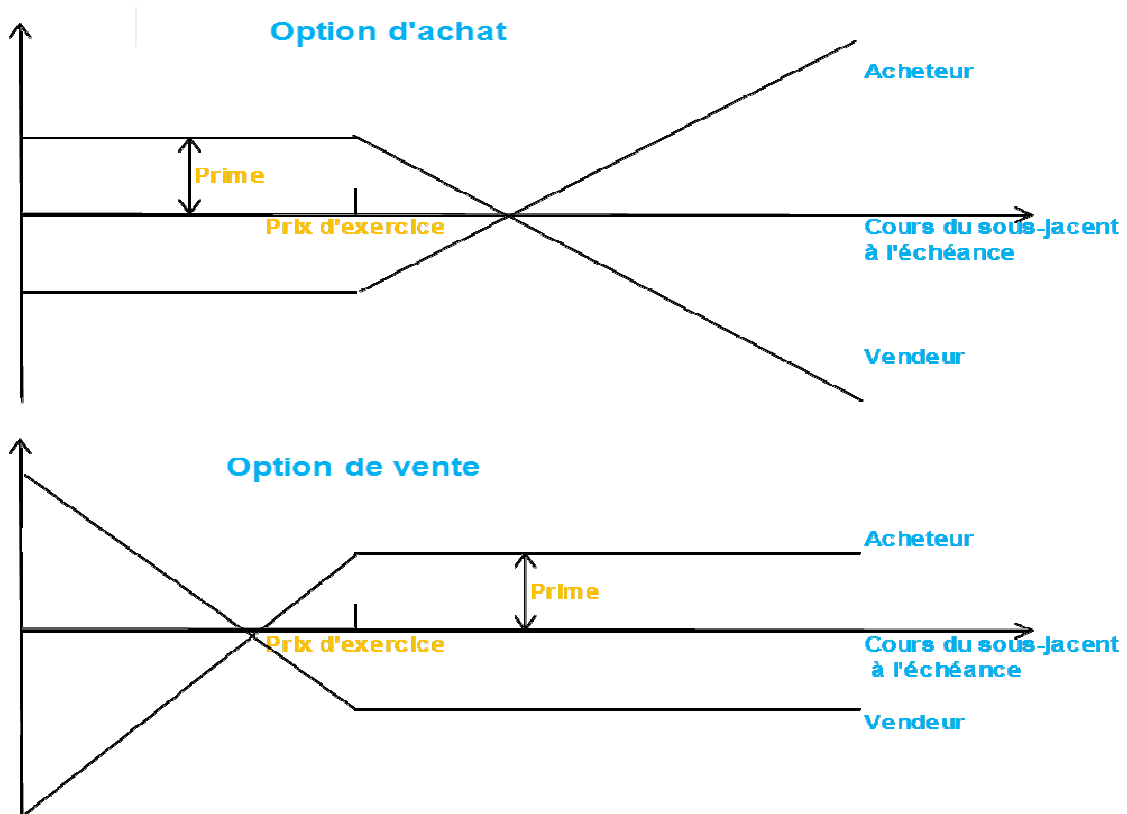
L’utilisation de bons de souscription d’actions :

Le Ratchet peut être structuré sous forme de bons de souscription d’actions (BSA) conférant à son titulaire le droit de souscrire à terme des actions à émettre par la holding de reprise. Le prix de souscription de l’action est fixé lors de l’émission des BSA, permettant au porteur d’espérer un gain si la valeur de l’action a augmenté au moment où il exercera son option. Si la valeur de la société cible s’est accrue au cours de l’opération, le porteur de BSA pourra acquérir les actions lors de l’exercice de l’option à un prix inférieur à la valeur réelle et dégagera une plus-value au moment de la cession des actions. L’instrument est souple et répond parfaitement à l’objectif de co-investissement entre le Fonds et le manager, ainsi qu’à celui de partage de la plus-value à terme en fonction des performances de l’opération. C’est pourquoi, il est très fréquemment utilisé en pratique dans ce type d’opérations.

Le nombre d’actions auquel l’exercice des BSA donne droit ou le prix de souscription desdites actions, voire le nombre de BSA exerçables, pourront varier en fonction de l’atteinte des objectifs de rentabilité négociés avec le Fonds d’investissement lors de la mise en place du management package.

Afin d’éviter tout risque social et fiscal de requalification en salaires déguisés, les BSA ainsi que les titres sous-jacents devront faire l’objet d’une valorisation, si possible à leur valeur vénale.

Le mécanisme des options :

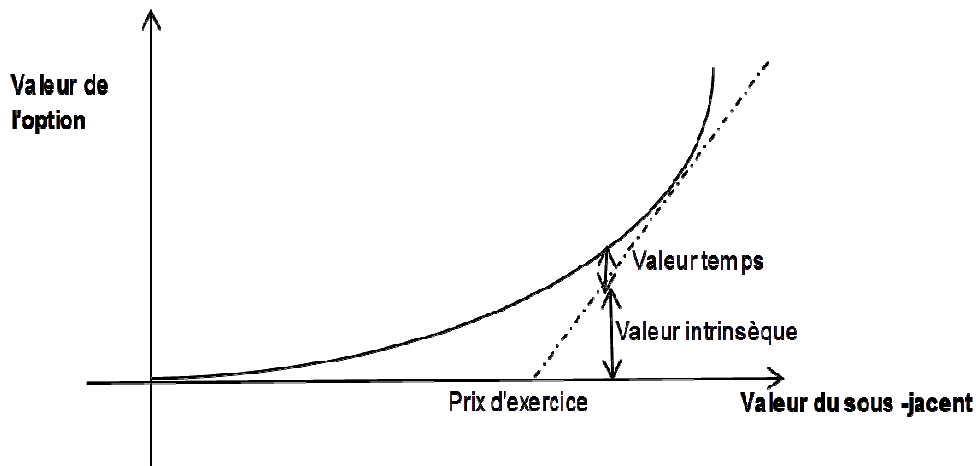


Une option est un contrat entre deux parties : l'acheteur, appelé encore le détenteur de l'option, et le vendeur.

