

# La journée annuelle de l'Évaluation

Paris > Pavillon Dauphine  
17 novembre 2011



# Programme

Jeudi 17 novembre 2011 (8 H 30 > 17 H 30)  
Pavillon Dauphine – Place du maréchal de Lattre de Tassigny – 75116 Paris



8 h 30 ACCUEIL DES PARTICIPANTS

9 h 00 OUVERTURE [P. 01]

• Claude Cazes,

Président de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes (CNCC)

9 h 15 PRÉSENTATION DE LA JOURNÉE [P. 03]

• Vincent Baillot, Ancien président de la CNCC, Commissaire aux comptes

*Table ronde 1* [P. 05]

9 h 30 LA CARTOGRAPHIE ET LA GESTION  
DES RISQUES PAR L'ENTREPRISE

animée par Gilles de Courcel, Président de la Commission  
Évaluation de la CNCC, Commissaire aux comptes

Participants :

- Colette Neuville, Présidente de l'ADAM
- Carol Xueref, Directeur juridique d'Essilor
- Emmanuel du Boullay, Administrateur indépendant
- Gérard Lancner, Directeur des risques du Groupe Yves Rocher (Délégué général de l'AMRAE)

10  
h  
30  
P  
A  
U  
S  
E

*Table ronde 2* [P. 19]

10 h 45 LA TRADUCTION COMPTABLE ET  
FINANCIÈRE DES RISQUES

animée par Jean-Louis Mullenbach, Commissaire aux comptes

Participants :

- Gilles Hengoat, Commissaire aux comptes
- Albin Jacquemont, Directeur du contrôle financier du groupe Carrefour (membre de l'APDC)
- François Meunier, Directeur Général Adjoint de COFACE, ancien Président de la DFCG
- Patrick Parent, Directeur des Affaires comptables de l'AMF

12 h 00 CLÔTURE DE LA MATINÉE [P. 31]

• Jérôme Haas, Président de l'Autorité des normes comptables

12 h 30 DÉJEUNER

14 h 00 THÈME N° 1 : PRISE EN COMPTE DU RISQUE DANS LES  
ESTIMATIONS COMPTABLES [P. 37]

*Prise en compte du risque dans le WACC et dans les tests  
d'impairment*

Présenté par :

- Agnès Piniot, Commissaire aux comptes
- Olivier Péronnet, Commissaire aux comptes
- Olivier Salustro, Commissaire aux comptes

Réactions :

- Jean-Pierre Kaminski, Responsable normes et procédures AREVA (membre de l'APDC)
- Jean-Charles Robin, Directeur général délégué de Spie Batignolles (membre de la DFCG)

15 h 30 THÈME N° 2 : PRISE EN COMPTE DU RISQUE DANS LE  
PLAN D'AFFAIRES ET LA DÉMARCHÉ DE  
L'ÉVALUATEUR [P. 51]

animée par Christophe Velut, Commissaire aux comptes

Participants :

- Eddy Bloy, Ancien professeur université de Lyon, consultant
- Jean-François Pansard, Commissaire aux comptes

17 h 00 CLÔTURE [P. 69]

• Gilles de Courcel, Président de la Commission Évaluation de la CNCC, Commissaire aux comptes

# 2<sup>e</sup> Journée de l'Évaluation Le risque dans tous ses états



**Claude Cazes**

Président  
de la Compagnie nationale  
des commissaires  
aux comptes (CNCC)

## Claude Cazes

Mesdames et Messieurs les Présidents,  
Monsieur le Président, mon cher Gilles,  
Mesdames et Messieurs les intervenants,  
Chères consœurs, chers confrères,  
Mes chers amis,

C'est avec beaucoup de plaisir que j'ouvre ce matin les travaux de cette deuxième journée annuelle de l'évaluation.

Je le fais avec d'autant plus de plaisir qu'avec mon ami Gilles de Courcel, nous avons imaginé donner de la perspective à ce thème de l'évaluation, au sein de la Compagnie nationale, et que je vois, à nouveau, le succès au rendez-vous.

Pour la seconde année consécutive, nous jouons à guichet fermé et nous avons même, je dois m'en excuser auprès de quelques confrères, dû refuser du monde.

Cette seconde journée de l'évaluation est particulière car elle associe des partenaires directement en relation avec notre exercice professionnel et intéressés par ce sujet.

Je veux parler des directeurs et contrôleurs de gestion avec la DFCG, des responsables comptables dans les entreprises avec l'APDC et l'AMRAE qui regroupe les directeurs financiers.

Cela me permet d'ailleurs une transition pour les remercier, bien sûr, mais également remercier toutes celles et tous ceux qui vont se succéder à la tribune aujourd'hui au cours des tables rondes.

Je veux leur dire toute la reconnaissance de la profession pour l'excellence du travail réalisé avec eux.

Un mot enfin avant d'entrer dans le vif du sujet pour vous dire que l'évaluation a pris toute sa place à la Compagnie et dans la profession, en témoigne le guide technique qui sera mis à disposition, dans les prochains jours, de l'ensemble du corps professionnel.

Ce guide de travail, réellement complet permettra, j'en suis convaincu, à tout un chacun d'appréhender le sujet de l'évaluation et surtout de répondre aux attentes légitimes des entrepreneurs.

Qu'il me soit enfin permis un dernier mot pour remercier Jérôme Haas qui vient témoigner pour la seconde fois de sa vision et de son expérience de l'évaluation au sein d'une économie, qui est pour le moins chambardée dans une crise financière et spéculative inouïe.

Comme chacun le sait, les états financiers qui sont soumis aux contrôles financiers des commissaires aux comptes comportent de plus en plus de postes déterminés ou inventoriés à partir d'évaluations.

Comme nous sommes une profession en charge de porter un jugement, il est donc important que nous l'aiguisions sur les évaluations qui nous sont présentées et, qu'à cet égard, nous appréhendions les modalités, les méthodes et les techniques utilisées pour les déterminer.

L'esprit critique du professionnel qui guide sa mission doit faire partie intégrante de l'évaluation.

Cette démarche est d'autant plus fondamentale que derrière la notion d'évaluation peuvent se profiler des visions terriblement subjectives.

Or, les commissaires aux comptes ont bien entendu besoin de références objectives pour exprimer leurs opinions.

L'économie, nous le voyons chaque jour, n'aime pas la subjectivité car elle concourt à brouiller l'image et surtout porte en elle le risque d'une opinion dépourvue d'une démonstration réelle.

À l'évidence, une analyse financière comme l'évaluation a besoin de concepts certains et, en tout cas, dépourvus d'ambiguïté.

Au-delà d'être un facteur de certitude ponctuelle, cette démarche permet également la recherche d'une forme d'homogénéité dans les opinions émises.

Rien ne serait pire que de multiplier des avis ou évaluations erratiques fondées sur des critères incertains. Les entreprises et les investisseurs n'en seraient que plus déstabilisés.

Notre métier doit nourrir l'économie d'un peu plus de certitude et, au-delà, doit donner de la confiance à toute celles et ceux qui lisent et utilisent nos opinions pour fonder leurs décisions et engager leurs investissements.

Il y a trois ans, nous avons créé un slogan à la Compagnie nationale : « commissaire aux comptes, créateur de confiance ».



Les travaux sur l'évaluation procèdent de cette confiance. C'est en tout cas dans cet objectif que la Compagnie et sa commission mènent leurs travaux.

En lançant une nouvelle journée de réflexion autour de l'évaluation, la Compagnie nationale traduit, une fois encore, sa volonté de traiter de l'une des préoccupations intéressantes des entreprises et leur environnement, c'est-à-dire la valeur.

Valeur comptable, valeur de marché ou valeur vénale sont des sujets transversaux qui intéressent nos métiers et dont les entreprises et leur environnement ont plus que jamais besoin.

Les spéculations se font encore trop souvent sur des notions irrationnelles et lorsqu'elles se décident ainsi elles sont plus que néfastes.

À l'inverse, spéculer sur de réelles valeurs fondées sur des quasi certitudes, elles-mêmes adossées à de véritables règles, peut être bénéfique pour le développement économique.

La spéculation peut devenir un allié du développement, si elle est objective mais l'antichambre de l'échec économique, si son seul référent est subjectif.

Au cours de cette journée, de nombreux experts se succéderont autour justement de cette approche fondée sur plus de certitudes, sous-tendant des évaluations plus objectives.

Nous aurons l'occasion d'entendre des experts cartographier les risques des entreprises et d'autres les traduire en comptabilité et en finance.

Évidemment, ces deux démarches concourront, dans le cadre d'une meilleure prise en compte du risque, à affiner la démarche de l'évaluateur.

Cette journée sera aussi l'occasion, non pas d'être exhaustif sur les techniques de l'évaluation, ni même d'imaginer présenter toutes les voies et moyens pour mieux permettre aux commissaires aux comptes d'évaluer, mais enrichira l'appui technique qui permettra aux commissaires aux comptes de s'assurer de ces modèles d'évaluation.

En choisissant un titre que l'on pourrait croire volontiers impertinent dans la période actuelle, « le risque dans tous ses états », cette deuxième journée interpelle évidemment.

J'ai presque envie de dire qu'elle pourrait nourrir les débats de quelques réunions internationales qui s'intéressent à l'avenir de nos économies et de notre monnaie.

Si je devais poursuivre sur le mode de l'impertinence, je dirais même que l'évaluation devrait contribuer à réfléchir sur la valeur des dettes et actifs de certains de nos États. Petit remède sans doute à une grande incertitude et à de grandes spéculations.

Je souhaite que les travaux de cette journée soient, en quelque sorte, aussi impertinents que son titre car cela me permettra de faire progresser une cause qui nous est à tous très chère et qui relie évaluation à confiance.

Merci encore à Gilles de Courcel,  
Merci à mes consœurs et confrères  
et au Président Baillot de son investissement dans ces travaux et dans ces journées.

Vous pouvez imaginer que j'y serai d'autant plus attentif qu'ils contribueront à sensibiliser encore plus le corps professionnel des commissaires aux comptes à l'intérêt de cette science.

Je vous remercie.

# 2<sup>e</sup> Journée de l'Évaluation Le risque dans tous ses états



**Vincent Baillot**

Ancien président  
de la CNCC,  
commissaire  
aux comptes

## Vincent Baillot

Merci Monsieur le Président, cher Claude Cazes. Je vais vous donner quelques informations sur le déroulement de cette journée. Je crois que le risque dans tous ses états, tu l'as dit, était un titre un peu provocateur. Le problème de la provocation c'est que la réalité dépasse toujours la fiction. Une anecdote : quand nous avons eu l'idée de ce titre avec Gilles de Courcel, nous pensions à la nouveauté dans le paysage des risques, en particulier le fait que les entreprises allaient chercher la croissance dans des nouveaux pays émergents, générant des risques particuliers à ces pays. Je ne suis pas sûr qu'aujourd'hui le chiffre d'affaires domestique, c'est-à-dire fait en France, soit exempt de tout risque nouveau.

Nous allons pouvoir bénéficier pour cette journée – qui va devenir récurrente, n'en doutons pas quand on voit le succès de cette deuxième édition – du concours d'un certain nombre de personnes éminentes qui ont travaillé sur ces sujets : je pense au groupe de travail de l'AMRAE de l'APDC, de la DFCG, de travaux d'universitaires, mais aussi bien entendu, ne les oublions pas, de contributions particulièrement actives de confrères commissaires aux comptes qui œuvrent dans la commission animée par Gilles de Courcel. Je souhaite déjà les remercier tous, nous aurons l'occasion de renouveler ces remerciements dans la journée.

Nous avons souhaité, que cette journée ait un double axe.

- Un objectif de réflexion : comment les risques encourus par l'entreprise ont-ils évolué en réalité mais aussi dans leur perception ?
- Et un objectif opérationnel : ces évolutions du contenu de la notion de risque impactent-elles les travaux de ceux qui produisent et de ceux qui valident l'information financière ou les évaluations ?

Très concrètement nous allons nous organiser de la façon suivante : une première table ronde va commencer tout de suite. Elle débattera de : « La cartographie et de la gestion des risques dans l'entreprise ». Notre confrère Gilles de Courcel a réuni un panel prestigieux qu'il vous présentera.

Nos invités nous expliqueront ce que les entrepreneurs ont mis en place dans leurs entités pour intégrer la gestion des risques, pour répondre aux exigences de la loi mais aussi aux demandes du marché. Ils seront challengés par un représentant des actionnaires dont je ne doute pas qu'il ou qu'elle ait des exigences particulières et considère que le système n'ait pas abouti à ce jour.

À l'issue de cette première table ronde Jean-Louis Mullenbach animera le second débat avec une équipe à forte mixité : des confrères, des dirigeants d'entreprises et un représentant de l'AMF. Il leur sera demandé d'évoquer le traitement comptable des risques en mettant en perspective les enjeux sous-tendant les concepts normatifs. Je pense qu'ils essayeront de nous montrer que les options prises par les normalisateurs pour des concepts tels que la juste valeur, le traitement de certains passifs en provision et d'autres en hors-bilan, etc., correspondent en fait à une conception des risques et à une classification de ces risques qui doivent être comprises et maîtrisées pour pouvoir aujourd'hui travailler sur ces sujets. Ils décrypteront tout cela et puis, pourquoi pas, émettront des critiques ; en tout cas, ils ne manqueront pas de rappeler que la prise en compte des risques est un enjeu pour tous : entrepreneurs, commissaires aux comptes et évidemment régulateurs.

Après ces deux débats nous aurons l'honneur d'accueillir Jérôme Haas, Président de l'Autorité des normes comptables. Je n'ai pas besoin de vous dire que sa parole est toujours très attendue, nous connaissons tous sa liberté de ton et sa liberté de pensée.

L'après-midi commencera par un premier forum technique qui nous éclairera sur : « La prise en compte du risque dans la détermination du WACC et dans les *tests d'impairment* ». Ce focus technique sera conduit par trois jeunes confrères, mais déjà de notoriété sur ces sujets : Agnès Piniot, Olivier Péronnet et Olivier Salustro, ils seront accompagnés de responsables financiers que, bien sûr, ils nous présenteront.

Nous avons hâte de découvrir cet après-midi leurs réflexions qu'ils nous feront partager sur les dernières pratiques en matière de taux. Puis, peut-être, accepteront-ils de répondre à la question de l'avenir des méthodes basées sur une construction de taux, dans un monde

où la seule chose qui soit constante depuis quelque temps c'est la volatilité.

À 15 heures 30, second forum technique animé par Christophe Velut, Président de l'A3E à Lyon. Notre confrère Lyonnais avec ses invités nous parlera de : « La prise en compte du risque dans les plans d'affaires et au cours de la démarche de l'évaluateur ». Nous bénéficierons du résultat d'une enquête particulièrement passionnante qui a été menée et dont les résultats viennent d'être publiés sur les pratiques en vigueur actuellement dans le SBF 120.

Vous le voyez, cet après-midi comme ce matin seront particulièrement riches. Notre vœu est que vous retourniez chez vous en fin de journée avec des munitions pour l'action. La journée se terminera par l'intervention de Gilles de Courcel, Président de la commission évaluation, qui en tirera les conclusions.

Quelques points d'ordre à ajouter : si vous souhaitez poser des questions, il y a des petits papiers que vous avez pu vous procurer, sinon vous pouvez toujours

utiliser du papier libre et le remettre aux hôtes qui centraliseront les questions et feront en sorte qu'elles puissent être traitées par les animateurs.

Deuxième point d'ordre qui intéresse les seuls commissaires aux comptes puisque dans la salle aujourd'hui, comme vous le savez, sont également présents, et nous nous en réjouissons, des directeurs financiers et des contrôleurs de gestion ou des hommes de risques dans l'entreprise, cette journée de formation est homologuée par le comité scientifique et les commissaires aux comptes recevront directement l'attestation correspondante.