Ce contrat donne le droit, sans entraîner l'obligation au détenteur de l'option, d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) un bien donné, appelé actif sous-jacent, à l'autre partie, à un prix fixe appelé prix d'exercice, à une date future fixe (option européenne), ou à n'importe quel moment avant cette date (option américaine).

La valeur d'une option est composée d'une valeur intrinsèque et d'une valeur temps. La valeur intrinsèque est la différence, si elle est positive, entre le cours de l'actif sous-jacent et le prix d'exercice de l'option d'achat.

La valeur temps d'une option correspond à l'anticipation d'une valeur intrinsèque plus forte. Le principe est d'acquérir le droit d'acheter dans « t » années une action qui vaut aujourd'hui Y et qui Y' vaudra dans « t » années entre 0 et l'infini.



Les différents paramètres entrant dans le calcul d'une option évoluent de la manière suivante :

	Evolution	Option d'achat (call)	Option de vente (put)
Cours du sous-jacent	↗ ↘	↗ ↘	↘ ↗
Prix d'exercice de l'option	↗ ↘	↘ ↗	↘ ↗
Volatilité du sous-jacent	↗ ↘	↗ ↘	↘ ↗
Durée de vie de l'option	↗ ↘	↗ ↘	↘ ↗
Taux d'intérêt	↗ ↘	↘ ↗	↘ ↗
Dividendes ou coupon du sous-jacent	↗ ↘	↘ ↗	↘ ↗

Le cours du sous-jacent : La valeur d'une option d'achat est d'autant plus élevée que le cours du sous-jacent est élevé.

Le prix d'exercice : La valeur d'une option est d'autant plus faible que le prix d'exercice est élevé.

La volatilité du sous-jacent : La valeur d'une option d'achat croît avec la volatilité de la valeur de l'action.

La durée de vie de l'option : La valeur d'une option d'achat croît avec la durée de vie de l'option.

Le taux d'intérêt sans risque : La valeur d'une option d'achat croît avec le taux d'intérêt sans risque.

Le dividende : le détachement d'un dividende influence négativement le cours du sous-jacent et a donc un impact négatif sur la valeur de l'option d'achat.

L'évaluation des BSA :

Les méthodes d'évaluation sont les mêmes que celles retenues pour la valorisation des options. Plusieurs modèles peuvent être utilisés, notamment :

- Le modèle de Black and Scholes
- Le modèle binomial
- Les simulations de Monte Carlo

Le modèle de Black and Scholes :

$$Call = SN(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}} = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

S est le cours du sous-jacent (l'action sur laquelle est positionnée l'action dans les cas qui nous intéressent)

K est le prix d'exercice de l'option

La loi normale centrée réduite est la loi normale de moyenne 0 et d'écart type 1

N(x) est l'espérance cumulée de $-\infty$ à x pour la loi normale centrée réduite

σ est l'écart type du rendement (ou fonction de distribution en x)

R est le taux sans risque

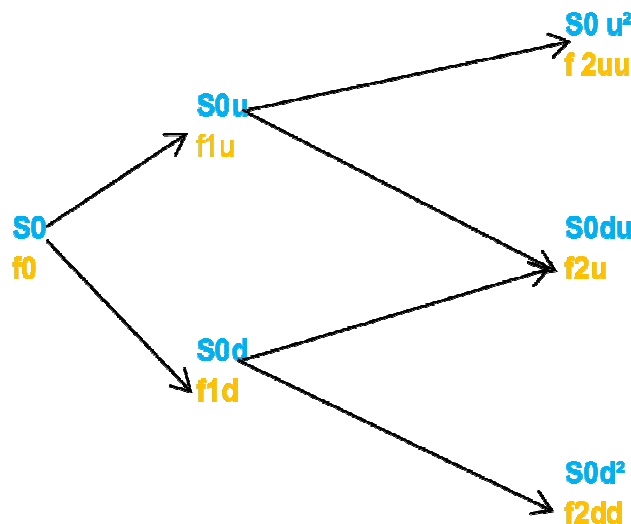
T est la maturité de l'option

Paramètres de calcul	
Prix du sous-jacent S	100
Prix d'exercice K	110
Maturité en jours (365) T	365
Volatilité en % (100*sigma)	30
Taux d'intérêt continu en %	4
Taux de dividende en %	0
CALL	
Valeur du CALL	9.63

L'interprétation de l'exemple ci-dessus est la suivante :

- je paie 9,63 euros le droit d'acheter dans un an au prix de 110 euros une action qui vaut aujourd'hui 100 euros et qui vaudra dans 1 an entre 0 et l'infini. L'option sera donc exercée si le prix de l'action est supérieur à 110 euros dans 1 an.
- Si le prix de l'action est supérieur à 110 euros dans 1 an (supposons qu'il soit de 130 euros), l'option sera exercée et le porteur de l'option aura gagné
- $130 - 110 - 9,63$ euros par action = 10,37 euros
- L'acheteur d'une option a donc un gain illimité et une perte limitée à la prime payée (9,63 euros)

Le modèle binomial



Le modèle a l'avantage de prendre en compte les variations de l'actif sous-jacent. Il est notamment utilisé pour la valorisation des options américaines.

La méthode binomiale, pour valoriser les options, est très largement utilisée car elle est capable de prendre en compte un nombre important de conditions pour lesquelles l'application d'autres modèles n'est pas aisée. Bien que plus lente que la méthode de Black-Scholes, la méthode binomiale est considérée comme plus précise, particulièrement pour les options à long terme et les options sur titres versant des dividendes.

La méthode binomiale utilise un « cadre à temps discret » pour retracer l'évolution de l'actif sous-jacent, via un arbre, pour un nombre donné de « pas » qui correspond au temps entre la date d'évaluation et celle de l'expiration de l'option. Chaque nœud de l'arbre (intersection entre deux branches) est un prix possible du sous-jacent à un moment précis dans le temps. Cette évolution des prix constitue la base de l'évolution des options. Le processus d'évaluation est itératif. On part du nœud final de chaque branche et ensuite on remonte jusqu'au premier nœud (date d'évaluation), où le résultat du calcul est la valeur de l'option.

$$e^{-rdt} * (p * \text{valeur haute} + (1 - p) * \text{valeur basse})$$

Valeur du call à l'échéance =
MAX (0, S-K)

DEBUT	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
9,85	14,1	19,8	1,2	36,3	47,5	60,5	75,2	91,4	109,1	128,5	149,6	172,7	
	5,7	8,6	12,6	18,2	25,6	34,9	46,3	59,6	74,4	90,7	108,4	127,7	
9,63		2,9	4,6	7,2	11	16,5	23,9	33,5	45,3	58,9	73,7	89,9	
Comparaison			1,2	2,1	3,5	5,7	9,2	14,5	22	32,1	44,6	58,1	
Black and Scholes				0,4	0,7	1,3	2,3	4,1	7,1	12,1	20	31,4	
					0,1	0,1	0,3	0,5	1,1	2,2	4,4	8,9	
						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
							0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
								0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
									0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
										0,0	0,0	0,0	0,0
											0,0	0,0	0,0
												0,0	0,0
													0,0

Les simulations de Monte Carlo

L'évaluation du parcours possible du prix futur du sous-jacent est réalisée par le calcul de nombreuses trajectoires aléatoires.

On ne retient que les scénarios de prix du sous-jacent qui s'inscrivent dans une distribution statistique du type "log normal". On calcule le "pay-off" du package pour chaque scénario (application du "waterfall").

La valeur de l'option est égale à la somme probabilisée des "pay-off", pondérée par la probabilité d'occurrence de chaque horizon de sortie des investisseurs.

Il convient enfin d'actualiser la valeur de l'option en fonction du taux d'intérêt sans risque et d'appliquer des décotes pour inaccessibilité, Good / Bad leaving et risque de moindre diversification du portefeuille d'options.

En conclusion, il en ressort que l'utilisation de Black and Scholes est limitée car ce modèle est peu adapté aux longues maturités, des corrections sont nécessaires sur la volatilité et, dans la pratique, il n'y a jamais d'options simples. Par ailleurs, les 6 paramètres ne doivent pas varier dans le temps, ce qui est rarement le cas.

Les autres modèles sont donc souvent plus adaptés.

Par ailleurs, la valeur d'un BSA proche de 10% de la valeur d'un sous-jacent n'est pas une vérité absolue.

Enfin, pour éviter tout risque fiscal, l'évaluation doit être documentée et « démontrable ». Les rapports d'évaluation doivent faire preuve d'un minimum de transparence et de pédagogie.

LEXIQUE :

Actions gratuites :

Mécanisme d'intéressement des dirigeants et salariés consistant à leur attribuer gratuitement des actions de la société, sous le bénéfice d'un régime fiscal favorable mais comportant des conditions de présence et de conservation relativement longs (4 ans au total).

Actions de préférence :

Catégorie d'actions assorties de droits particuliers, qui sont inscrits dans les statuts de la société (art. L 228-11 du code de commerce). Alternativement, ces droits préférentiels peuvent être prévus dans le pacte d'actionnaires.

Bons de souscriptions d'actions (BSA)

Valeur mobilière permettant de souscrire de nouvelles actions. Le BSA peut être émis seul (bon sec ou autonome), ou être attaché à une action (ABSAs), ou à une obligation (OBSA). Les BSA entrent dans la catégorie des valeurs mobilières donnant accès au capital. En capital-risque, ils sont utilisés notamment pour les financements par tranches ou pour ajustements de prix, ainsi que pour l'investissement des cadres dirigeants.

Bons de souscriptions de parts de créateur d'entreprise ou BSPCE ou BCE :

Droit d'accès au capital réservé aux salariés ou dirigeants de jeunes sociétés, bénéficiant d'un régime fiscal favorable et fonctionnant comme des Bons de souscriptions d'actions.

Obligations convertibles en actions (OCA)

Type de valeur mobilière donnant accès au capital, émis par la société et souscrit par un investisseur, se composant :

- d'un titre de créance
- de la faculté de convertir cette créance en actions de la société. Tant qu'elle n'est pas convertie, l'OCA est une dette de la société portant intérêt.

Promesse de vente

Engagement de vendre des actions, autrement dit option d'achat, ou en anglais « call ». Le promettant consent à un bénéficiaire la promesse qu'il lui vendra un certain nombre de ses actions. Le bénéficiaire dispose ainsi d'une option d'achat qu'il pourra exercer ou non.

Vesting period

Période pendant laquelle un salarié, un détenteur de produits constitutifs du Management Packages ne peut exercer ses titres.

Clauses de performance

Rétrocession aux bénéficiaires du Management Package d'une part de la plus-value réalisée, indexée sur le TRI des investisseurs et/ou un multiple d'investissement des investisseurs.

Clause de Bad / Medium / Good Leaver

Ces clauses ont pour objet d'organiser les conditions de rachat par les autres investisseurs (Fonds) de la participation des managers lors du départ anticipé de ces derniers. Ils sont démissionnaires, révoqués ou licenciés pour faute, le pacte prévoira que ce rachat soit effectué avec une décote («bad leaver»).

Clause de Tag along ou Droit de sortie conjointe

Possibilité de vendre ses titres en cas de changement de contrôle de la société.

Clause de Drag along ou Obligation de sortie conjointe :

Faciliter la cession de 100 % des titres, empêchant le blocage des minoritaires.

La recherche académique en évaluation d'entreprise

Alain MARION, Professeur des universités (Lyon 3) et Expert en évaluation près la Cour d'Appel de Lyon

Remarque préliminaire

L'objet de l'article est de brosser un rapide panorama de l'évolution des recherches conduites dans le champ de l'évaluation d'entreprise. De ce fait, seuls les noms des auteurs et les années des publications sont cités sans indiquer le nom des revues qui ont permis la diffusion des recherches.

La méthode des flux futurs actualisés (discounted cash flows) s'appuie sur des principes et des techniques dérivés de travaux publiés dans les années 50 à 70 par des économistes financiers (Gordon et Shapiro, 1956 ; Modigliani et Miller, 1958, 1961 ; Hamada, 1974).