S'agissant des actes du colloque, les actes de la journée d'évaluation de l'année dernière vous ont été envoyés, si vous ne les avez pas reçus ils sont disponibles sur le portail de la Compagnie. Ceux d'aujourd'hui seront également disponibles sur le portail de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes dès qu'ils seront retranscrits.

Je pense qu'il est temps mon cher Gilles de rentrer dans le vif du sujet. Merci à tous.

# La cartographie et la gestion des risques par l'entreprise



### Participaient au débat :

- **Gérard Lancner**, Directeur des risques du Groupe Yves Rocher (membre de l'AMRAE)
- **Colette Neuville**, Présidente de l'ADAM
- **Carol Xueref**, Directeur juridique d'Essilor
- **Emmanuel du Boullay**, Administrateur indépendant

La table ronde est animée par **Gilles de Courcel**, Président de la Commission Évaluation de la CNCC, commissaire aux comptes.



**Gilles de Courcel**

Président de la Commission Évaluation de la CNCC, Commissaire aux comptes

### Gilles de Courcel

Mesdames, Messieurs, chers amis, au moment de commencer je voudrais adresser un clin d'œil amical à mon Vice-président Olivier Arthaud. Cela fait trois ans que nous travaillons ensemble dans cette commission, et c'est vrai que c'est une très grande satisfaction commune de voir que ce qu'on essaye de faire passer recueille en tout cas votre attention, et nous l'espérons ce soir, votre satisfaction.

Je voudrais aussi remercier du fond du cœur Jean-Louis Mullenbach et Vincent Baillet parce qu'en fait ce sont les âmes de cette Journée de l'Évaluation. Ce sont eux qui ont énormément travaillé sur tous les thèmes que nous allons traiter et qui ont coaché les différentes équipes qui vous présenteront aujourd'hui leurs réflexions ; ce n'est pas que j'avais oublié de le faire en fin de journée mais, parfois, certains participants partent trop tôt en fin de journée, et je ne pouvais pas commencer cette journée sans les remercier.

Pour cette première table ronde, la question que nous allons nous poser c'est de savoir si, d'une façon pertinente et efficace, on peut anticiper, détecter, contrôler, maîtriser, voire réduire les risques multiples auxquels les entreprises, au sein desquelles vous travaillez ou au sein desquelles nous intervenons, sont chaque jour confrontées. Nous sommes conscients que la question est trop ambitieuse, mais nous allons essayer avec les intervenants ici présents d'apporter quand même quelques éléments de réponse. Ces intervenants sont :

- Colette Neuville, Présidente de l'ADAM,
- Carol Xueref, Directeur juridique et du développement d'Essilor,
- Emmanuel du Boullay, administrateur indépendant et administrateur de l'Institut Français des Administrateurs (IFA),
- Gérard Lancner, Directeur des risques du Groupe Yves Rocher.

Ils vont vous faire part de leur perception personnelle et de celle des personnes qu'ils représentent. Pour ce faire, je demanderai à chacun d'entre eux, dans un premier temps, de faire une présentation générale de la thématique. Puis dans un deuxième temps de la table ronde, ils pourront rebondir sur les différents propos échangés.

Je vais me tourner d'abord vers Gérard Lancner. J'ai été frappé par une accroche « Le risque étant la condition du succès, sa bonne gestion en est une garantie ». Cette accroche m'intéressait parce qu'il ne faut pas diaboliser le risque. Le risque, effectivement, c'est la condition du succès. Il s'agit de l'accroche de présentation du site de l'Association pour le Management des Risques et des Assurances de l'Entreprise, l'AMRAE. C'est une association qui s'est donnée pour mission d'apporter aux entreprises les moyens de réussir leur mutation dans le domaine de la gestion des risques ; et Gérard Lancner est le Délégué général de cette association.

Je voudrais ajouter, cher Gérard, que vous êtes également Directeur des risques de l'audit et des assurances au sein du Groupe Yves Rocher.

Vous connaissez tous le Groupe Yves Rocher, certains d'entre vous utilisent ses produits, bien sûr. C'est intéressant parce que c'est un acteur majeur de la cosmétique, et on sait tous que quand on se met du baume pour la peau le matin on prend le risque d'avoir des boutons le soir. Voilà un risque qui est important en termes de réputation !



Le Groupe Yves Rocher est un acteur qui est présent sur l'ensemble des marchés et qui a une présence mondiale importante et Vincent l'a souligné : cette présence mondiale est en soit un élément qui, j'imagine, est important dans l'approche par les risques pour un directeur des risques.

Gérard, je vais donc vous demander de bien vouloir en quelque sorte, planter pour nos amis le décor de l'univers des risques et de nous en rappeler les principales typologies, c'est-à-dire d'en dresser une première cartographie. Je vous donne la parole.



**Gérard Lancner**

Directeur des risques  
du Groupe Yves Rocher

## Gérard Lancner

Merci Gilles. Merci à plusieurs titres. Le premier titre c'est de nous accueillir. Je crois qu'effectivement l'AMRAE est très heureuse de vous rejoindre, de rejoindre la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et de rejoindre ces travaux autour de ce thème des risques dont nous assurons, comme tu l'as dit, non pas la promotion du risque mais la promotion de la gestion du risque et de l'anticipation du risque. Je voudrais également te remercier pour la gentillesse avec laquelle tu viens de présenter mon Groupe et à laquelle je suis extrêmement sensible.

Effectivement à l'AMRAE nous représentons 800 membres environ qui sont risks managers, c'est-à-dire chargés de la gestion des risques ou des assurances, des entreprises. La plupart des entreprises du CAC 40 ou du SBF sont nos adhérents. Nous avons également des entreprises de taille moyenne comme Yves Rocher et comme d'autres qui nous rejoignent.

C'est donc notre objectif de développer cette pratique du management des risques qui, comme tu l'as dit, est considérablement à la mode aujourd'hui puisque malheureusement il n'y a pas d'activité sans risque, et que ce serait tout à fait déplacé de vouloir conduire des activités sans prendre des risques ; ce n'est la peine à ce moment-là de commencer à entreprendre. Ceci étant, il est important effectivement que ces risques soient pour le moins connus, identifiés, maîtrisés, et qu'on en parle.

Tu me demandes de planter le décor, très rapidement et devant des spécialistes comme ceux qui sont présents aujourd'hui, je ne vais avoir besoin d'en dire beaucoup. Je dirai qu'effectivement sur les dix ou sur les cinq dernières années la gestion des risques a considérablement évolué, souvent en réaction aux crises, vous l'avez noté, nous l'avons noté. C'est souvent en réaction aux crises en France ou à l'étranger que le législateur conçoit une nouvelle réglementation ou fait évoluer une réglementation antérieure. Aujourd'hui le cadre réglementaire dans lequel nous évoluons c'est à la fois les lois LSF, NRE, et plus récemment les transpositions des directives européennes en 2008 et les lois de juillet et de décembre 2008 qui nous encadrent dans un ensemble de dispositif pour les sociétés cotées – je pense que Madame Neuville y sera très sensible et que nous aurons le plaisir d'en parler – mais bien évidemment ce cadre sert de référence et de bonnes pratiques aux entreprises non cotées qui entendent développer cette pratique.

Pratique développée d'ailleurs, les études menées au niveau de l'AMRAE avec nos partenaires nous ont montré, par exemple, qu'aujourd'hui en France, sur un panel d'environ 150 entreprises parmi les plus importantes, 70 % avaient développé une pratique de gestion des risques ; 70 %, c'est un nombre très important, ensuite il convient d'apprécier bien évidemment la qualité de cette démarche.

L'historique ou le cadre réglementaire étant rappelé, encore une fois pour planter le décor, nous ne sommes pas seuls et, nous n'entendons pas, nous les gestionnaires de risque, être seuls dans cette démarche. Parmi les acteurs de la gestion des risques nous avons le plaisir d'avoir autour de nous les auditeurs internes, les responsables de contrôle interne, les responsables de qualité, les commissaires aux comptes, les auditeurs externes et toutes les directions de l'entreprise qui assument en premier lieu les risques. Parce que nous n'entendons pas, nous gestionnaires de risque, assumer la propriété d'un risque ; non pas que nous en ayons peur mais ce serait tout à fait inefficace.

Ce qui est très important, et vous le savez, c'est que le patron d'affaires, le directeur de département soit lui-même propriétaire des risques qu'il fait courir à son entreprise. Le directeur juridique, et nous en reparlerons certainement avec ma voisine, est propriétaire des risques juridiques. Il assume les risques juridiques et il doit en rendre compte à la direction de l'entreprise, même si effectivement *in fine* le président, le directeur général, le conseil d'administration ont des responsabilités sur le plan pénal ou civil qu'ils peuvent d'ailleurs déléguer. Le premier constat que nous faisons c'est que le vrai propriétaire du risque, c'est l'opérationnel : c'est l'opérateur, c'est le patron, c'est le chef de département. Il faut que cela soit bien compris, et il faut que cette culture du risque soit bien acceptée dans les entreprises.



### 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

Après tout un ensemble de professions ont pour mission d'identifier, de prioriser, de hiérarchiser, de quantifier – on va y revenir aujourd'hui –, de maîtriser, de rendre compte des risques. Ces professions c'est tout d'abord le gestionnaire de risque qui, dans une démarche dont je vais parler, a pour mission d'identifier, de rendre compte et d'examiner la pertinence des mesures qui sont apportées. Ce gestionnaire de risque, par rapport à un risque, doit répondre à la question : Est-ce qu'il est sous contrôle ? Ce contrôle des risques, la maîtrise des risques, nécessitent plusieurs réponses qui doivent être apportées dans l'entreprise.

La première réponse, c'est effectivement et avant tout une réponse opérationnelle : est-ce qu'effectivement sur le plan juridique les risques juridiques sont couverts par des solutions contractuelles ou des solutions qui ont été mises en place dans l'entreprise ? Est-ce que le risque d'achat a été protégé par des démarches et des process qui ont été développés par l'entreprise, etc. ?

La deuxième réponse au risque que nous attendons et que nous surveillons, c'est le contrôle interne. Pour nous le processus du contrôle interne est une réponse au risque. Le risque de fraude doit être directement appréhendé par un dispositif de contrôle interne sur les fraudes. Le risque d'achat doit être également directement appréhendé également par le dispositif du contrôle interne sur les achats, sur les stocks, etc.

Donc pour nous, premièrement réponse opérationnelle, deuxièmement réponse de contrôle interne, troisièmement réponse d'assurance. C'est-à-dire que si l'entreprise entend à la place des deux premières ou en plus des deux premières compléter le dispositif de réponse au risque, nous recourons à l'assurance et nous distinguons alors les risques qui sont assurables des risques qui ne le sont pas.

Aujourd'hui nous considérons que dans l'entreprise il y a environ – c'est une estimation qu'il conviendra de parfaire – 30 % des risques qui sont susceptibles d'être assurés. Ce qui veut donc dire que 70 % ne sont pas assurés et ont donc besoin d'une autre réponse que la réponse assurantielle qui est un peu spontanée ou primaire.

J'en aurai peut-être terminé, Gilles, sauf à ce que tu me dises qu'il me reste quelques minutes. Je poursuivrai alors en disant qu'il est fondamental qu'ensemble nous veillions à ce que le périmètre de la gestion des risques soit le plus large et le plus exhaustif possible. Nous en reparlerons peut-être, c'est parce qu'il a été interdit de pratiquer la démarche d'analyse de risque dans certains secteurs trop profitables ou qui paraissaient trop techniques ou trop confidentiels que les risques sont apparus.

L'entreprise, la direction, le management, le conseil d'administration se doivent de s'assurer de l'exhaustivité du périmètre de management des risques. Nous, *risks*

*managers*, sommes très vigilants, et lorsque cela se passe mal nous sommes très mécontents et nous remontons très vite ce genre d'information à la direction générale et parfois au conseil. Lorsqu'on nous dit : « Dans cette filiale vous n'irez pas, ce n'est pas la peine. On la connaît, ce n'est pas la peine d'aller dans la filiale » ou bien « N'allez pas ennuyer les *traders*, ils ont beaucoup à faire, cela marche très bien en ce moment, n'allez pas les voir ». Donc tous les secteurs qui nous sont fermés, interdits ou qui sont relativement étanches à nos analyses, c'est comme vous, bien évidemment, lors de vos diligences annuelles, tous les domaines dans lesquels on ne laisse pas rentrer sont, par définition, des secteurs plus risqués et sur lesquels la vigilance doit s'exercer.

Beaucoup d'acteurs, je l'ai dit, il est de plus en plus important dans les entreprises, et nous sentons que nos dirigeants et donc vos clients et vos partenaires l'appellent de plus en plus, que nous puissions apporter une complémentarité entre tous ces métiers. Parce que finalement dans les directions des groupes, le président ou le directeur général en a assez de donner des moyens à un audit interne qui va lui expliquer qu'il va surveiller, contrôler et faire des *reporting*, de donner des moyens à un manager des risques qui va contrôler, surveiller et faire des *reporting*, etc. Au bout d'un moment les directions s'arrêtent en disant : « Vous avez tous une même vocation, des mêmes objectifs ou du moins c'est ce que vous prétendez, maintenant je veux voir clairement comment travaillez-vous ensemble et comment pouvez-vous travailler ensemble ? »

Nous avons beaucoup travaillé et nous travaillons beaucoup avec nos associations cousines et partenaires, nous avons cité l'APDC. Nous avons effectivement des travaux en cours sur la mise en œuvre des recommandations de l'AMF relatives à la gestion des risques. Nous avons travaillé avec l'IFA au niveau du rôle du conseil d'administration dans la gestion des risques. Nous travaillons avec l'IFACI sur le rôle de l'auditeur interne dans la gestion des risques. Ce à quoi nous arrivons aujourd'hui, et cela pourra être débattu avec vous qui êtes acteurs extérieurs mais également extrêmement connaisseurs de nos entreprises, nous considérons donc que le gestionnaire de risque c'est celui qui est en première ligne pour détecter les risques, en dresser l'inventaire et identifier les actions qui sont mises en œuvre pour y répondre. Le responsable des dispositifs de contrôle interne doit apporter une réponse à un certain nombre de risques et s'assurer que sa réponse sert effectivement à couvrir un certain nombre de risques qui viennent d'être identifiés.

Nous attendons de l'auditeur interne qu'il soit celui qui va vérifier l'efficacité du système. Vous savez – nous en reparlerons – qu'aujourd'hui le dispositif est bâti sur le plan réglementaire autour de deux piliers.

- Le premier pilier, c'est une question qui est adressée au président de la société : « Monsieur le Président, vous allez me rendre compte du fait que vous avez déployé un système de management des risques et de contrôle interne ». Je, c'est-à-dire le marché, je, c'est-à-dire le régulateur, les autorités de contrôle, « Monsieur le Président, j'entends que dans le rapport annuel vous décriviez les systèmes que vous avez mis en place en matière de contrôle interne et de gestion des risques ». C'est le premier pilier.
- Le deuxième pilier, c'est le fait de s'adresser au conseil d'administration et au comité d'audit, et Emmanuel en parlera beaucoup mieux que moi : « Mesdames, Messieurs les membres du conseil d'administration et notamment du comité d'audit, j'entends de vous que vous assuriez le suivi de l'efficacité du système. Le Président vient de décrire un système, j'attends de vous que vous assuriez le suivi de son efficacité ».

Pour moi, ce sont véritablement les deux piliers de la gestion des risques. Les acteurs, chevilles ouvrières, qui préparent, qui développent, qui mettent en œuvre et qui s'assurent du développement de ces systèmes ; le président qui en rend compte, et vous savez tous que lorsque notre Président nous appelle en disant : « Gérard, je vais publier un rapport dans quelque temps, vous allez me faire un petit mot », on va prêter une attention toute particulière à ce qu'on va faire dire à son Président ; et puis le conseil d'administration qui va en assurer le suivi de l'efficacité. Pour nous le problème du suivi de l'efficacité, c'est en premier lieu l'audit interne qui doit assurer le suivi de l'efficacité, et deuxièmement nous attendons beaucoup de vous Mesdames et Messieurs – et c'est un sujet dont nous débattons très vraisemblablement et dont vous avez déjà débattu déjà, je le sais – quel est le rôle et quel est l'apport du commissaire aux comptes, de l'auditeur externe dans le suivi de l'efficacité des systèmes de gestion de risque et par rapport aux obligations de *reporting* qui sont les siennes ?