Dans les années 90 une série de travaux ont été réalisés pour confronter la pertinence de la méthode des flux futurs actualisés aux méthodes concurrentes ou complémentaires (Dechow et al, 1999 ; Francus et al, 1999 ; Kaplan et Ruback, 1996).

La méthode des multiples issus des comparables boursiers a suscité l'intérêt de nombreux chercheurs au cours des années 2000.

L'attention des chercheurs se porte sur les critères de sélection des sociétés retenues pour la comparaison et sur le choix des inducteurs de valeur les plus pertinents pour capter et expliquer la valeur des sociétés comparables sélectionnées.

Les recherches sur les méthodes utilisées par les praticiens sont utilement complétées par une série de travaux menés sur la pertinence des indicateurs comptables pour déterminer la valeur d'une entreprise.

Ces recherches s'inscrivent dans le courant de la value relevance à la frontière de la finance et de la comptabilité. En la matière, l'article fondateur de Ball et Brown de 1968 constitue le fondement des nombreuses recherches qui ont pour objet l'aptitude des données comptables à intégrer des informations explicatives de la valeur des entreprises (Amis et al, 1993).

Par la suite, le champ explicatif des indicateurs comptables a été élargi avec la prise en compte notamment de l'influence des systèmes de régulation comptable (Arce et Mora, 2002).

En raison de l'élargissement régulier de la part des composantes immatérielles au sein de l'actif économique, la recherche en évaluation a pris en compte les diverses problématiques liées aux composantes immatérielles (marques, brevets ...), notamment la problématique liée à l'application des normes comptables.

Dans cette perspective, les chercheurs s'interrogent sur la contribution des normes comptables dans le processus d'évaluation des entreprises

A côté des domaines de recherche précédents qui constituent le « main stream » caractérisant la recherche académique, des travaux, se situant parfois en marge de l'évaluation d'entreprise, traitent de question en lien avec les préoccupations des praticiens confrontés aux difficultés de mise en œuvre des méthodes et outils à leur disposition.

Tel est le cas des travaux consacrés à la valeur stratégique (valeur de contrôle et valeur des synergies), des travaux menés sur la flexibilité (valeur d'une réserve de liquidités justifiant une prime dans la valorisation comparative (Fresard, 2010), valeur d'une capacité d'endettement disponible générant une prime ayant pour fondement l'avantage donné pour saisir des opportunités d'investissement (Marchia et Mura, 2010) , et des recherches conduites sur la durée de l'avantage concurrentiel (mise en évidence par Fama et French (2000) d'une force de rappel conduisant à une érosion régulière de la rentabilité).

Par ailleurs, la recherche menée dans le champ de l'évaluation d'entreprise répond en écho à la prudence et à l'humilité qui animent les praticiens de l'évaluation confrontés en permanence dans l'exercice de leur mission à des difficultés liées à la mise en pratique des concepts. Sur ce plan, Fama et French proposent un modèle alternatif de détermination du coût du capital qui revisite le mode de calcul du bêta en suggérant d'intégrer dans la formule de calcul des variables caractérisant la taille des entreprises et le poids des opportunités de croissance.

La variété des sujets et objets de recherche passés en revue montre que le périmètre de la recherche menée dans le domaine de l'évaluation d'entreprise n'est pas figé. La recherche est notamment appelée à évoluer au gré des travaux permettant une meilleure compréhension des mécanismes explicatifs de la performance de l'entreprise. A bon entendeur, salut !

Tests de dépréciation des goodwill : enjeux, pratiques et recommandations

Christophe VELUT, Président A3E, Associé Evaluation chez Orfis Baker Tilly

Cet article est tiré de 2 tables rondes organisées sur ce thème organisées le 10 octobre 2013 à Paris et le 2 février 2014 à Lyon. Les supports détaillés de ces conférences sont disponibles sur le site de la CNCC et d'A3E.

A la veille de la clôture des comptes 2013, les tests de dépréciation restent un enjeu majeur, compte tenu du poids considérable que représentent les actifs incorporels, et principalement les écarts d'acquisition dans les bilans des sociétés cotées européennes.

La norme IAS 36 appliquée par les groupes européens cotés depuis 2005 n'a pas connu d'amendements importants, notamment depuis la crise de 2007. En revanche, les tests de dépréciation font partie des points d'attention significatifs de l'ESMA et de l'AMF depuis plusieurs années.

➤ ***Une des priorités de l'ESMA pour la clôture des comptes 2013 :***

L'ESMA a publié le 11 novembre 2013 des recommandations en matière de dépréciation des actifs non financiers, qui concernent notamment les points suivants :

Prévisions de flux de trésorerie :

L'ESMA rappelle que les prévisions de trésorerie doivent être établies :

- sur la base d'hypothèses raisonnables et documentées, représentant la meilleure estimation des conditions économiques attendues sur la durée résiduelle des actifs testés,
- en attachant plus d'importance aux facteurs externes qu'internes, même lorsque les tests sont réalisés en utilisant une valeur d'utilité et pas une juste valeur,
- en analysant les écarts entre les flux prévisionnels et réels, et en tenant compte de ces écarts pour établir les flux prévisionnels.

Hypothèses clés :

L'ESMA rappelle que les émetteurs doivent décrire :

- Les hypothèses clés utilisées (hypothèses auxquelles la valeur recouvrable est la plus sensible), en ne se limitant pas aux hypothèses actuarielles telles que le taux d'actualisation ou le taux de croissance à l'infini,
- L'approche retenue par les dirigeants pour déterminer les hypothèses clés (expériences passées, sources externes,...),
- Les raisons pour lesquelles les hypothèses clés diffèrent de celles observées dans le passé ou ne sont pas cohérentes avec des sources externes,
- Les hypothèses clés à un niveau d'agrégat pertinent (par UGT).

Tests de sensibilité :

L'ESMA considère que l'information en annexe sur les tests de sensibilité devrait être complétée :

- De certaines informations telles que le taux de croissance du CA plancher conduisant à une dépréciation,
- Notamment, lorsque la sensibilité est forte (écart réduit entre la valeur recouvrable et la valeur comptable),
- A un niveau pertinent, qui ne soit pas trop agrégé (information pour les UGT les plus significatives / sensibles),

➤ ***Un enjeu qui reste essentiel pour les clôtures des comptes :***

La détermination de la valeur recouvrable des goodwill reste un des points d'attention clés pour la clôture des comptes tant pour les groupes que pour les investisseurs et les régulateurs, compte tenu de leur impact élevé sur les comptes, comme illustré dans le tableau ci-après :

année	GW brut	Dépréciations	GW net	GW net/CP	Dotations/RN
2009	425	31,4	394	41%	1%
2010	442	32,5	410	38%	2%
2011	462	39,8	422	39%	8%
2012	451	46,4	405	35%	14%

source: étude A3E - SBF 120 (a)

La problématique des tests de dépréciation est très clairement exacerbée pour plusieurs raisons :

• **Enjeux financiers :**

- *d'une part l'interdiction d'amortir le goodwill. Ainsi, il y a généralement une double « peine » dans les comptes : perte / insuffisance de rentabilité de l'activité en difficulté et dépréciation de l'actif,*
- *d'autre part l'interdiction de reprendre les dépréciations sur le goodwill (sauf dans le cas de goodwill liés aux sociétés mises en équivalence). Il est évident que le principal objectif de cette interdiction « sans concession » vise à éviter les effets « yo-yo » de pilotage de résultats par le jeu des dotations / reprises; en revanche, la justification donnée à l'article 125 de la norme pour justifier cette position est en décalage fort avec la réalité économique de l'entreprise (par exemple effets des mesures d'investissement ou de restructurations). Elle est un frein non avoué à la dépréciation du goodwill, que cela soit pour les comptes semestriels ou annuels,*
- *différentes études ont montré que l'annonce de dépréciations sur les goodwill a un impact sur les cours de bourse.*

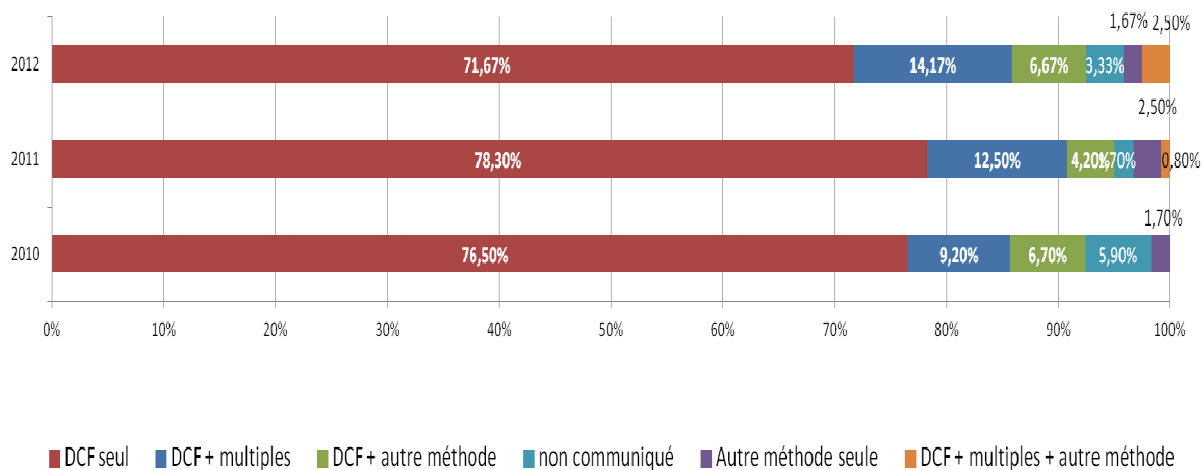
Pour information, l'étude réalisée en décembre 2013 auprès de près de 600 groupes cotés européens par Mergermarket et Duff&Phelps a montré que la dépréciation était liée dans près de 90% des cas à la baisse du marché, dans 61% des cas à des performances inférieures au secteur et dans 40% à des facteurs spécifiques à une unité génératrice de trésorerie. Il est à noter que les répondants pouvaient sélectionner plusieurs réponses.

- **Enjeux d'information vis-à-vis des tiers, mais de confidentialité pour les émetteurs,**
 - **Enjeux de divergence avec la pratique des évaluateurs sur certains points,** et plus généralement d'écarts avec les valeurs déterminées dans d'autres contextes (ex : valeurs des titres dans les comptes sociaux, valeurs retenues dans le cadre d'une opération de fusion, ou d'une offre publique,...).
- **Méthodes utilisées pour la réalisation des tests de dépréciation : prédominance de la méthode des DCF :**

La norme IAS 36 définit la valeur recouvrable permettant de tester les goodwill (et plus généralement les unités génératrices de trésorerie auxquelles ils sont rattachés) comme **la valeur la plus élevée** entre la juste valeur nette des frais de cession et la valeur d'utilité.

La norme n'impose donc pas de mettre en œuvre une approche multicritères, comme c'est le cas pour une évaluation « classique ». Ainsi, si la mise en œuvre d'une des deux méthodes conduit à ne pas déprécier, le groupe n'est pas tenu de mettre en œuvre la seconde méthode et donc n'est pas tenu de déprécier.

L'étude réalisée par l'association A3E sur les sociétés du SBF 120 (a) montre que la méthode des flux de trésorerie actualisés, généralement appelée méthode des DCF ("Discounted Cash Flows") reste de loin la méthode la plus utilisée depuis 2005 : elle est utilisée seule dans près de 72% des cas, et dans près de 95% des cas combinée à une autre méthode, généralement la méthode des multiples.



Lorsque la méthode des DCF est utilisée en combinaison la méthode des multiples, c'est généralement plus dans une logique d'arbre décisionnel que de moyennes. Ainsi, les tests sont réalisés dans une 1^{ère} étape en utilisant la méthode des multiples (ex : comparables boursiers, transactions comparables récentes,...), et, en cas de dépréciation identifiée, la méthode des DCF est mise en œuvre.