Je crois que j'ai peut-être planté le décor.

## Gilles de Courcel

Je crois effectivement que vous avez très bien planté le décor, Gérard, et je vous en remercie parce que vous l'avez fait d'une façon extrêmement pratique et extrêmement opérationnelle. Puisqu'on parle d'opérationnel, je vais me tourner vers une personne qui est en charge effectivement de fonctions très opérationnelles dans l'entreprise, Carol Xueref.

Carol, j'ai dit tout à l'heure que vous étiez Directeur des affaires juridiques et du développement du Groupe Essilor. Vous êtes membre du comité exécutif de cette très belle entreprise française qui a une histoire d'ailleurs assez étonnante et assez ancienne puisque je crois qu'Essilor a 160 ans, et que dans ses gènes on trouve une coopérative ouvrière. C'est une histoire absolument fabuleuse que vous pouvez retrouver en lisant les écrits de Xavier Fontanet.

Essilor a une stratégie intéressante qui vise à permettre l'amélioration de la vision dans le monde. Vous vous adressez à sept milliards d'âmes, et probablement deux milliards ou deux milliards et demi qui ont besoin de corriger leur vue. Vous êtes effectivement bien présents sur tous les marchés, que ce soit sur les marchés de pays riches ou les marchés de pays pauvres. C'est une aventure internationale qui a été très fortement impactée par la présence et la personnalité de Xavier Fontanet qui en a été longtemps le dirigeant et qui a coutume de dire qu'Essilor c'est une aventure ; et je sais, parce que j'ai eu l'occasion d'en parler avec lui que dans cette aventure il y a une aventurière, mais au bon sens du terme, qui s'appelle Carol Xueref. Carol, je pense que vous avez visité à peu près tous les continents, pour ne pas dire tous les pays du monde, pour accompagner ce développement.

Dans votre titre « Directeur des affaires juridiques et du développement » je vois deux choses qui pourraient peut-être se contredire au regard du risque. Le développement c'est nécessairement s'exposer fortement au risque, le juridique c'est souvent pour s'en protéger. Carol, d'une façon opérationnelle, comment est-ce que vous faites pour conjuguer cette dualité ?

### À votre réflexion...

L'important est d'assurer la promotion de la gestion et de l'anticipation du risque.

Entreprendre c'est intégrer qu'il n'y a pas d'activités sans risques et qu'il est difficile de concevoir de conduire des activités sans prendre des risques.

Le contrôle et la maîtrise des risques nécessitent que plusieurs réponses soient apportées dans l'entreprise, tout d'abord une réponse opérationnelle et une réponse au travers du contrôle interne et, si le risque est assurable, une réponse assurantielle. Or, il est estimé que seuls 30 % des risques sont susceptibles d'être assurés.

Sur le plan réglementaire, le dispositif de gestion des risques est bâti sur deux piliers : le président de l'entreprise qui rend compte des systèmes mis en place en matière de contrôle interne et le conseil d'administration qui assure le suivi de l'efficacité du contrôle interne.



Carol Xueref

Directeur juridique  
d'Essilor

## Carol Xueref

Merci Gilles. Juste un petit point de détail : effectivement nous sommes, semble-t-il, sept milliards d'âmes dans le monde aujourd'hui, quatre milliards ont besoin d'une correction de type différente, mais seulement 1,5 milliard à 1,6 milliard, selon les chiffres dont nous disposons, ont cette correction. Je suis désolée de ne pas être très précise dans un cénacle de gens qui aiment beaucoup les chiffres ; nous prendrons le risque en disant que c'est 1,5 milliard à 1,6 milliard. Cela veut donc dire qu'il y a 2,4 milliards de personnes qui ont besoin d'avoir une correction visuelle. Ce qui est une chance et qui est aussi une question de risque. Le développement de l'entreprise dans lequel j'œuvre depuis une quinzaine d'années s'oriente vers ces gens-là, c'est le développement à l'international dont nous avons parlé, avec les risques correspondants.

Pour moi, et je ne le dirai jamais assez, la meilleure approche pour la bonne gestion des risques c'est la prévention. J'ai l'habitude de dire dans cette entreprise, que je fais de la médecine préventive, je ne fais pas de la chirurgie esthétique. Quand on a cela à l'esprit, on peut effectivement faire beaucoup de choses. Il faut savoir que pour faire cela, il faut faire intervenir en amont tous les experts pour concilier ce que vous avez dit avec ce besoin de prise de risque. Je vous rejoins, le risque est nécessaire pour le succès de l'entreprise ; sans risque on n'apprend pas, on n'évolue pas, on reste statique. Mais il faut néanmoins prévenir cette situation, faire intervenir en amont, comme j'ai indiqué, des experts, il faut travailler et créer cette évolution ensemble.

La gestion des risques est vraiment un souci très important pour les entreprises, bien entendu, mais surtout pour le directeur juridique que je suis. Récemment, autour des vacances, est intervenue la publication d'une étude effectuée par un cabinet spécialisé et également un cabinet représenté dans cette salle, sur les soucis des directeurs juridiques, et la gestion des risques ressort comme étant le souci certainement très important, si ce n'est le souci principal de mes confrères. Il faut donc mettre en place la compréhension de ce qui est un niveau de risque acceptable pour l'entreprise et ses conséquences. Je rejoins totalement ce que vous avez dit tout

à l'heure, j'y souscris donc je ne vais pas répéter vos propos.

Il faut effectivement que nous soyons dans une situation où nous comprenons que c'est un travail et peut-être même un débat où il y a aussi bien une approche pratique que philosophique. Il faut que les gens comprennent ce qui est un niveau de risque acceptable. Les juristes et l'entreprise doivent avoir une vision, à mon sens, à moyen et long terme et non pas à court terme. Il est très difficile de concilier, voir même de réconcilier parce que la discussion en interne n'est pas facile ; elle est même quelquefois très difficile et plus difficile en interne de concilier toutes les approches des différents professionnels pour que la gestion du risque soit acceptable, chacun ayant des opérations et des perspectives différentes. Les commerciaux ont des objectifs quelquefois chiffrés, la liste des acquisitions dans le *pipeline* est souvent très longue, des gens qui sont là pour faire des deals, les résultats financiers, la pression des marchés, la pression tout simplement concurrentielle, et comme nous l'avons dit tout à l'heure, les besoins propres de l'entreprise.

Essilor est effectivement une entreprise très connue et très bien établie dans le monde, à savoir nous réalisons à peu près 40 % de notre chiffre d'affaires en Europe et à peu près 40 à 45 % en Amérique du Nord. Cela veut donc dire que nous avons une marge qui est dans ce qu'on appelait par le passé *rest of the world*, ce qui signifie l'Asie, l'Amérique Latine et l'Afrique. Mais ces endroits-là sont des pays et des zones à très forte croissance. Pour continuer à être une entreprise rentable et équilibrée, nous devons obligatoirement nous trouver dans ces zones-là. J'allais dire malheureusement ces zones-là sont des endroits où il y a des habitudes, des pratiques et des perceptions qui sont complètement différentes de ce que nous connaissons dans notre monde connu. Nous avons donc un besoin ardent, en allant vers cette évolution tout à fait normale et nécessaire pour l'entreprise, de tenir compte dans ces besoins d'avoir cette démarche de compréhension de prise de risque comprise par toutes les personnes.

Il faut donc mettre autour de la table des intérêts et des contraintes divergentes et les concilier : ne pas freiner le *business*, apporter des réponses pragmatiques, mais savoir prévenir la prise de risque pour que ce soit le bon risque. Je dis cela d'autant plus qu'effectivement, à la fin, quand le risque est pris et qu'il s'avère ne pas être un bon risque mais un mauvais risque ou le risque qu'on n'a pas vu venir, c'est le juriste qui est là souvent seul pour gérer ce risque et devoir faire le maximum pour le diminuer.

Quels sont donc les risques dans le développement usuel de l'entreprise ? Les points ou les opérations critiques à l'instant où je vous parle pour l'entreprise ? Évidemment, les acquisitions à l'international. Comme je viens de le dire, ce sont de nouvelles formes de risques dans des pays où il y a des pratiques et des valeurs différentes.



Il faut mettre en œuvre un ensemble de moyens pour essayer de cerner ces pratiques et ces valeurs différentes. Évidemment les *due diligences* doivent être de plus en plus larges, de plus en plus précises. Bien sûr nous connaissons tous dans cette salle les *due diligences* financières. Malheureusement encore beaucoup de sociétés ne pratiquent que les *due diligences* financières. Il faut aussi des *due diligences* juridiques, réglementaires, sur le plan des relations humaines, sur le plan environnemental, sur le plan des pratiques commerciales, techniques. Il faut évidemment, comme je l'ai dit tout à l'heure, faire intervenir en amont toutes les personnes qui peuvent apporter leurs connaissances pour pouvoir analyser ces risques, pour permettre une bonne rédaction des contrats.

Parce que comme on le sait aussi, le contrat ne sert à rien si tout va bien, et il sert beaucoup si les choses vont mal. Il faut que ce soit une relation qui est comprise avec une bonne rédaction et la prise en compte de ces risques.

Souvent, c'est un sujet que de nombreux interlocuteurs écartent d'un revers de main, c'est un sujet qui intéresse beaucoup les juristes mais peu d'autres personnes mais qui est un point clé quand les choses ne vont pas bien : c'est le choix du droit applicable et de la compétence des tribunaux. On peut se trouver dans une situation extrêmement critique avec une appréciation des risques faite par des juridictions qui ont une structure et une manière de penser, voire une lenteur dans la démarche, ou une compréhension des valeurs locales qui ne conviennent absolument pas à l'investisseur que nous sommes. Nous avons donc besoin d'une validation fiable de nos principes contractuels.

Un deuxième problème qui s'accroît, peut-être pour une entreprise de la taille de celle que je représente, c'est le contrôle des concentrations. Le contrôle des concentrations peut être un sujet qui peut non seulement faire échouer un *deal* parce qu'on estime que nos parts de marché sont trop importantes et qu'on va imposer des remèdes qui rendent l'opération moins acceptable, mais qui peuvent créer aussi un risque réputationnel pour l'entreprise parce que si c'est un élément de croissance de l'entreprise qui est présentée au marché financier comme étant un moteur dans ce qu'on fait et qu'on ne peut plus le faire ou plus le faire de la même façon, c'est un élément de risque extrêmement important pour les entreprises.

Quand à la propriété intellectuelle, c'est le sujet qui n'est toujours pas compris de tous ; on le comprend dans le monde industriel, sa compréhension progresse dans le monde des services. Les conditions de notre recherche & développement, la confidentialité de nos démarches, le dépôt et les demandes de brevets, et dans la foulée, la guerre des brevets qui est un sujet que nous voyons comme étant un élément de risque dans le domaine international de plus en plus important pour les entreprises.

Évidemment la réglementation, la *compliance*, les pratiques commerciales restrictives, les enquêtes des autorités diverses et variées sont de plus en plus accrues. Je le dis d'autant plus qu'étant par ailleurs membre du Collège de l'Autorité de la Concurrence, j'ai l'avantage et le très grand bonheur de pouvoir regarder la gestion des risques des deux côtés de la table. Mais ces questions de réglementation et de *compliance* sont des sujets dans l'analyse et la prévention des risques qui sont extrêmement importantes et qui vont aller croissantes dans la vie de toutes entreprises et pas uniquement les entreprises cotées.

Comme je l'ai dit tout à l'heure, les litiges, évidemment : le coût des litiges est faramineux ; et c'est là où on retrouve le point d'orgue de cette journée qui est la prise de risque dans l'objectif de l'évaluation. Quand on regarde combien peuvent coûter en honoraires et en frais judiciaires les litiges pour les entreprises, c'est extrêmement important et c'est un souci pour l'entreprise. Le risque des litiges est un risque accru dans la période économique difficile que nous connaissons. Là où par le passé on a pu discuter, on trouve très rapidement une démarche litigieuse. On peut observer du point de vue de l'entreprise qu'il y a de plus en plus une stratégie de différends de la part de beaucoup d'acteurs pour amener à une transaction ou à une discussion.

Un autre point qui nous concerne tous, aussi bien vous dans la salle que les entreprises, c'est la fiscalité. Et à nouveau, dans un contexte économique difficile, là où on a pu peut-être par le passé disposer de temps pour comprendre les risques fiscaux dans une entreprise à ramification internationale, les États ayant de plus en plus besoin d'argent, il y a de plus en plus de vérifications et de contrôles fiscaux et une nécessité de prévenir et de bien organiser ces risques. Et effectivement le risque réputationnel, c'est un sujet pour le gestionnaire de risque que nous sommes, si une seule de toutes ces balles qu'on essaye de tenir en l'air et avec lesquelles on jongle en permanence tombe, le risque réputationnel qu'il faut prévenir, qu'il faut également essayer d'évaluer est extrêmement important.

Je rejoins mon voisin pour dire que tout maîtriser est impossible, surtout dans une entreprise à développement extrêmement rapide et important. Par contre, il faut savoir de l'autre côté du curseur que la performance pour la performance n'est pas acceptable. Il faut donc être en mesure en tant que juristes et entreprises d'organiser des opérations responsables et réfléchies et détecter dans la rédaction des contrats, la petite phrase qui tue. Il faut évidemment améliorer la compréhension des conséquences de la prise de risque. Je vous rejoins complètement sur l'idée que le patron de l'opération est le propriétaire des risques. Là où je diverge un peu, c'est qu'il doit pouvoir comprendre, il doit pouvoir assumer en connaissance de cause, et donc il ne peut pas être le seul décisionnaire dans la prise du risque. Mais en définitive,

il doit l'assumer aussi dans le cadre de son bilan et ses budgets.

Il faut donc que l'entreprise crée des réflexes, il faut qu'elle crée des principes pour la bonne exécution d'opérations, crée des procédures, crée des moyens de *reporting*. C'est ce que nous mettons en place dans mon entreprise, et c'est une course permanente contre la montre puisque nous faisons environ une trentaine d'acquisitions tous les ans à travers le monde, qui peuvent aller de la petite acquisition de 500 000 euros ou dollars à plusieurs centaines de millions d'euros ou de dollars. Il faut donc créer ces principes, ces procédures, ces *reporting* pour savoir accepter et valider le niveau de risque acceptable. Figurer ce qui est acceptable, aussi bien dans la compréhension des personnes que dans nos procédures, que dans nos contrats ; figurer les garanties, figurer le type de *reps and warranties*, organiser un *knowledge management* autour de ces connaissances à travers des bases de données de nos engagements contractuels, bases de données de nos litiges, base de données de nos sociétés – parce que nous avons également plusieurs centaines de sociétés à travers le monde –, savoir qui fait quoi et ce qu'on a pu faire par le passé dans ces bases de données. Évidemment travailler en étroite collaboration avec le comité d'audit, le conseil d'administration et tous les autres comités spécialisés. S'assurer en tant que gestionnaire des risques qu'il y a de bonnes expertises, les bonnes personnes présentes pour apporter cette connaissance dans la gestion des risques, l'expertise. Je crois que si nous disons juste un mot sur la recherche de compétences au sein de ces comités d'audit et ces conseils d'administration, mis à part la présence de plus en plus de femmes dans ces conseils d'administration, il faut aussi s'assurer qu'il y a de plus en plus – et là je prêche trente secondes pour la profession – de directeurs juridiques au sein de ces comités d'audit parce que la gestion des risques est aussi une gestion des risques juridiques et une compréhension de la matière juridique.