Dans la pratique, de nombreux groupes mettent en œuvre également d'autres méthodes en interne, afin de vérifier la cohérence des valeurs établies (ex : valeurs des analystes, valeurs d'usage, transactions récentes), mais sans les mentionner en annexe, pour différentes raisons (ex : elles ne répondent pas strictement aux exigences des IFRS,...).

L'étude publiée en décembre 2013 par Mergermarket et Duff&Phelps (cf supra) auprès de 600 groupes cotés européens confirme ce dernier point : utilisation de méthodes combinées dans le cadre du calcul de la valeur d'utilité, lorsque la méthode de juste valeur conduit à une valeur inférieure à la valeur comptable.

Au-delà de l'utilisation d'une méthode donnée, l'AMF est particulièrement attentive à **la rationalisation des valeurs induites**, notamment au regard de la valeur boursière du groupe, notamment si celle-ci est très inférieure au cumul des valeurs recouvrables.

Ce point est sensible dans un contexte où l'étude A3E a montré que près de 36% des sociétés du SBF 120 avaient en 2012 une capitalisation boursière inférieure à la valeur des capitaux propres, contre 41% en 2011.

Pour information, l'étude publiée en décembre 2013 par Mergermarket et Duff&Phelps (cf supra) sur près de 600 groupes cotés européens montre que 21% des groupes testés ne réconcilient pas le total de la valeur des UGT avec la capitalisation boursière, et que 2/3 des groupes identifient un écart compris entre 10% et 25%. Les écarts sont liés dans 22% des cas à l'amélioration de la situation existante.

➤ *Un process de réalisation des tests de dépréciation qui s'inscrit dans un cadre stratégique :*

Les rapports financiers donnent très peu d'informations sur le process de réalisation des tests de dépréciation.

En pratique, de nombreux groupes ont bien compris la nécessité de dépasser le cadre purement comptable et ont intégré le processus de réalisation des tests dans un cadre plus global (management des risques, plan stratégique,...). Cela se traduit de plusieurs manières : lien entre les services opérationnels et financiers, définition d'indices de pertes de valeur (qualitatifs ou quantitatifs) dans les reportings, connaissance du point mort (par exemple, quel est le niveau de CA ou de marge opérationnelle plancher conduisant à une dépréciation,...).

L'AMF constate que le lien est souvent insuffisant entre le chapitre sur les risques et incertitudes et les notes sur les tests de dépréciations, notamment lorsque le groupe communique sur une visibilité de plus en plus réduite en termes de prévisions du fait de la crise. Ainsi, la lecture de l'annexe ne permet souvent pas de savoir comment l'augmentation des risques et incertitudes a été traduite sur les modalités de réalisation des tests de dépréciation.

Certains considèrent qu'il n'est pas nécessaire dans le cas des goodwill de définir des indices de pertes de valeur, compte tenu du fait que les goodwill doivent être testés de toute façon une fois par an. Cette approche est erronée pour plusieurs raisons : le suivi régulier des indices permet d'anticiper les risques de dépréciation, ils sont nécessaires dans le cadre des situations intermédiaires,...). Il est à noter qu'une étude réalisée par Mergermarket et le cabinet Duff&Phelps en décembre 2013 sur près de 600 groupes européens a montré que le plus important pour les groupes était d'identifier des indices de pertes de valeur (66% des cas) et dans 55% des cas de respecter les délais et d'établir les prévisions.

➤ ***La méthode des DCF, une méthode critiquée, mais qui reste consensuelle :***

Il est fréquent que l'utilisation de la méthode des DCF soit remise en cause en période de crise, pour plusieurs raisons (critiques sur l'utilisation elle-même de la méthode, sur l'incertitude liée aux prévisions,...).

Même si la norme IAS 36 ne laisse pas le choix pour la méthode à retenir au titre de la valeur d'utilité, il est important de noter que cette méthode présente plusieurs avantages :

- *d'une part elle est consensuelle, et elle reste « accessible », à la fois dans son mode d'élaboration et dans la restitution (principe du « one page ») ;*
- *d'autre part, elle repose sur des prévisions dont l'existence est essentielle en période de crise, car elles sont la traduction d'une stratégie définie par la direction du groupe ;*
- *elle intègre à la fois des données liées à la rentabilité et aux capitaux permanents nécessaires à l'exploitation (investissements et besoin en fonds de roulement).*

En réalité, c'est généralement plus la manière dont cette méthode peut être mise en œuvre que la méthode elle-même qui est critiquable (exemple : prévisions trop optimistes au regard des données passées ou des données sectorielles,...). L'ESMA et l'AMF insistent sur le fait que les prévisions doivent :

- être documentées et raisonnables (la norme IAS 36 apprécie le caractère raisonnable aux vues des écarts entre les données prévisionnelles et réelles),
- être validées par la direction,
- s'appuyer sur des sources externes.

- ***Un enjeu plus lié aux prévisions liées aux données opérationnelles qu'aux hypothèses actuarielles :***

Le tableau ci-après met en évidence une évolution / volatilité très faible des deux paramètres actuariels utilisés pour la méthode des DCF :

	2009		2010		2011		2012	
Taux d'actualisation - moyenne	9,10%		9,00%		9,40%		9,20%	
min/max	7,20%	10,20%	7,30%	9,80%	7,20%	10,90%	6,90%	10,70%
secteur	serv. collect.	technologie	serv. collect.	mat. de base	serv. collect.	technologie	serv. collect.	technologie
Taux de croissance à l'infini - moyenne	1,92%		1,91%		1,93%		1,94%	
min/max	1,20%	3,00%	1,30%	3,00%	1,40%	3,00%	1,50%	2,30%
secteur	telecomm.	petrole et gaz	telecomm.	petrole et gaz	telecomm.	petrole et gaz	petrole et gaz	ste financ.
Durée de l'horizon (années) - moyenne	NC		5,2		4,9		4,8	
min/max	NC	NC	3,7	8,8	3,3	6,6	3,8	6,1
secteur	NC	NC	petrole et gaz	santé	petrole et gaz	biens de conso.	petrole et gaz	ste financ.

Source : étude A3E – SBF 120.

Il est à noter que moins de 20% des sociétés du SBF 120 indiquent le détail du calcul du taux d'actualisation, et que pratiquement aucune ne communique sur le détail du calcul du taux de croissance à l'infini.

Cette grande stabilité est liée à plusieurs facteurs : les groupes traduisent le risque avant tout dans les prévisions (révision à la baisse des prévisions,...), les paramètres actuariels sont généralement déterminés par rapport à des moyennes, le taux de croissance à l'infini résulte souvent plus d'une appréciation des tendances du marché que de l'application d'une formule mathématique,....

La norme insiste sur le fait que les prévisions doivent reposer sur des hypothèses **raisonnables**, **documentées**, et **validées** par la direction.

La norme définit le caractère raisonnable notamment par la fiabilité des prévisions passées.

La norme demande également de rapprocher les principales hypothèses et paramètres des **données externes**, même lorsque les tests sont réalisés par rapport à la valeur d'utilité. Le rapprochement avec les données externes doit porter à la fois sur les paramètres actuariels et les hypothèses opérationnelles (ex : rapprochement avec les paramètres / hypothèses opérationnelles retenus par les concurrents et/ou les analystes qui suivent le groupe).

Les études A3E (a) et AMF (d) mettent en évidence le fait que peu de groupes communiquent de manière **quantitative et qualitative** sur les modalités de détermination de la valeur attribuée aux hypothèses clés. Il convient de rappeler que les hypothèses clés sont celles auxquelles la valeur recouvrable des actifs ou groupes d'actif est la plus sensible. En pratique, les hypothèses clés les plus sensibles sont généralement des hypothèses opérationnelles.

Une communication pourrait consister à indiquer par exemple si les taux de croissance du CA et de l'EBITDA ont été établis en lien avec les données constatées dans le passé et/ou avec des données externes, voire si ces évolutions tiennent compte d'hypothèses d'amélioration de la performance. Elle pourrait aussi consister à indiquer le taux de croissance du CA et/ou du taux d'EBITDA moyen annuel retenu sur l'horizon explicite des prévisions.

L'AMF recommande de donner une information au moins qualitative sur les hypothèses opérationnelles clés, tout en comprenant les contraintes de confidentialité liées aux informations quantitatives.

Les pratiques des groupes peuvent être différentes en matière de scénarii utilisés. Il semble que les prévisions utilisées pour les tests de dépréciation correspondent souvent à une approche de **scenario "most likely"**, représentant la meilleure estimation de la direction,..., mais pas forcément la plus favorable au sens de « best estimate ». Il existe fréquemment des confusions sur ce point.

Il semble que l'approche multi-scénarii (combinaison de scénarii possibles), envisagée par la norme, soit en pratique peu utilisée dans le cadre des tests de dépréciation, sauf dans certains cas particuliers où la probabilité de réalisation du scénario principal est faible, ou indirectement au travers des tests de sensibilité (cf infra).

Cela ne signifie pas que les groupes n'ont pas en interne des hypothèses hautes, correspondant souvent à des objectifs commerciaux, ou des hypothèses basses, mais celles-ci ne sont pas utilisées directement dans le cadre des tests de dépréciation.

Les études réalisées montrent qu'il n'existe pas systématiquement de paramètres actuariels différents selon les unités génératrices de trésorerie (c), pour plusieurs raisons et notamment le fait que les groupes privilégient la prise en compte du risque dans les prévisions,... L'étude publiée en décembre 2013 par Mergermarket et Duff&Phelps (cf supra) montre que près de 55% groupes européens cotés testés ont entre 2 et 5 UGT.

La norme définit le taux d'actualisation comme le taux de rentabilité attendu par les investisseurs sur le marché, en indiquant que lorsque ce taux n'est pas connu, les groupes peuvent utiliser comme point de départ un paramètre tel que le coût moyen pondéré du capital (WACC), déterminé à l'aide de techniques telles que le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers), en utilisant des données de marché (primes de risques marché, betas,...). En pratique, la plupart des groupes utilisent le WACC comme base de détermination du taux d'actualisation. Les primes de risques spécifiques, lorsqu'elles sont appliquées pour certaines unités génératrices de trésorerie (c) traduisent des risques spécifiques généralement liés au pays, à l'activité, ou à la devise.

Pour information, l'étude publiée en décembre 2013 par Mergermarket et Duff&Phelps auprès de près de 600 groupes cotés européens (cf supra) montre que les primes de risques spécifiques utilisées pour les tests de dépréciation reflètent dans 48% des cas une prime de taille, et dans 36% des cas un risque pays. Les groupes testés indiquent dans 45% des cas que le taux d'actualisation est le même pour les UGT, car le risque est intégré dans les prévisions.

- ***Une cohérence d'ensemble indispensable entre les hypothèses et les paramètres :***

L'analyse comparative de chaque paramètre pris isolément est à prendre avec précaution. En effet, certains Groupes retiennent des taux de croissance à l'infini plus élevés, ..., mais également des taux d'actualisation plus élevés que leurs concurrents.

Le point important, souligné notamment par l'AMF et la DFCG, est **la cohérence** d'ensemble :

- d'une part **entre les prévisions et les paramètres actuariels,**
- et d'autre part **entre les évolutions d'une année sur l'autre,** au-delà du caractère purement arithmétique des calculs.

Il convient donc de vérifier la cohérence de l'évolution des taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini utilisés, notamment en cas de baisse significative dans un contexte économique difficile.

La cohérence doit porter notamment sur le poids de la **valeur terminale**, qui a fortement augmenté depuis la crise de 2007, pour représenter fréquemment plus de 70% de la valeur d'utilité de l'unité génératrice de trésorerie (c), compte tenu des hypothèses de redressement de l'activité retenues par les groupes.

Une valeur terminale est généralement prise en compte, sauf cas exceptionnels (UGT liée à un contrat de durée limitée).

L'AMF est particulièrement attentive à cette cohérence globale et à la justification des taux de croissance à l'infini supérieurs ou égaux à 3%, notamment lorsque la somme des valeurs recouvrables est très supérieure à la capitalisation boursière.