Il faut savoir aussi dans tout cet équilibre, et je vais arrêter là parce que mon temps de parole s'écoule et je ne voudrais pas empiéter sur d'autres propos, c'est de savoir que pour la bonne gestion des risques, il faut être quelque part un équilibriste. La petite prise de risque, à travers la bonne compréhension d'une situation, peut améliorer sa gestion, voire prévenir des risques ; dans une discussion une prise de risque pour avoir ultérieurement un meilleur *claim* peut aussi être quelque chose qui par la suite permet d'amoiner les risques. Il faut que le gestionnaire des risques, comme je l'ai indiqué, dans un domaine international où on ne peut pas tout savoir, soit quelqu'un qui ait des relais de connaissances qui permettent d'avoir une remontée d'informations et un travail en équipe pour la bonne gestion des risques.

### À votre réflexion...

La meilleure approche pour la bonne gestion des risques c'est la prévention.

Une des clefs de la maîtrise des risques est la compréhension partagée de ce qu'est un niveau de risque acceptable et de ses conséquences. Or, les différents acteurs au sein de l'entreprise ont des perspectives et des objectifs différents.

La gestion des risques implique de concilier ces différences, de ne pas freiner le développement mais d'apporter des réponses pragmatiques.

Les acquisitions à l'international, en particulier dans des pays où les pratiques et les valeurs sont différentes, sont particulièrement porteuses de risques.

La réalisation de due diligences couvrant notamment les domaines juridiques, réglementaires, relations humaines, environnementaux et les pratiques techniques et commerciales contribuent à la maîtrise des risques. En complément, il convient de ne pas négliger le choix du droit applicable et celui du tribunal compétent.

Par ailleurs, il importe également de prendre en considération la législation sur le contrôle des concentrations, sur la propriété intellectuelle ainsi que la fiscalité.

La gestion des risques est un travail d'équipe. Une prise de risque raisonnable, résultant d'une bonne compréhension mutuelle d'une situation contribue à l'amélioration de la gestion du risque et à sa prévention.

### Gilles de Courcel

Merci Carol pour cet exposé extrêmement complet.

Je crois que cette fameuse cartographie, c'est-à-dire cette carte des risques, s'est très bien précisée à travers vos propos ainsi que les profils des différents acteurs. Nous avons eu deux interventions qui ont mis en avant les acteurs opérationnels, mais Gérard Lancner avait bien insisté tout à l'heure en disant qu'il y a en quelque sorte des contre-pouvoirs, il y a des filtres ; parmi ces filtres figure bien évidemment le conseil d'administration.

Pour évoquer le rôle du conseil d'administration avant d'évoquer, *the last but not the least*, les actionnaires, chère Colette, je vais me tourner vers Emmanuel du Boullay. Emmanuel a eu une carrière importante dans des directions financières, dans des directions générales. Puis il a été un des premiers à s'intéresser, voire à se passionner, pour tout ce qui était la gouvernance d'entreprise. À ce titre il a participé à la création de l'Institut Français des Administrateurs, il en est d'ailleurs un des administrateurs.

Emmanuel, Gérard nous l'a dit tout à l'heure, cette gestion du risque par les acteurs de l'entreprise se fait sous le regard, non pas bienveillant mais vigilant, du conseil

d'administration, des administrateurs indépendants ou des comités spécialisés. Comment cela se passe-t-il ? Sachant, et je voudrais le rappeler que l'Institut Français des Administrateurs ne s'adresse pas qu'aux administrateurs de sociétés cotées, il s'adresse à tous les administrateurs, et fait d'ailleurs un très gros effort vers les administrateurs de PME.

Vous avez vu qu'Yves Rocher n'est pas une société cotée, qu'Essilor est une société cotée, mais – sans vouloir blesser Carol – c'est aussi une magnifique PME en ce sens que c'est une grande entreprise qui a une capacité à absorber en permanence des PME. C'est pour cela que je vous invite à lire le livre de Xavier Fontanet qui est passionnant parce que le système de gestion de cette entreprise donne énormément de responsabilité aux gens en charge sur le plan local. Mais bien sûr, il y a le filtre du Conseil d'administration Emmanuel, vous avez la parole.



**Emmanuel du Boullay**

Administrateur  
indépendant

## Emmanuel du Boullay

Merci Gilles de cette présentation. Je voudrais d'abord remercier Essilor parce que grâce aux lunettes que je porte en ce moment je supporte la violence des spots qui nous éclairent. Merci Essilor.

Effectivement, j'ai une carrière riche dans les domaines du risque puisque j'ai passé sept ans dans le pétrole, dans l'exploration production, dix-sept ans dans l'assurance et deux ans dans la finance. Ce sont des métiers où les risques sont permanents. Depuis maintenant 2003, à la création de l'IFA, j'ai des activités d'administrateur indépendant et de conseil dans les domaines de la gouvernance. Une page de publicité puisque chacun fait un peu publicité et moi aussi. L'IFA a publié avec l'AMRAE un excellent ouvrage sur « Le rôle de l'administrateur dans la maîtrise des risques » qui est encore assez récent pour être lisible. Nous avons également publié un rapport avec nos amis commissaires aux comptes sur « Le comité d'audit et les auditeurs externes ». Ces deux ouvrages se trouvent dans la bibliothèque de l'IFA à un prix extrêmement modique.

Focalisons-nous sur la cartographie des risques. Quelle approche avons-nous dans les conseils d'administration

et plus particulièrement dans les comités spécialisés des sociétés cotées et des sociétés appartenant à des secteurs régulés de la finance dans lesquelles les comités d'audit sont devenus obligatoires ?

Bref rappel, le Conseil d'administration est le quatrième niveau de contrôle après le contrôle interne, l'audit interne et les audits externes et également les régulateurs, et enfin le Conseil d'administration : dernier verrou avant la diffusion des informations aux marchés. Notre premier rôle en tant qu'administrateurs c'est de nous assurer que cette chaîne de contrôle existe d'une part, et qu'elle est suffisamment solide d'autre part. C'est-à-dire qu'on va vérifier qu'il n'y a pas de maillon faible. C'est le premier objectif que nous avons dans les comités d'audit, c'est de nous assurer qu'il n'y a pas de maillon faible dans ces trois niveaux précédents en matière de contrôle et de maîtrise des risques.

La loi évoque le suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de maîtrise des risques, les Anglais utilisent le vocable *monitoring* dans leur législation. Nous n'allons pas débattre aujourd'hui de la notion de suivi de l'efficacité par rapport au contrôle de l'efficacité, je crois que c'est un peu illusoire. Il est clair que dans notre rôle d'administrateur on se situe évidemment entre les deux. On est, bien sûr, dans le suivi, mais on ne peut pas être complètement dans le contrôle. Il est absolument impossible pour un conseil, pour les administrateurs et pour un comité d'audit de vérifier la qualité et l'efficacité du dispositif de contrôle interne de façon suffisamment approfondie. Je crois que Gérard et Carol ont rappelé l'immense variété des risques que prend l'entreprise, et chacun des métiers a ses propres risques. Je pense donc que du côté du Conseil nous n'avons pas cette capacité. Il nous faut donc avoir une approche qui est un peu différente, me semble-t-il, qui n'est pas celle de vouloir contrôler tout, mais prendre en compte un certain nombre d'éléments.

Voilà les quelques éléments que je voudrais partager avec vous. Le premier élément à prendre en compte quand on est dans un Conseil d'administration, c'est la compétence des administrateurs cela apparaît un peu enfoncer une porte ouverte, mais on s'aperçoit que dans beaucoup de comités d'audit la compétence n'est pas forcément au niveau des enjeux, et notamment des enjeux relatifs à la compréhension des risques de l'entreprise. D'ailleurs la loi, de façon assez étonnante, rappelle bien sûr qu'il faut qu'il y ait un administrateur indépendant dans les comités, qu'il faut qu'il y ait au moins un administrateur compétent. C'est assez extraordinaire que la loi soit obligée de rappeler que dans un comité d'audit, il faut qu'il y ait au moins un administrateur compétent.

Je pense que c'est très important pour le Conseil d'administration dans sa composition et dans la nomination et la désignation des administrateurs membres du comité



## 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

d'audit de s'assurer de leur compétence. Cela veut dire là aussi traiter de la formation des administrateurs, et nous regrettons à l'IFA de voir assez peu d'administrateurs enclins à se former de façon suffisamment régulière sur toutes les questions relatives au rôle et à la responsabilité du Conseil d'administration. C'est le premier élément, composition et importance de la composition du Conseil et du comité d'audit.

Deuxième élément à prendre en compte, ce sont les hommes du contrôle. Nous ne pouvons pas lire la totalité des rapports d'audit interne, nous ne pouvons pas lire la totalité des procédures et des processus de l'entreprise, c'est impossible. Nous devons donc dans un premier temps nous assurer de la qualité et de la compétence des hommes du contrôle. Pour le contrôle interne, c'est relativement facile : ont-ils un niveau de compétence suffisant et ont-ils les moyens ? Comment procéder ? Tout simplement en les rencontrant, en parlant avec eux. Cela veut dire là aussi un travail et une disponibilité des administrateurs. Les comités d'audit se réunissent de façon de plus en plus fréquente, de plus en plus longue. Je trouve extrêmement important que nous ayons une vraie relation de confiance vigilante avec les hommes du contrôle : contrôle interne, audit interne, maîtrise des risques, donc *risks managers* lorsqu'ils existent et qu'ils ont une responsabilité de haut niveau. Cela nous paraît effectivement important.

Dans les hommes du contrôle, il y a les commissaires aux comptes dont aujourd'hui je ne vais pas mettre en doute la compétence, sûrement pas. C'est absolument indubitable : vous êtes là pour le prouver. La seule difficulté que nous rencontrons dans les comités d'audit, c'est plutôt des questions basement matérielles d'honoraires. C'est que nous avons plutôt tendance, nous, dans les comités d'audit à être plus souples dans une négociation que peuvent l'être effectivement les directions générales qui ont l'œil sur le compte de résultat et sur le *Bottom line*. C'est vrai que ces questions d'honoraires sont des sujets assez sensibles pour les comités d'audit parce que d'abord nous n'avons pas forcément tout le savoir-faire dans la compréhension des coûts de l'audit externe. C'est quelque chose qui n'intervenait pas il y a une dizaine d'années, le processus d'appel d'offres du commissariat aux comptes est de plus en plus piloté par le comité d'audit, je ne parle pas dans les très grandes sociétés du CAC 40, mais en tout cas dans les autres sociétés cotées, c'était plutôt de la compétence de la direction financière ou de la direction générale. Donc les pratiques évoluent.

Troisième élément à prendre en compte : nous avons parlé des hommes, parlons des processus. Que savons-nous des processus d'élaboration de l'information qui nous est transmise ? Est-ce que ces processus sont suffisamment fiables, sont suffisamment complets pour que nous puissions exercer notre rôle de surveillance vigi-

lante, comme l'a rappelé Gilles tout à l'heure ? La loi nous donne un rôle de surveillance, elle nous donne un rôle d'impulsion, et dans l'exercice de nos missions nous nous appuyons sur beaucoup de rapports et d'informations et parmi ceux-ci je reviens à la cartographie des risques qui est un outil absolument essentiel.

Quelques questions que nous nous posons sur la cartographie des risques. Ce sont généralement des outils qui sont extrêmement bien faits avec des graphiques, des couleurs, des classements, des grilles. La première question que je me pose c'est : est-ce que le processus d'élaboration de la cartographie des risques nous donne une assurance raisonnable, pour utiliser un terme classique, de son exhaustivité notamment dans les risques principaux ? On ne va pas regarder la totalité des risques, mais en tout cas est-ce qu'on a une certaine assurance que les risques principaux sont identifiés et que dans le processus d'élaboration de cette cartographie des risques il n'y a pas de trou dans le dispositif ? C'est un premier point avant même de regarder les risques.

Deuxième question : cette cartographie est-elle régulièrement évaluée ? Ce processus est-il régulièrement évalué ? Est-ce qu'il est audité par l'audit interne ? Est-ce qu'on a une assurance raisonnable que ce processus est régulièrement mis à niveau par rapport à l'évolution des risques qui ont été mentionnés par mes prédécesseurs ?

Dernière question, celle-là a déjà été évoquée : ces risques sont-ils attribués ? Le responsable a-t-il un plan d'actions et les moyens de le mettre en œuvre ? Parce que l'attribution d'une responsabilité de risque à un responsable, à un des dirigeants opérationnels ne suffit pas, encore faut-il que nous ayons la sécurité sur sa capacité à mettre en œuvre ce plan d'actions.

Des questions un peu plus complexes qui ne sont pas faciles, en tout cas pour nous, dans les comités et auxquelles nous pouvons difficilement répondre, ce sont toutes ces questions d'anticipation. Nous avons parlé de prévention, il est un peu compliqué pour nous d'avoir une vision assez précise du dispositif de surveillance et d'anticipation. Quelques questions que nous nous posons et que nous posons donc aux hommes du contrôle.

La première : est-ce que vous avez la capacité d'identifier les signaux faibles, les anomalies ? Est-ce qu'il y a un processus qui nous permet de faire remonter ces anomalies ? Est-ce que ces anomalies déclenchent des alarmes, un peu comme dans un incendie ? Est-ce que cette alarme est déclenchée à temps ? Est-ce qu'on attend qu'il y ait les premières flammes ou est-ce qu'on déclenche l'alarme au moment de la fumée ? Ce n'est pas du tout le même impact évidemment en termes de conséquences. Est-ce que ces signaux sont transmis à un niveau suffisant ? Est-ce que cela reste au niveau du gardien de l'usine ou est-ce que cela monte tout de suite au niveau du directeur de la sécurité ? Là, ce que nous

souhaitons c'est qu'évidemment on détecte le plus tôt possible toutes ces anomalies, c'est donc qu'il y a des dispositifs de surveillance, de prévention extrêmement construits. Et que celui qui reçoit le signal d'alarme soit à un niveau hiérarchique le plus élevé. J'ai tendance à dire qu'on préfère une fausse alerte qui va servir d'entraînement plutôt que d'avoir à reconstruire tout une usine.

En dernier point, pour répondre à toutes ces questions, on s'appuie sur tous les travaux qui sont réalisés par les hommes de l'art, tous ceux qui sont dans ce que j'appelais tout à l'heure la chaîne de contrôle à la fois les travaux des risques manager, les travaux de l'audit interne, pour valider notamment, ce qu'évoquent Gérard tout à l'heure, les zones de risques non couvertes. On découvre quelquefois que certains types de risques sont mal ou peu couverts. Et puis l'efficacité du dispositif de surveillance. On s'appuie aussi, malheureusement quelquefois les risques s'avèrent, sur l'analyse approfondie des défaillances pour voir comment on a réagi et comment on a développé de nouveaux moyens d'anticipation et de prévention. Carol a rappelé cela tout à l'heure, la prévention est essentielle dans ce domaine.

On s'appuie aussi beaucoup sur nos entretiens avec les commissaires aux comptes. Vous avez une vision beaucoup plus large que celle que nous pouvons avoir, nous sommes administrateurs et peut-être quelquefois de plusieurs sociétés. Vous travaillez dans beaucoup de sociétés et donc vous avez aussi cette capacité de nous apporter en matière de risque votre expérience, votre connaissance d'autres sociétés. De nous faire donc réagir sur un certain nombre de points qu'on pourrait considérer comme étant bien faits et que vous avez considéré plutôt comme étant à améliorer.

Dernier point pour boucler la boucle, lorsque nous essayons de répondre à toutes ces questions, comment nous allons rendre compte de nos travaux ? C'est de travailler et de passer des dizaines d'heures même si

nous sommes, j'appelle cela avec un certain sourire, des intermittents. Malheureusement, on ne travaille pas à plein-temps dans les entreprises. Comment rendre compte de nos travaux ? À la fois vis-à-vis du conseil cela est relativement facile, c'est ce que j'appellerai de la pédagogie responsable mais comment rendre compte de nos travaux aux travers des différents rapports qui sont transmis aux marchés ? Vous voyez immédiatement la transition, Gilles, je passe la parole à Colette.

## Gilles de Courcel

Merci beaucoup Emmanuel pour cette présentation qui nous a permis de mieux saisir toute l'importance et la responsabilité du conseil d'administration et de ses comités spécialisés et du besoin très important pour les directions financières de travailler avec ces comités puisque vous les challengez beaucoup, puis pour les commissaires aux comptes aussi de savoir dialoguer.

Dernier intervenant de cette table ronde, mais non des moindre, Colette Neuville que vous connaissez tous. Colette, vous avez une formation de juriste et d'économiste mais vous rayonnez sur les marchés parce que vous avez créé une association pour la défense des actionnaires minoritaires l'ADAM, je crois que c'est dans les années 1990, depuis lors vous avez fait – il faut le dire très simplement – progresser considérablement tous les dispositifs qui participent de la protection de l'épargne et des actionnaires des sociétés cotées. Mais on a vu que les bonnes pratiques s'étendent progressivement aux sociétés non cotées, ce qui constitue un phénomène de contagion.

J'ai envie de vous poser la question, Colette, de savoir si les risques tels qu'ils sont identifiés et filtrés par les systèmes dont Gérard et Carol nous ont parlé, gérés et réduits par le management sous l'œil vigilant, on l'a vu avec Emmanuel, du conseil d'administration et des comités spécialisés sont perçus par les actionnaires comme maîtrisés ?

## À votre réflexion...

Le suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de maîtrise des risques par le conseil d'administration implique d'abord que l'on accorde de l'importance à la composition du conseil et, en particulier, que l'on s'entoure de membres du comité d'audit compétents dans cette matière.

Ensuite, il convient de veiller à la qualité et à la compétence des équipes de contrôle interne, en rencontrant les personnes qui les composent en échangeant avec elles. Ce qui requiert de la disponibilité de la part des administrateurs.

Les processus sont également importants et, plus particulièrement, ceux qui concourent à l'élaboration de l'information financière. À ce titre, la cartographie des risques est un élément essentiel. Elle doit être exhaustive en matière de recensement des risques principaux et être régulièrement évaluée et mise à jour. En outre, les risques qui y figurent doivent être affectés à des responsables chargés de concevoir des plans d'actions et de déterminer les moyens nécessaires à leur mise en œuvre. Ces plans doivent inclure des systèmes d'alarme, des alertes. De nouveau, la prévention est essentielle.



Colette Neuville

Présidente de l'ADAM

## Colette Neuville

D'abord merci de la présentation très flatteuse que vous avez fait de moi. Si j'ai fait progresser la protection des minoritaires, j'ai essayé de le faire mais je ne suis pas sûre que quand on regarde la conjoncture actuelle et l'évolution de la bourse depuis une dizaine d'années qu'on puisse dire que les résultats soient à la mesure des attentes. J'ajouterai aussi pour compléter la présentation que je ne fais pas seulement que défendre les actionnaires à travers de l'association, je suis aussi administrateur indépendant et membre du comité d'audit d'une société et censeur d'une autre société donc je vois les choses un peu des deux côtés de la barrière. Je peux mesurer les difficultés de l'exercice.

Ceci dit, je commencerai par dire que je ne suis pas complètement d'accord avec ce qui a été dit tout à l'heure sur le fait que les dirigeants sont propriétaires des risques. Je dirai que ce sont les actionnaires qui sont propriétaires des risques puisque ce sont eux qui en supportent les conséquences sur la valeur de leurs actions. Les actionnaires entrent dans une société pour prendre avec le chef d'entreprise et pour partager les risques que va prendre le chef d'entreprise en espérant que ces risques qui sont le propre de l'entrepreneur vont générer des bénéfices. C'est cela le propre de l'entreprise, c'est prendre des risques pour en tirer des bénéfices et l'actionnaire accompagne la démarche de l'entrepreneur. Il lui donne les fonds propres pour avoir les moyens de sa stratégie.

Je dirai que ces actionnaires ont imposé au fil des années leur objectif qui est celui de la création de valeur pour l'actionnaire. Depuis vingt ans on a vu la gouvernance changer, les modes de gestion changer, les stratégies changer sous l'impératif de création de valeur pour l'actionnaire. On a vu aussi les modes de rémunération des dirigeants changer sous l'effet de cet objectif. Si l'on réfléchit à ce qui s'est passé sous l'emprise de cet objectif, on peut dire que cela a contribué à augmenter les risques et c'est surtout que c'est sur cet aspect-là que je voudrai faire porter mon intervention parce que finalement le choix d'un investissement, la prise de décision que ce soit au niveau de la gouvernance de l'entreprise au niveau de l'investisseur, c'est dans le

couple rentabilité risque que se prend la décision. Or, si la rentabilité est généralement bien évaluée quantitativement le risque, lui, est peut-être inventorié qualitativement mais il n'est pas quantifié en termes de modérateur ou de correcteur de la rentabilité. Je pense que c'est peut-être parce qu'on n'a pas mesuré quantitativement l'incidence des risques sur le mode de financement, sur les stratégies et sur le mode de gestion de l'entreprise qu'on a aujourd'hui en partie la crise que l'on connaît.

Je voudrais signaler trois sortes de risques qui me paraissent soit ignorés, soit non évalués quantitativement. Il y a d'abord les risques liés au financement de l'entreprise. Les risques liés au financement c'est-à-dire l'effet de levier de la dette, on les connaît, il y a des mesures, des ratios d'endettement, beaucoup de ratios qui généralement font l'objet de *covenant* de la part des banques. On les connaît assez bien, ils sont généralement indiqués dans les rapports, dans les documents de référence, dans les annexes, au bilan, etc.

Mais il y a un autre risque qu'on voit apparaître aujourd'hui et je suis en train d'essayer d'inventorier les entreprises qui présentent ce risque. C'est le risque lié au financement des actionnaires de contrôle. Ce risque-là n'apparaît pas dans les rapports qui sont donnés aux actionnaires. Or, quand l'actionnaire de contrôle a financé l'achat de ses actions par endettement, il est aujourd'hui soumis à un risque important de se faire prendre ses actions par les banques s'il n'arrive pas à satisfaire aux appels de marge. Ces titres sont généralement nantis et se retrouvent vendus. Le risque pour l'actionnaire est donc de voir se déverser sur le marché une quantité importante de titres qui vont faire baisser le cours de l'action. Le risque c'est aussi un changement de contrôle qui n'est pas forcément prévisible parce que justement on ne sait pas comment a été financée la participation de l'actionnaire de contrôle ou l'actionnaire majoritaire.

Un exemple, je participais il y a une dizaine de jours à l'assemblée générale de Belvédère qui a d'ailleurs été assez mouvementée. On nous a révélé dans cette assemblée, à la suite d'ailleurs de questions que j'avais posées, que les dirigeants n'avaient plus d'actions c'étaient eux d'habitude qui avaient la majorité à l'assemblée, ils n'avaient plus de majorité, ils n'avaient plus d'actions parce que les banques avaient vendu leurs actions. Il n'y avait pas eu de déclaration de franchissement de seuil à la baisse, pas de déclaration de franchissement de seuil à la hausse donc finalement on ne sait plus de tout qui possède les actions qui font la majorité dans cette assemblée.

Mais il y a d'autres sociétés qui actuellement présentent ce même danger. Une autre dont je connais un peu les problèmes c'est Gecina, on sait qu'il y a une échéance importante pour les deux dirigeants et les principaux



actionnaires, il y a une échéance importante actuellement. S'ils n'arrivent pas à rembourser la banque leurs titres vont être vendus. Donc même chose, les investisseurs n'osent pas acheter le titre qui est très en dessous de la valeur d'actif net parce qu'ils se disent : « S'il y a un flux important d'actions, eh bien, le cours va en souffrir et il y aura peut-être un changement de contrôle, etc. ». Il y a donc actuellement beaucoup de sociétés, sans parler de celles du *private equity* qui sont pratiquement toutes dans ce cas-là, cotées qui sont actuellement dans ce cas et où le risque n'est pas connu. On ne connaît pas le degré d'endettement des dirigeants, on ne connaît pas leur *covenant* et on ne sait pas dans quelles conditions ce risque de survenir. C'est le risque lié au mode de financement.

Je dirais qu'il y a aussi des risques qui sont liés aux modes de gestion qui se sont transformés dans l'objectif d'améliorer constamment le retour sur fonds propres. Dans la mesure où beaucoup de financiers ont pris les rênes dans des entreprises industrielles et finalement dictent les modes de gestion, les *cost killers* font courir des risques à l'entreprise. Je dirais par exemple que la gestion de la trésorerie à flux tendus augmente la dépendance des entreprises par rapport aux banques et par rapport aux risques de taux d'intérêt.

Je dirais la même chose de la gestion des stocks de matières premières et des stocks de pièces détachées à flux tendus qui augmente évidemment la dépendance et donc le risque de l'entreprise vis-à-vis des ruptures d'approvisionnement que ce soit à cause de grèves de leurs fournisseurs, à cause grève de transports, à cause de tous les incidents qui peuvent finalement interrompre la chaîne des approvisionnements. Le risque s'est produit par exemple récemment pour Peugeot : l'usine qui l'approvisionnait en vis a eu des ennuis informatiques, ce qui a interrompu ses livraisons pendant quelques jours et immédiatement la production s'en est ressentie sur les chaînes de l'usine Peugeot. Donc cette gestion à flux tendus réduit évidemment le besoin en fonds de roulement, mais elle augmente les risques.

Il y a aussi les risques liés à la délocalisation dans la mesure où l'entreprise va chercher à travers le monde des sources d'approvisionnement, des délocalisations de ses services ou de sous-traitance pour diminuer ses prix de revient. L'entreprise s'expose par là même d'abord au risque lié au transport, mais aussi à tous les risques climatologiques, et on pense au tsunami japonais qui a finalement interrompu un certain nombre d'entreprises pendant un certain temps, ou encore les inondations en Thaïlande. Donc l'entreprise, en éparpillant et en délocalisant un certain nombre de sous-traitance et de services, s'expose au risque du monde entier dans le domaine climatologique, dans le domaine politique et dans d'autres domaines juridiques, fiscaux, etc. On a augmenté les risques en cherchant à diminuer les prix de revient.

Mais l'impact de cette augmentation des risques n'est pas traduit dans les perspectives de rentabilité. D'une certaine manière, les managers peuvent être amenés à prendre de mauvaises décisions parce qu'ils ne connaissent pas l'impact de leurs décisions en termes de rentabilité sauf s'ils dirigent uniquement à court terme. Mais aussi ne pas prendre en compte les risques qui vont être générés à moyen-long terme c'est favoriser une gestion à court terme et donc une mauvaise utilisation des ressources. C'est aussi induire en erreur les investisseurs qui peuvent croire que la rentabilité de la société est celle qu'on leur indique dans les analyses financières, alors qu'on n'a pas pondéré cette rentabilité attendue par les risques générés qui ne sont ni identifiés, ni quantifiés.

Que faire ? Probablement étendre la mission des comités d'audit, et surtout donner plus d'informations aux analystes parce que comment peuvent-ils faire les évaluations et les corriger ? Comment les commissaires aux comptes peuvent-ils aussi faire leurs évaluations des actifs et des passifs et du compte du résultat qui en résulte ?

J'ai oublié les risques liés aux normes comptables. Il y a quand même des risques qui sont liés aux normes comptables. Le fait de passer en normes IFRS et donc de tout valoriser en prix de marché, on voit bien quels sont les risques liés à la volatilité des prix de marché. Mais il y a aussi un risque, sans parler de la volatilité, le prix du marché c'est un prix marginal. Comment considérer donc la valeur d'une participation par exemple qui est prise dans une autre société si elle est évaluée en prix marginal. Il est évident que la société ne vaut pas son évaluation au prix marginal. La capitalisation boursière elle-même est une ineptie sur le plan économique : une société ne vaut pas la multiplication de son nombre d'actions par le prix marginal qui n'est qu'un prix que pour ceux qui sont sur le marché ce jour-là à ce moment-là, à cette minute-là ; tous les autres ne veulent pas de ce prix-là. Donc la valorisation au prix marginal, au prix de marché ne correspond pas à une valeur économique.

Donc que faire ? Je pense qu'il faudrait s'attacher à la valorisation de ces risques, normaliser peut-être la valorisation de ces risques parce que pour l'instant c'est plutôt des appréciations assez subjectives qui ne sont pas vraiment quantifiées ni normalisées. Ce n'est pas de la provocation de ma part, mais je pense qu'il faudrait peut-être des agences de notation, ajouter des agences de notation à celles qui existent déjà et qui finalement ne mesurent que les risques liés à la dette et qui ne mesurent pas du tout les autres risques qui affectent pourtant la rentabilité d'un certain nombre d'entreprises.

Il en résulterait – si on prenait en compte les risques pour corriger les évaluations de rentabilité – probablement un nouveau classement des entreprises. Celles qui

### 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

prennent beaucoup de risques ne se retrouveraient pas en tête comme c'est actuellement. Rentabilité sur fonds propres, les risques de 15 % dans le monde bancaire, on a vu ce que cela a donné. Il y a d'autres entreprises industrielles qui prennent beaucoup de risques en externalisant beaucoup, en délocalisant beaucoup. Les entreprises ne sont plus que des nœuds de contrats, elles n'ont plus rien, elles ne gèrent plus les risques industriels, elles les sous-traitent. En les sous-traitant, elles s'exposent à moins de qualité, à moins de sécurité, etc., tout cela n'est pas quantifié.

Je pense que si on veut optimiser l'emploi des ressources dans le monde, l'emploi des ressources des investisseurs, il faut que le classement des entreprises soit fait selon le couple rentabilité-risque et non pas seulement,

comme c'est fait actuellement, en quantifiant la rentabilité, mais en ne donnant que des appréciations qualitatives sur le risque.

### Gilles de Courcel

Merci beaucoup Colette.

*(Applaudissement de la salle...)*

Voilà des applaudissements bien mérités avant les huées dont je vais faire l'objet puisque de façon frustrante je ne vais pas prolonger le débat car nous dépasserions le temps imparti. Dieu sait s'il y a matière à débat après ces propos pertinents de chacun de nos quatre intervenants que je remercie en votre nom à tous.

### À votre réflexion...

Les actionnaires sont les propriétaires des risques. En effet, c'est eux qui en supportent les conséquences sur la valeur de leurs actions.

La rentabilité est généralement bien évaluée quantitativement, le risque est inventorié qualitativement mais il n'est pas quantifié en termes de modérateur ou de correcteur de la rentabilité.

Par ailleurs, certains risques sont ignorés ou non évalués quantitativement, il s'agit des risques liés :

- au financement des actions des actionnaires de contrôle, qui s'il s'avère peut modifier la répartition du capital d'une entreprise ;
- aux modes de gestion ayant pour objectif d'améliorer constamment le retour sur fonds propres qui en réduisant les charges, les délais, sont susceptibles d'accroître la dépendance de l'entreprise vis-à-vis, notamment, des parties prenantes et de la rendre plus sensible, par exemple, aux fluctuations de taux d'intérêts ou aux ruptures dans la chaîne d'approvisionnement ;
- à la délocalisation, qui expose l'entreprise, notamment, aux risques liés aux transports, mais également aux risques climatiques.

L'absence de prise en compte des risques à moyen terme favorise la gestion à court terme et peut induire une mauvaise utilisation des ressources.

Pour mieux appréhender l'impact des risques, il est possible d'envisager de modifier le mode de classement des entreprises en ne l'effectuant plus sur la seule rentabilité mais sur le couple rentabilité/risque.