- ***Des décalages avec la pratique des évaluateurs, et des ajustements aux plans stratégiques non compris par les directions :***

La norme IAS 36 a défini certaines règles très strictes, nécessitant de retraiter les plans stratégiques établis par les groupes, et parfois en décalage avec la pratique des évaluateurs.

Ces règles concernent notamment : la non prise en compte des investissements de croissance et des restructurations non engagées (au sens de la norme IAS 37 sur les provisions), la non prise en compte des effets d'impôts et de la structure financière.

Ces règles sont très perturbantes pour les groupes, car elles peuvent conduire à des dépréciations perçues par les directions comme contre-intuitives et non justifiées sur le plan économique, notamment dans le cas de restructurations de filiales ou d'investissements dans des pays /activités émergents.

Si la norme ne prévoit pas d'exceptions au regard de ces principes, il semble que certaines situations spécifiques sont traitées au cas par cas par les groupes en lien avec leurs commissaires aux comptes et l'AMF.

Par ailleurs, des différences peuvent exister du fait de principes différents, avec d'autres contextes, comme par exemple : la dépréciation des titres dans les comptes sociaux (les règles comptables applicables sont moins strictes que la norme IAS 36), ou les valeurs déterminées dans le cadre d'opérations telles que les fusions ou les offres publiques.

- *Des tests de sensibilité très « sensibles » :*

L'étude A3E (a), confirmée par l'étude AMF (d) a mis en évidence le fait que les tests de sensibilité portent à ce jour essentiellement sur les paramètres actuariels, alors que la sensibilité réelle de ces paramètres est très faible (cf supra).

La norme demande de faire des tests de sensibilité sur les hypothèses clés, notamment opérationnelles, en tenant compte des **variations raisonnablement possibles**. La mise en œuvre de la norme est complexe en période de crise, car l'impact de la variation de certaines hypothèses clés structurantes est complexe à déterminer dans un contexte très pénalisant où il ne faut pas prendre en compte les investissements de croissance et les restructurations non engagées, comme indiqué ci-dessus.

Les Groupes doivent dans ce contexte accorder une place importante au pilotage des risques en cours d'année au travers du suivi d'indicateurs jugés pertinents, sur la base des analyses de sensibilité réalisées et des « points morts » identifiés (variation d'une hypothèse conduisant à une dépréciation).

- *L'information donnée en annexe : un juste milieu à trouver entre respect de la norme et enjeux de confidentialité :*

La norme IAS 36 demande de donner beaucoup d'informations en annexe, que les groupes sont réticents à communiquer pour plusieurs raisons : enjeux de confidentialité, difficulté de communiquer de manière synthétique sur des sujets complexes, divergence des pratiques, enjeux de matérialité.

En pratique, l'étude A3E (a) a montré que peu de groupes donnent de détail sur le calcul du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini, sur les hypothèses clés retenues pour l'établissement des business plans, et pour les tests de sensibilité sur les hypothèses opérationnelles.

L'information donnée en annexe est un point d'attention et de recommandation régulier de l'AMF, notamment en ce qui concerne l'information qualitative sur la détermination de la valeur affectée aux hypothèses clés opérationnelles (expérience passée, données externes,...), et les tests de sensibilité (en particulier lorsque la fourchette de sensibilité met en évidence des risques de dépréciation).

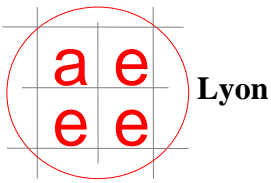
Compte tenu des situations très différentes, l'AMF ne souhaite pas se limiter à une « bonne pratique universelle », en considère qu'il existe différentes façons de répondre aux exigences de la norme IAS 36. Elle constate, sur la base des conclusions d'une étude diffusée en novembre 2013 que le niveau d'information donné dans les annexes par les groupes français est globalement satisfaisant, notamment au regard de celles données par les autres groupes européens.

L'AMF considère qu'il existe différentes façons de répondre aux exigences de la norme IAS 36 : ainsi l'information donnée en annexe peut ne pas reprendre l'ensemble des informations demandées par le par. 134 f de la norme en matière de tests de sensibilité, à condition que le groupe indique explicitement d'une part que *la société n'a pas identifié de variations raisonnables possibles des hypothèses clés pouvant conduire à constater une dépréciation*, et d'autre part *ce qui est jugé comme raisonnablement possible*.

➤ *Une évolution souhaitée / souhaitable de la norme IAS 36 :*

Même si le point n'est malheureusement pas à l'ordre du jour de l'IASB, une enquête réalisée au sein de la DFCG a montré que de nombreux groupes seraient favorables :

- *à un retour à l'amortissement du goodwill, pour plusieurs raisons :*
 - moins de pression / plus d'anticipation sur les arrêtés de comptes,
 - peu d'impact sur les valorisations, les analystes retraitant généralement les amortissements de goodwill, alors que des études montrent que les analystes sont plus sensibles sur les dépréciations.
- *A la modification de l'irréversibilité des dépréciations des goodwills, dont la justification donnée par la norme n'est pas en phase avec la réalité économique des entreprises.*
- *Aux modifications de certaines règles spécifiques (cf supra : restructurations non engagées,...), en décalage avec la pratique des évaluateurs, et conduisant à modifier de manière parfois significative les plans stratégiques réellement validés par les directions.*



Cet article est tiré de 2 tables rondes organisées sur ce thème organisées le 10 octobre 2013 à Paris et le 2 février 2014 à Lyon. Les supports détaillés de ces conférences sont disponibles sur le site de la CNCC et d'A3E.

Sources :

L'étude A3E réalisée sur les sociétés du SBF 120 est disponible sur le site : www.a3e-lyon.fr

L'étude AMF diffusée en décembre 2013 et portant sur 99 groupes européens, dont 45 français, est disponible sur www.amf-france.org.

Les recommandations de l'ESMA du 11 novembre 2013 sont disponibles sur le site de l'ESMA : www.esma.europa.eu.