# La traduction comptable et financière des risques



### Participaient au débat :

- **François Meunier**, Directeur Général Adjoint de COFACE, ancien Président de la DFCG
- **Gilles Hengoat**, Commissaire aux comptes
- **Albin Jacquemont**, Directeur Finances-Gestion de Carrefour France (membre de l'APDC)
- **Patrick Parent**, Directeur des affaires comptables de l'AMF

La table ronde était animée par **Jean-Louis Mullenbach**, Commissaire aux comptes



**Jean-Louis Mullenbach**  
Commissaire aux comptes

### Jean-Louis Mullenbach

Merci à toutes et à tous de rejoindre la salle, nous allons reprendre nos débats.

Avec le minimum de présentations pour passer au vif du sujet. Je suis entouré par deux responsables d'entreprises : François Meunier, Directeur général adjoint de COFACE qui représente la DFCG, dont il a été le Président lorsqu'il était Directeur financier de COFACE et Albin Jacquemont, Directeur Finances Gestion de Carrefour France, qui représente l'APDC.

Nous sommes tous les trois encadrés par deux maillons importants de la chaîne de sécurité de l'information financière : Patrick Parent, Directeur des affaires comptables de l'Autorité des Marchés Financiers et Gilles Hengoat, vice-président du Département des Marchés Financiers de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

La question qui nous est posée est celle de la prise en compte du risque dans les comptes eux-mêmes et dans l'information financière.

Notre table ronde va donc s'intéresser uniquement au traitement comptable des risques sans revenir sur la gestion de ces risques. Certes, on peut sortir le risque de l'actif du bilan. On peut titriser, faire de la défaisance, de l'affacturage, de l'assurance-crédit, etc. Ce sont des sujets que nous n'allons pas traiter, même si, en termes d'évaluation, c'est intéressant de savoir quel est le coût de la titrisation, de l'assurance ou de la couverture ? En comptabilité, bien sûr, nous allons procéder à des dépréciations statistiques sur le portefeuille clients et sur les stocks en prenant des bases qui ne devraient pas être très éloignées de ce que facturent les assurances. Mais notre sujet est strictement le traitement comptable. Basiquement, quels sont les modes comptables de traitement du risque ?

Le premier – cela va peut-être vous surprendre – c'est de ramener la valeur comptable des actifs et des passifs à la juste valeur, laquelle est supposée s'identifier au consensus du marché sur la valeur des éléments concernés. Donc *a priori*, le marché va prendre en compte les risques et les opportunités des actifs et passifs correspondants.

Tout à l'heure j'ai entendu Colette Neuville dire que pratiquement tout en comptabilité était en juste valeur. Ce n'est pas du tout le cas, Colette, je vous rassure. Il y a très peu de choses qui sont en juste valeur. Nous avons un système de comptabilité financière qui est un système de mesures mixtes, réputé choisir avec pertinence l'attribut le plus approprié à chaque actif et passif : soit la juste valeur, soit le coût historique complété par des amortissements, des dépréciations et des provisions.

La comptabilité a un caractère conventionnel et normé. Les normes nous indiquent ce qu'on doit mettre en juste valeur et ce qu'on doit mettre en coût historique en fonction du modèle de l'entreprise. Il est bien évident que si on se trouve face à des actifs disponibles à la vente, on va plutôt les ramener à leur juste valeur. S'il s'agit d'actifs destinés à être conservés sur une longue période, on va plutôt être en coût historique, éventuellement ramené à la valeur d'utilité. Donc le premier mode de traitement comptable du risque est la juste valeur.

Le deuxième mode, ce sont les provisions correspondant aux obligations de l'entreprise dont il est probable qu'elles provoqueront une sortie de ressources sans contrepartie au moins équivalente attendue.

Nous avons, par symétrie aux provisions, un troisième mode comptable de traitement des risques, ce sont les passifs éventuels mentionnés dans l'annexe correspondant à des obligations qui ne sont que potentielles ou, si elles sont certaines, dont il n'est pas probable qu'elles provoqueront une sortie de ressources.

Enfin le quatrième mode comptable de traitement du risque est la dépréciation des actifs à leur valeur actuelle ou recouvrable, plus élevée de la valeur d'utilité ou de la juste valeur diminuée des coûts de vente.

On voit bien que le premier mode comptable de traitement du risque comporte une part prépondérante de perception du marché, alors que les autres modes comptables se calent plutôt sur la perception du management. Ce sont donc deux attributs très différents. Nous sommes loin de la *full fair value* en IFRS, comme en US GAAP d'ailleurs.

Nous allons donc d'abord évoquer la juste valeur – si vous le voulez bien – et poser à nos intervenants trois questions. Vous savez que dans la juste valeur définie par IFRS 13, il y a trois niveaux. Le niveau 1, c'est la valeur de marché. Il y a un marché pour l'actif, c'est un marché actif, donc le niveau 1 est ce qu'il y a de plus fiable. Vous avez un niveau 2 correspondant aux données observables. C'est ce que les évaluateurs appellent un peu « les comparables ». Ce n'est pas coté, mais on a des comparables cotés, etc., donc on peut se faire une idée de ce que pense le marché. Lorsque vous n'avez ni le niveau 1, ni le niveau 2, vous êtes sur un niveau 3. C'est ce qu'on appelle le *mark to model*, c'est-à-dire que nous nous référons à des modèles mathématiques qui vont nous dire ce que serait cette valeur si elle était cotée. Donc on sent que tout cela est beaucoup moins fiable, bien entendu.

La première question que je vais poser à Monsieur Jacquemont concerne la valeur de marché. Je vais lire la question, puisque j'ai envoyé toutes les questions dactylographiées pour que chacun puisse s'y préparer et se chronométrer dans les réponses. « *Lorsqu'un actif relevant de l'attribut juste valeur est mesuré en mark to market – seriez-vous d'accord pour dire que la valeur comptable de niveau 1 ainsi extériorisée pour cet actif est la mieux à même d'intégrer les risques et opportunités attachés à cet actif à la date de clôture ?* »



**Albin Jacquemont**

Directeur du contrôle financier du Groupe Carrefour  
(Membre de l'APDC)

## Albin Jacquemont

Je vais essayer d'être bref. La réponse au premier niveau, c'est oui. Mais, j'ai été très attentif aux propos de Madame Neuville qui a soulevé, à mon avis, un très bon point sur le fait que la valeur d'utilité ce n'est pas forcément la multiplication d'une valeur marginale par un nombre de titres. De façon intéressante et juste pour ouvrir un peu le débat, on parle d'actifs, aux États-Unis on parlerait assez volontiers des passifs, et également de la valorisation de la dette à la juste valeur. Là, j'ai une interrogation à savoir que plus la situation financière d'un émetteur se détériore, plus le CDS vaut cher, moins la dette vaut chère. Donc plus la situation financière de l'émetteur se détériore plus vous constatez un profit important parce que la juste valeur de votre passif se détériore. Donc la réponse que je vous donne, Jean-Louis, pour les actifs, elle serait conceptuellement beaucoup plus discutable pour les passifs.

## Jean-Louis Mullenbach

Il ne s'agit d'ailleurs là que d'une option en normes IFRS. On remarquera que la majorité des banques l'ont retenue ; les banques qui sont promptes à critiquer la valeur de marché pour les actifs s'en accommodent apparemment fort bien pour les passifs. Les résultats de beaucoup de banques au troisième trimestre 2011 auraient été plus faibles voire déficitaires si elles n'avaient pas réévalué leur passif financier à la juste valeur.

Je vais peut-être poser la même question au commissaire aux comptes. Que pense-t-il de la valeur de marché ? Pour lui, c'est plus confortable finalement. Il prend la valeur de marché, il est beaucoup moins en risque qu'en étant sur un *mark to model*.



**Gilles Hengoat**

Commissaire aux comptes

### Gilles Hengoat

Je pense qu'il faut bien rappeler que la question se pose lorsqu'on est en juste valeur. Donc il s'agit de savoir dans la détermination de cette juste valeur quelle est finalement la meilleure référence ? Je pense qu'on ne peut pas écarter tout l'intérêt de la valeur de marché parce que le marché est un endroit où se centralisent beaucoup d'informations sur l'appréciation d'une valeur ou d'un titre, et également sur les projections. Le marché est un lieu de convergence et un lieu d'arbitrage où sont moulées beaucoup d'informations. Donc cela reste évidemment, je crois, une référence très pertinente.

Tout cela repose sur une hypothèse d'efficacité des marchés qui peut, à un certain moment, être remise en cause. On sait très bien que ce n'est pas la vérité absolue, notamment lorsqu'on est en période de crise où il y a beaucoup d'excès de spéculations, une surréaction sur les marchés qui rendent les données extrêmement volatiles. Je pense qu'il y a un élément qui est important aussi qui est celui de savoir à quel moment on passe d'une référence à une autre ? À quel moment par exemple on est fondé à considérer qu'on n'est pas en présence d'un marché actif. On a vu dans les débats qu'il y a eu autour du traitement de la dette grecque au 30 juin dans les comptes des banques et des établissements financiers que c'était loin d'être évident de caractériser le moment où on pouvait considérer qu'un marché n'est plus actif, n'est plus suffisamment liquide pour passer à un autre niveau de juste valeur. Je crois qu'il faut dire les choses pour tempérer peut-être un peu parfois les critiques que l'on peut faire sur la valeur de marché.

D'abord nous sommes en IFRS depuis 2005, ce qui est relativement récent si on y réfléchit bien. Nous sommes en crise depuis 2008 ! Donc nous n'avons pas eu très longtemps pour appliquer – si je puis dire – sereinement les bases d'évaluation qui sont celles des normes

comptables actuelles. Je pense que les marchés sont ce qu'ils sont, ils ont leurs limites. On ne peut pas envoyer promener l'intérêt de la valeur de marché d'un revers de main simplement parce qu'à un moment donné, les marchés ou ce qu'ils donnent ne nous plaisent pas.

### À votre réflexion...

L'intérêt de la valeur de marché réside dans le fait que le marché est un endroit où se centralisent beaucoup d'informations sur l'appréciation d'une valeur ou d'un titre, et également sur les projections. C'est un lieu de convergence et d'arbitrage. Le marché demeure une référence très pertinente.

Toutefois, en période de crise les excès de spéculation et la surréaction des marchés rendent les données extrêmement volatiles et mettent à mal leur efficacité.

Il convient donc de s'interroger sur le moment où il convient de changer de modèle de valorisation.

### Jean-Louis Mullenbach

Merci Gilles. Tu as souligné un point important en comptabilité financière. À partir de quel moment considère-t-on qu'un actif doit être classé en juste valeur ou en coût historique ? À partir de quel moment quand on est en juste valeur passe-t-on du niveau 1 au niveau 2 ou au niveau 3 ? Il y a peut-être une question pour l'AMF puisque tu as cité les titres de dette grecque. Au 30 juin 2011, certaines banques ont considéré qu'il y avait un marché actif et que le niveau 1 s'appliquait avec une décote de 50 %. D'autres banques ont estimé que ce n'était pas un marché actif, qu'il y avait beaucoup moins de transactions qu'auparavant, et qu'il fallait passer à un *mark to model*, avec une décote de 21 %.

Vous savez qu'il y a eu un courrier qui a été envoyé par le Président de l'IASB au Président de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), s'étonnant qu'il y ait des interprétations aussi différentes d'un établissement financier à l'autre sur un marché bien identifié. Il n'y a pas eu de réaction officielle de l'ESMA, mais il y a beaucoup d'échanges au niveau de l'ESMA et de l'AMF. J'aimerais que Patrick nous en dise un mot. Finalement, ne pense-t-il pas que lorsqu'il y a des sujets aussi flagrants, un peu de concertation entre les émetteurs, les commissaires aux comptes et les autorités de contrôle serait nécessaire ?





**Patrick Parent**

Directeur des affaires  
comptables de l'AMF

## Patrick Parent

Effectivement, la lettre de l'IASB nous a un petit peu mis sous pression sur cette question-là. Maintenant, les travaux que nous avons réalisés suite à cette publication des comptes au 30 juin 2011 montrent d'une part que tout le monde ne s'est pas calé sur une valeur de marché ou à l'inverse sur 21 %. Un certain nombre d'émetteurs en Europe ont considéré qu'ils devaient passer en valeur de modèle. Il y a eu de nombreuses différences d'appréciations, puisque ne serait-ce qu'en France, certains qui se sont calés sur un niveau 3 et 21 % de perte, tandis que d'autres sont arrivés à la conclusion que la perte était de l'ordre de 40 % et le mode de valorisation correspondait à un niveau 2.

Nous avons regardé cela de près, ce qui me donne quelques éléments de réponse par rapport à votre question, Jean-Louis. Une concertation entre les différents acteurs est effectivement préférable, encore faut-il avoir les éléments. Pour juger de cette question, il fallait regarder instrument par instrument quel était l'état du marché. Or, ce marché était difficile à apprécier dans la mesure où il n'est pas centralisé. Il y a un certain nombre de places de cotation pour la dette grecque. Il fallait donc essayer d'obtenir une information sur les cotations qui ont pu intervenir sur les différentes souches. Ceci est compliqué et rend difficile une appréciation en amont avant l'arrêté des comptes.

Je peux indiquer néanmoins, que dans le cadre des discussions que nous avons eues avec nos homologues nous avons fait reconnaître par l'ESMA qu'en fonction de l'état des marchés sur certaines de ces souches, on pouvait se trouver dans une situation où il était possible de considérer à l'aide notamment des huit critères proposés par IFRS 13, que nous n'étions pas sur des marchés actifs ou que ceux-ci n'étaient plus actifs au 30 juin 2011. En conséquence l'utilisation d'un modèle de valorisation était acceptable. En revanche, on ne peut pas nier qu'il existait des transactions dans ces marchés.

Il y avait des transactions quand ce n'était pas sur la souche elle-même, sur l'instrument lui-même, sur d'autres instruments de dette qui permettaient de faire des interpolations, ou en s'appuyant sur des CDS de

trouver des données observables permettant d'alimenter les modèles. Par conséquent au 30 juin, on aurait plutôt dû être sur des niveaux 2 que des niveaux 3. Au-delà de ces constats, on entre dans une autre logique qui consiste à apprécier l'écart entre la pratique observée et ce qui aurait dû être l'application de la norme, et juger si l'écart est significatif ou pas. Sur les cas que nous avons analysés, nous avons jugé que compte tenu de l'information fournie en annexe et des données qui nous avaient été fournies, l'AMF n'avait pas matière à demander une correction de l'information publiée au 30 juin 2011.

## Jean-Louis Mullenbach

Merci pour ces informations même si au 30 septembre 2011 le problème a été réglé puisque je crois que la majorité des établissements était à 60 % de décote, soit un pourcentage de décote correspondant à la juste valeur du niveau 1.

## Patrick Parent

Entre 56 et 60 % pour les sociétés françaises. Je précise également que les discussions de l'ESMA donneront lieu, probablement d'ici la fin du mois à une communication qui fera un état des lieux des discussions que nous avons eues. Puis elle se projettera plus dans le futur en précisant : comment l'ESMA recommande d'appliquer l'IAS 39 non pas spécifiquement au cas de la Grèce mais aux instruments financiers liés à la dette souveraine.

## Jean-Louis Mullenbach

Merci Patrick. La dernière question, toujours sur la juste valeur va être pour François Meunier sur le *mark to model*, c'est-à-dire le niveau 3 de la juste valeur. Cela consiste à actualiser des flux de trésorerie, pas ceux du management comme on le fait en valeur d'utilité mais ceux des *market participants* avec un taux d'actualisation du marché, et non pas un taux d'actualisation à long terme comme on le fait pour les valeurs d'utilité.

Nous, commissaires aux comptes, nous ne sommes pas très à l'aise en pratique ; les financiers sont des gens beaucoup plus intelligents que les comptables. Il faut savoir qu'il y a deux types de risques, totalement indépendants dans la théorie financière.

D'abord le « risque spécifique », celui qui est attaché à un actif particulier. C'est un peu tout ce que la première table ronde a évoqué ce matin. C'est un risque propre à l'actif concerné qui n'affecte pas le marché dans son ensemble. Ce risque est en principe pris en compte au numérateur, dans les flux de trésorerie.

Le second risque, le risque de marché lié à l'évolution de l'ensemble de l'économie est pris en compte au déno-



minateur dans le taux d'actualisation des flux trésorerie du numérateur. Outre le fait qu'il n'est pas facile de savoir ce que pensent les *market participants*, nous nous posons la question de savoir si ces deux risques sont indépendants en pratique ? Est-ce qu'on ne risque pas de prendre deux fois le même risque ou de ne pas le prendre du tout ? »



**François Meunier**

Directeur Général Adjoint  
de COFACE, ancien  
Président de la DFCG

### François Meunier

Bonjour à tous. Merci de ma présence à cette table. En pratique, cela marche. En théorie, il faut discuter. Quand vous cherchez votre clé dans une rue sombre, mon conseil, c'est de commencer à chercher là où il y a le réverbère, d'autant qu'il n'éclaire pas si mal. On peut donc remettre en cause les modèles, mais celui-là a quand même la vertu d'être un bon garde-fou. Il y a en effet du « risque spécifique » terme faisant le lien avec la première table ronde, nous pouvons aussi l'appeler avec un mot plus moderne : « le risque opérationnel » : une machine qui brûle, un personnel clé qui s'en va, un produit non conforme, etc. L'idée est que si l'entreprise est grande, cela se mutualise ; si elle est petite, elle peut s'assurer ou renvoyer cela à ses actionnaires. Le marché financier est une sorte de gros pool d'assurances, et l'actionnaire, quand il peut mutualiser sur plusieurs sociétés de la même classe de risques est en pratique indifférent à la gestion risques dans l'entreprise même.

Ce serait donc la loi des grands nombres qui ferait le travail. Ce n'est plus un souci du management en allant à l'extrême. Évidemment, toujours selon le modèle standard de la théorie financière, le coût de ce risque est nul, puisqu'il disparaît par le jeu de la mutualisation. Tout ce que vous ne pouvez pas assurer, vous le mettez au dénominateur dans le coût du capital. C'est bien sûr faux ! Tous les praticiens le savent, et les théoriciens essaient de prendre cela en compte. Pourquoi ? Un risque, fondamentalement ça se sélectionne et ça se surveille. C'est le rôle du management ; c'est le rôle du contrôle externe et interne. C'est votre rôle à vous, auditeurs et experts-comptables, de participer à cette surveillance et à cette bonne sélection dans l'entreprise. Ce n'est pas parce que le risque est gratuit que du coup, le manager peut s'en détacher et le laisser filer. Imaginez

que vous soyez une société de crédit immobilier aux États-Unis en 2007, vous pouvez mutualiser le risque par les marchés financiers, etc., du coup, vous ne surveillez plus. Cela devient un risque systématique, y compris même systémique, c'est ce que nous vivons. Il n'y a clairement pas indépendance des deux risques.

Je crois assez en ces matières à ce que disait Einstein : « La théorie, c'est quand on comprend tout, mais ça ne marche pas. La pratique, c'est quand ça marche, mais on ne sait pas pourquoi ». Il faut donc allier la théorie et la pratique. C'est-à-dire « ça ne marche pas mais on ne sait pas pourquoi. »

### À votre réflexion...

Le *mark to model* consiste à actualiser des flux de trésorerie des *market participants* et non pas du management en utilisant un taux d'actualisation du marché et non pas un taux d'actualisation à long terme comme dans le cas des valeurs d'utilité.

Le marché financier est une sorte de gros pool d'assurances, et lorsque l'actionnaire peut mutualiser sur plusieurs sociétés de la même classe de risques, il est en pratique indifférent à la gestion risques dans l'entreprise même.

### Jean-Louis Mullenbach

Je suis content de cette intervention. La vraie vie des commissaires aux comptes, c'est plutôt ce qui vient d'être dit. En pratique, les prévisions des participants au marché, lorsqu'elles sont connues, sont proches de celles du management. Le commissaire aux comptes pense parfois que c'est un peu volontariste, mais il est quand même mal placé, lorsque ces prévisions sont cohérentes entre elles pour dire au management : « Vous vous trompez sur vos prévisions ». Que fait-il ? Il rajoute une prime spécifique au taux d'actualisation de façon à retomber sur ses pieds et avoir une évaluation plus prudente.

Nous en avons terminé avec la juste valeur. Nous allons passer au deuxième mode comptable de traitement du risque, les provisions au passif du bilan. Il y a des risques à la clôture de l'exercice. Que font les comptables, aussi bien en normes comptables françaises qu'internationales ? Ils font quelque chose de très rudimentaire, avec un raisonnement primaire : « Est-ce que le risque est probable à plus de 50 % ou pas ? ». Si c'est non, je ne mets rien au passif du bilan, mais je donne une information dans l'annexe. Cette façon de procéder à l'avantage de la simplicité. L'ennui c'est que si le management n'a pas envie que la provision soit comptabilisée, il va considérer que le risque est probable à moins de 50 %.

D'où un projet de la réforme IAS 37 proposant de constater une provision au passif correspondant à la moyenne

pondérée des scénarios ? L'IASB souhaitait que ces risques soient probabilisés afin de donner une meilleure idée de la valeur au passif du risque. Mais là, on voit qu'on arrive à des choses sophistiquées pour la comptabilité qui doit rester quelque chose de robuste. Je crois d'ailleurs, Patrick, que ce projet IAS 37 n'a pas eu beaucoup de succès.

## Patrick Parent

Je ne devrais pas être le seul à le dire parce qu'il y a quand même eu beaucoup de lettres de commentaires envoyées à l'IASB qui étaient critiques face à la complexité qui vient d'être évoquée. Est-ce que c'est beaucoup plus faux que l'approche actuelle d'IAS 37 ? Je ne sais pas. Parce qu'effectivement quand on est proche de 50 % de probabilité, les comptes ne sont probablement pas tellement meilleurs.

En revanche, l'approche IAS 37 actuelle a le mérite d'être robuste. Nous devons collectivement porter notre effort sur l'information, sur ces éléments qui ne sont pas encore présents au bilan mais qui sont susceptibles d'avoir un impact important sur les comptes. Aujourd'hui, l'analyse que nous faisons des comptes notamment quand nous faisons le lien entre la description des facteurs de risque dans un document de référence et puis l'annexe – et nous ne sommes pas toujours convaincus que toute l'information pertinente présente dans l'annexe. Quand on est face à une possibilité de sortie de ressources significatives, on devrait, face à cette dette potentielle, selon IAS 37, fournir une description du risque, et du montant de trésorerie qui serait susceptible d'être décaissé pour y faire face. C'est une information que l'on trouve très rarement. Je pense sur ce sujet, on doit porter notre effort en termes de transparence.

## Jean-Louis Mullenbach

Mais peut-on aller jusqu'à quantifier le risque de ce passif éventuel ? Donner des informations, oui. Le quantifier, ce n'est peut-être pas évident. Y a-t-il des commentaires supplémentaires sur ce troisième mode comptable de traitement du risque ?

## François Meunier

Juste un ou deux commentaires supplémentaires. Je souscris évidemment totalement à ce que dit Patrick. Je pense que la problématique d'information en la matière est tout à fait centrale. Il est important que si les risques existent et qu'ils ne sont pas provisionnés parce qu'on considère qu'on a peu de chance qu'ils se réalisent, je pense qu'il faut quand même qu'il y ait une information appropriée dans l'annexe. Je crois qu'il ne faut pas confondre non plus dans l'appréciation de la probabilité

de réalisation du risque la provision et la stratégie de défense. On peut considérer qu'on a de bonnes chances de passer à côté d'un risque, qu'on ne reconnaît pas qu'on est fautif et qu'on va devoir payer. Néanmoins, il faut apprécier le risque de manière extrêmement froide.

## Jean-Louis Mullenbach

Trente secondes pour Monsieur Jacquemont.

## Albin Jacquemont

Je crois que si ce projet était mis en œuvre, les conséquences seraient vraiment très importantes sur les comptes des entreprises. C'est la première remarque. Deuxièmement, le travail serait extrêmement important pour les services comptables.

Moi je vois aussi davantage de flexibilité qui serait donnée au management. Cela me semble aller à l'encontre de la ligne des IFRS que je sens comme étant un peu coercitive. Donc un management peut-être moins responsabilisé avec davantage de latitudes données et davantage d'arbitraire. Je crois que la piste – comme on l'a dit – c'est qu'il faut que les entreprises françaises soient beaucoup plus bavardes dans leurs annexes comme les émetteurs américains dans leurs *important key* où il y a beaucoup plus d'informations sur les litiges. Mais je ne suis pas un régulateur.

## Jean-Louis Mullenbach

En même temps, on se rend compte que les annexes sont souvent des pavés illisibles. J'aurais tendance à être d'accord avec vous, mais à condition qu'on ne mette dans l'annexe que des informations pertinentes et qu'on ne noie pas le poisson. Je crois que François veut dire un mot.

## François Meunier

Oui, une réserve. Il faut traiter à part le risque unique ou *single risk*, dans le jargon des assureurs et les risques mutualisés. En effet, l'esprit humain est malheureusement très borné. Savoir déjà répondre à la question « est-ce que ce risque particulier est plus probable qu'improbable ? (i.e. sa probabilité d'occurrence est-elle supérieure ou non à 50 % ?) » c'est déjà une prouesse. Il ne faut pas chercher à aller plus loin. La réserve, c'est quand il y a des portefeuilles de risque ayant la même nature, parce qu'alors la mutualisation peut jouer son rôle, du moins dans une certaine mesure. Prenez un portefeuille de créances, c'est tout le débat avec les banques. Vous commencez à pouvoir extraire une notion de moyenne d'espérance et de réduire la variance, c'est-à-dire le risque.

#### À votre réflexion...

En matière de risques l'information en annexe est centrale.

Dans l'appréciation de la probabilité de réalisation du risque, il ne faut pas confondre la provision et la stratégie de défense. Il faut apprécier le risque de manière extrêmement froide.

#### Jean-Louis Mullenbach

Nous allons passer au quatrième mode comptable de traitement du risque qui est le plus préoccupant, dans le contexte actuel, pour les entreprises et pour les commissaires aux comptes, celui de la dépréciation, des actifs à leur valeur d'utilité.

La combinaison de plans d'affaires revus à la baisse dans le contexte actuel et d'un coût de capitaux propres durablement plus élevé conduit à des valorisations significativement plus faibles.

Le taux de l'emprunt d'État est-il toujours aujourd'hui un taux sans risque alors que certains prétendent que c'est un actif toxique ? J'ai personnellement du mal à le croire alors que le taux de l'OAT aujourd'hui est inférieur à sa moyenne sur dix ans. Certains nous disent qu'il faut prendre le *bund*. Pour le coup, l'emprunt d'État allemand est une valeur refuge avec un taux d'intérêt anormalement bas. Est-ce que véritablement cela a un sens ? Tout cela finit par avoir un effet démultiplicateur sur la prime de risque qui paraît excessif. J'aimerais bien que chacun d'entre vous, dès lors qu'il s'agit d'une problématique que vous allez avoir à traiter, nous en dise un mot. Patrick, voulez-vous commencer ?

#### Patrick Parent

Je me range plutôt dans la catégorie des praticiens. Je crois que l'arrêté des comptes des entreprises en fin d'année sera très délicat, particulièrement pour les entreprises qui sont engagées dans les pays méditerranéens et qui ont des *goodwills*, on verra comment elles répondent à une situation extrêmement complexe. Par ailleurs, quand on voit que ce matin, la prime par rapport au *bund* représente 200 points de base, cela soulève des questions. L'alternative qui se pose est de savoir s'il ne faut pas prendre comme référence des taux d'entreprises privées très bien notées. Je crois qu'il est trop tôt pour être conclusif.

#### Jean-Louis Mullenbach

Vous êtes donc en train de nous dire que les sociétés privées très bien notées pourraient être moins risquées que des États. C'est vraiment une révolution culturelle.

#### François Meunier

Il y a de l'ironie là-dedans. Il y a une vieille rengaine des cours de finances d'évaluation qui est de dire : qu'est-ce que vous faites lorsque vous évaluez les actifs dans des pays émergents ? La prime de risque, c'est quoi ? Alors il y a des gens qui disent : « Prenez le taux en dollar », etc.

La crise de la zone euro montre qu'alors qu'on croyait à tort avoir une dette souveraine simplement libellée en euro plutôt qu'en franc. Et bien, pas du tout ! Cette dette est une dette étrangère libellée dans une monnaie « étrangère », c'est-à-dire contrôlée par des organismes type BCE, etc., extérieurs au pays et à son pouvoir politique. Du coup, on tombe dans la problématique d'évaluation d'actifs dans des marchés peu liquides où il y a un risque de change très souverain et complet. Il y a un risque de change patent. La crise de l'euro est bien une crise généralisée de change et de balance des paiements interne à la zone euro. En fait, tu as raison. Prendre du *bund* serait stupide ; prendre de l'OAT, c'est peut-être à peu près le bon taux.

#### Jean-Louis Mullenbach

Le dollar est actuellement considéré comme une monnaie refuge avec un taux d'intérêt qui n'a pas forcément beaucoup de signification. Gilles, est-ce que le Département des Marchés Financiers de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes a un début de doctrine sur ce sujet pour l'arrêté des comptes 2011 ?

#### Gilles Hengoat

Non, nous n'avons pas de doctrine que je puisse afficher aujourd'hui puisqu'actuellement un groupe de travail est constitué et réfléchit sur le sujet, et je pense qu'il prendra position assez prochainement. Mais je crois qu'il y avait un consensus qui s'était fait en matière d'évaluation lorsqu'on a été confronté à la crise de 2008 qui était de dire : on prend des séries de taux sur plusieurs années. Je pense qu'il faut éviter d'avoir des ressauts extrêmement brutaux en matière de taux. Il y a une évolution instantanée – comme tu disais tout à l'heure – quand on prend des moyennes de l'OAT sur cinq ans par exemple, on a un peu moins de frayeur. Je crois qu'à l'heure actuelle, il serait prématuré de considérer que l'OAT à dix ans ne constitue pas une référence convenable.

#### Jean-Louis Mullenbach

Il est important de le souligner parce que là on est en train de parler de la valeur d'utilité d'actifs à long terme. Il ne faut pas oublier que ce qu'on essaie de traduire en comptabilité, ce n'est pas le prix de cession de l'actif mais sa valeur d'utilité pour l'entreprise. Il faut donc effectivement pouvoir se dépolluer de taux ou de primes instantanés. Patrick ?



## Patrick Parent

Je partage les interrogations qui ont été évoquées par Albin Jacquemont puis par François Meunier. Aujourd'hui, est-ce que l'OAT à dix ans est la bonne référence ? Peut-être. Est-ce qu'elle le sera encore au 31 décembre ? On est sur des volatilités telles que je ne sais pas vraiment anticiper. Ma réaction est assez prudente par rapport à cela. Je pense qu'il va falloir surveiller cela jusqu'à l'arrêt. Il va peut-être falloir envisager des solutions alternatives comme celles qui étaient évoquées par Albin Jacquemont parce que c'est vrai qu'aujourd'hui, on a l'impression que les marchés accordent une plus grande confiance à certains grands groupes privés qu'à certains États. Il va falloir, compte tenu d'un contexte difficile, être peut-être inventif tout en demeurant raisonnable.

Au-delà de ce taux sans risque, j'ai envie de dire que la deuxième grande problématique portera sur la prime de risque spécifique. On pourra difficilement considérer que la prime de risque doit être homogène au sein de la zone euro compte tenu des divergences d'évolution des économies que l'on peut anticiper. C'est ce sur quoi j'aimerais attirer votre attention également.

### À votre réflexion...

Le taux de l'emprunt d'État est-il toujours aujourd'hui un taux sans risque alors que certains prétendent que c'est un actif toxique ?

L'alternative est de savoir s'il ne faut pas prendre comme référence des taux d'entreprises privées très bien notées.

On peut aussi penser qu'il serait prématuré de considérer que l'OAT à dix ans ne constitue pas une référence convenable.

Il est difficile de considérer que la prime de risque doit être homogène au sein de la zone euro compte tenu des divergences d'évolution des économies que l'on peut anticiper.

## Jean-Louis Mullenbach

Voilà, je crois qu'on a essayé de traiter ce sujet extrêmement délicat. Je ne suis pas sûr qu'on ait apporté des solutions mais il y a eu des propositions qui ont été faites. Cela montre bien le débat de place, qu'il y a actuellement sur le sujet.

Toujours sur la valeur d'utilité, nous allons aborder un autre sujet qui est l'horizon de prévisions. C'est le problème de la valeur terminale. La question que je vais poser à François Meunier et à Albin Jacquemont est celle de savoir s'il ne faudrait pas retenir un horizon de prévisions un peu plus important que ce que nous avons l'habitude de faire ? Parce que c'est vrai qu'il y a très peu de visibilité à court terme, et que ce serait légitime – c'est ce que demandent d'ailleurs les normes IFRS en principe – d'élargir l'horizon explicite de prévisions.

En tout état de cause, quelle que soit la durée de ces prévisions faites par le management – trois ans seulement parfois pour les secteurs sans profondeur de carnet de commandes, je ne suis pas sûr que les cultures vont changer surtout lorsqu'on est incapable de dire dans cinq ans où sera-t-on.

En arrière plan, il y a le problème que vous connaissez bien : peut-on aujourd'hui garder des taux de croissance à l'infini de 2 à 3 %, François ?

## François Meunier

Sur l'horizon de prévisions, je suis assez réservé. On a des marchés disloqués, donc les boussoles sont un peu perdues que ce soit pour l'évaluateur ou pour le comptable. Gardons quand même un certain cap. Un horizon de prévisions est davantage connecté à la nature du *business* : si vous êtes Alstom et que vous faites des turbines avec des cycles de production à cinq ans, vous ne pouvez vous contenter des trois ans habituels. Si vous êtes dans les biens de consommation, un horizon très court est plus pertinent. Gardons-nous un ancrage dans la réalité des affaires de l'entreprise, sinon le management y perdra ses repères.

Le taux de croissance à l'infini c'est une vieille histoire. C'est sûr que si tu dis 2,5 % alors que les taux d'intérêt sont couramment autour des 3 %, la « valeur terminale » va monter au plafond. Clairement, on n'est plus dans l'ordre du raisonnable et les instruments d'évaluation perdent de leur signification. Il ne faut pas leur faire raconter ce qu'ils ne peuvent pas dire. D'où l'approche suivante : faire des simulations et scénarios alternatifs, à partir du modèle d'évaluation de base. C'est beaucoup plus riche en matière d'informations financières internes et externes.

## Jean-Louis Mullenbach

Albin, sur ces deux questions ?

## Albin Jacquemont

Sur l'horizon, soit on a une incertitude sur la valeur terminale qui est compliquée à évaluer, soit on cherche à atténuer cette incertitude en allongeant l'horizon de la prévision. Mais à ce moment-là, on a une incertitude importante sur les *cash-flows* parce que comme on le disait, souvent l'horizon des entreprises s'arrête à trois ans. On ne fait donc que déplacer le problème.

Ce qui est important, c'est de sécuriser ce qu'on fait en termes de valorisation des UGT et de dépréciation des *goodwills*. La question qui peut se poser, c'est de savoir si et comment on réconcilie la somme de la valeur des UGT avec la capitalisation boursière ou la valeur d'entreprise. Comment reboucle-t-on avec ce que dit le



marché ? Et est-ce qu'il faut se reboucler avec ce que dit le marché ? Autrement dit, est-ce que la dépréciation des *goodwills* doit retranscrire ce que la bourse dit ? Je n'ai pas la réponse. Sur les taux de croissance à l'infini, je n'ai pas grand-chose à ajouter si ce n'est que je crois qu'il faut être très prudent. J'appelle cela la loi de la gravité : plus l'horizon de prévision est court, plus les taux de croissance à l'infini doivent être conservateurs.

### Jean-Louis Mullenbach

Peut-être l'avis de l'AMF sur le sujet. Patrick, il me semble qu'il y avait une recommandation de l'AMF d'octobre 2008 qui recommandait une durée de cinq ans, mais je n'en suis pas sûr. Il me semble également que dans votre dernière recommandation, vous demandez ce bouclage dont vient de parler Albin. C'est vrai que beaucoup s'interrogent sur la légitimité de ce bouclage.

### Patrick Parent

Nous n'avons pas fixé une durée de cinq ans comme étant un plafond ou l'horizon à retenir. Ce qui est important, c'est ce qui a été dit par Monsieur Meunier, c'est de se caler sur la façon dont on gère l'entreprise. On va avoir des *business plans* qui vont être plus ou moins longs suivant l'activité dans laquelle on se situe. Il faut privilégier la cohérence par rapport à ces *business plans*.

Notre recommandation de cette année est un peu différente en ce qui concerne le bouclage par rapport au marché. Elle est de dire : si vous avez une filiale ou une société mise en équivalence qui est cotée et que vous confirmez une valeur au bilan par la valeur d'utilité, il nous paraît important que vous indiquiez également la valeur telle qu'elle ressort. De fait, par ailleurs, les analystes vous demanderont probablement d'expliquer cette différence. Il nous paraît important d'assurer la transparence *via* les comptes.

### Jean-Louis Mullenbach

Merci Patrick. François Meunier s'était posé une question à lui-même qui est intéressante. C'est celle des scénarios alternatifs, surtout dans une période comme celle qu'on connaît. Il y a des *best cases*, des *worst cases*, etc. En même temps, tu parlais d'informations à donner sur le sujet. L'AMF dans sa dernière recommandation insiste sur la sensibilité aux hypothèses clés. Est-ce qu'il faut vraiment parler de sensibilités aux hypothèses clés ou plutôt de sensibilité autour du scénario central ?

Il y a là un vrai problème de communication financière. Je crois qu'il n'y a que quatre sociétés du CAC 40 en 2010 qui avaient donné cette sensibilité par rapport aux hypothèses clés. On donne toujours la sensibilité par rapport au taux de croissance, au taux d'actualisation, etc. Là, on est dans des choses beaucoup plus délicates en termes de communication financière parce qu'on est en train de parler de prévisions plus ou moins affichées.

### François Meunier

Il me semble qu'il faut revenir à la base qui est le pourquoi de cet exercice. C'est précisément parce que les marchés sont un mauvais guide pour valoriser les actifs, un guide imparfait – il n'y en a pas beaucoup d'autres – qu'il faut absolument extraire la bonne information. C'est pourquoi l'effort d'évaluation qui est imposé au management via l'IAS 36 est fondamentalement utile : c'est un travail heuristique. Cela oblige, dans un dialogue contradictoire, le management à révéler son point de vue sur la valeur d'un actif. Comme la valeur d'un actif se détermine en regardant vers le futur et non le passé, il est important aujourd'hui, dans une période de risque extrême, d'interroger systématiquement le management sur les scénarios du futur : « qu'est-ce qui se passe si... ceci ? Qu'est-ce qui se passe si... cela ? »

Le scénario central, pour toutes les raisons qu'on a vues, perd un peu de son sens. Mais il permet d'éclairer un peu l'environnement puisque les marchés sont un mauvais guide, il faut les éclairer, il faut extraire de l'information. Et qui mieux que le management possède cette information ? Au demeurant, on voit là le rôle très important des commissaires aux comptes : il leur faut non seulement être challengers, mais aussi, discuter entre eux pour que les bonnes pratiques s'imposent et l'information soit pertinente dans la comparaison entre les entreprises. Vous avez, à mon avis, un rôle de producteur d'information tout à fait important. Le *business plan*, les exercices d'évaluation, sont de tels exercices d'extraction heuristique de la valeur. Faut-il mettre tout ça dans les comptes ? Probablement pas. Faut-il les mettre dans les annexes ? Je pense que le maximum de transparence est utile.

#### À votre réflexion...

Concernant la valeur d'utilité ne faudrait-il pas retenir un horizon de prévisions un peu plus important que ce que nous avons l'habitude de faire et peut-on aujourd'hui garder des taux de croissance à l'infini de 2 à 3 % ?

L'horizon des prévisions est à rattacher à la nature de l'activité.

L'important c'est de savoir si et comment on réconcilie la somme de la valeur des UGT avec la capitalisation boursière ou la valeur d'entreprise et comment reboucle-t-on avec ce que dit le marché ?

## Jean-Louis Mullenbach

Merci François. Tu as formulé la question pour le commissaire aux comptes. Gilles, est-ce que tu penses que les commissaires aux comptes, d'une manière générale, challengent – pour reprendre l'expression de François – suffisamment les prévisions du management ?

## Gilles Hengot

Je pense qu'on peut toujours mieux faire, et en particulier en période un peu difficile. Cela fait partie des sujets qui sont aujourd'hui sur le devant de la scène lorsqu'on parle de scepticisme professionnel. Je pense que le commissaire aux comptes doit bien comprendre les enjeux du secteur économique dans lequel évolue l'entreprise et comprendre les mutations du secteur. Ce n'est pas pour rien que beaucoup de cabinets d'audit ont mis l'accent ces dernières années sur la compétence sectorielle. Cela dit, évidemment, le rôle du commissaire aux comptes n'est pas d'être celui d'un conseil en stratégie. Son rôle va être essentiellement d'apprécier la pertinence et la cohérence des hypothèses de base et la manière dont tout cela a été pris en compte dans les scénarios que l'entreprise a déroulés.

Mais évidemment son rôle n'est pas de dire aux entreprises : « à votre place, j'aurais fait comme ci », ou « j'aurais fait comme cela » ou « j'aurais pris telle ou telle décision stratégique ». Je pense qu'il y a un élément qui est extrêmement important aussi qui est celui de comprendre comment les entreprises évaluent en fait leur avenir, font face à leur avenir. Je crois que là le commissaire aux comptes a aussi un rôle qui consiste à évaluer la qualité de la gouvernance sur ces sujets. Ce qui rejoint en fait un certain nombre de thèmes que l'on a évoqués dans la première table ronde.

Maintenant sur les scénarios alternatifs et la sensibilité des tests, je crois qu'il ne faut pas limiter les tests de sensibilité à des choses extrêmement mécaniques sur « comment on bricole – comme tu disais tout à l'heure – avec les taux de croissance à l'infini ou les taux d'actualisation ? ». Mais il faut aussi étendre ces tests à des éléments opérationnels comme la marge opérationnelle. Il faut aussi que les tests de sensibilité qui privilégient évidemment un scénario moyen n'aillent pas vers des extrêmes qui ont en fait peu de chances de se réaliser. Il faut que les tests de sensibilité portent sur des scénarios suffisamment probables pour que cela ait de la pertinence.

## Jean-Louis Mullenbach

Je crois que c'est effectivement important de bien distinguer les simulations du management – comme l'a dit François – pour savoir ce que l'entreprise va faire si

telle ou telle hypothèse se produit, de la sensibilité autour d'un scénario central qui est une question différente. Sur ces deux points-là ?

## François Meunier

Juste un commentaire. Il est évident dans la période actuelle que le management, pour correctement conduire ses activités, doit scénariser ses prévisions. C'est une chose. Ensuite, il y a la traduction dans les comptes en termes d'*impairment de goodwill*. Là, le management doit avoir un scénario. Et par rapport à cela, il y a la communication qu'on peut faire sur la sensibilité dans l'annexe : la sensibilité à des différents paramètres, et la sensibilité par rapport à des hypothèses opérationnelles. La difficulté qu'ont les entreprises, c'est que l'on tombe assez vite dans le secret des affaires, l'information donnée aux concurrents, etc.

Puis un troisième niveau de communication qui relève de ce qu'on dit au marché dans le cadre de la communication financière. Là, il y a des entreprises qui ont des postures différentes : il y a des entreprises qui guident sur le résultat, il y a des entreprises qui guident sur des niveaux de marge opérationnelle, il y a des entreprises qui guident sur les niveaux d'activités. Je crois donc qu'en période d'incertitude, on va avoir des entreprises qui vont guider davantage d'agrégats et ainsi donner au marché les moyens d'apprécier ce qui peut se passer en fonction de l'évolution de différents paramètres.

## Jean-Louis Mullenbach

Un dernier point pour l'arrêté des comptes 2011 qui est quelque chose de frappant que nous rencontrons dans les entreprises, c'est de dire : attendez, nous rentrons dans une période où les difficultés de financement risquent d'être considérables du fait de la situation du système bancaire. Ce sont des choses qu'on commence à ressentir dans des sociétés moyennes. Très souvent, les financements sont conditionnés à des *covenants* bancaires, et le fait de déprécier un actif ou un *goodwill* peut conduire à ne pas respecter le *covenant* et donc mettre en danger la pérennité de la société. Ce sont vraiment des cas pratiques. Je dis cela parce que le scepticisme est une hygiène professionnelle. Je suis le premier à partager tout cela. Il faut faire un vrai travail sur ces prévisions, et ne pas uniquement s'intéresser aux taux comme c'est souvent le cas. Mais en même temps, on arrive dans un contexte financier qui est absolument redoutable.

On voit des chefs d'entreprises qui nous disent : « Avec les *IFRS*, votre *impairment* est irréversible. Je le passerai donc le jour où je jugerai que la situation est irréversible. Mais tant qu'elle n'est pas irréversible, je ne le passe pas ». Patrick, quelle est votre réaction ?

#### Patrick Parent

C'est une question qui est délicate, d'une part parce qu'effectivement, en pratique, elle se présente, j'en ai conscience. L'IASB nous a proposé cette règle. Elle présente beaucoup d'inconvénients, et malheureusement je pense que l'IASB ne reviendra pas dessus. Donc n'ayant pas prise sur cet aspect de la problématique, il faut essayer de trouver un autre angle d'attaque. De ce point de vue-là, on ne peut que conseiller aux entreprises concernées de prendre le problème à bras-le-corps le plus en amont possible par rapport à la date de clôture pour négocier les *covenants* et éviter de se trouver dans une situation qui les mettrait en difficulté, comme vous l'avez évoqué.

#### A votre réflexion...

Il faut que les tests de sensibilité portent sur des scénarios suffisamment probables pour que cela ait de la pertinence.

#### Jean-Louis Mullenbach

Quand on est en règlement 99-02, on amortit l'écart d'acquisition. Finalement, ce n'est peut-être pas plus mal. Je pense qu'il y a beaucoup de confrères qui pensent cela. Je voudrais remercier les personnalités qui ont accepté de débattre dans des conditions très brèves. Merci à tous.

#### Gilles de Courcel

Nous allons accueillir maintenant Monsieur le Président Jérôme Haas, Président de l'Autorité des normes comptables.

On connaît votre hauteur de vue et votre liberté de penser. Vous nous faites le plaisir de nous en faire profiter depuis longtemps. Mais vous êtes aujourd'hui le Président de l'Autorité des normes comptables. « Des normes », c'est quelque chose qui doit résister aux problèmes, qui doit être le garant, l'endroit où on se raccroche, le rocher. Est-ce que vous allez pouvoir nous rassurer ?





# 2<sup>e</sup> Journée de l'Évaluation

## Le risque dans tous ses états



Jérôme Haas

Président de l'Autorité  
des normes comptables

### Jérôme Haas

Vous mettez la barre très haute. Je suis donc monté sur l'estrade pour essayer de trouver la hauteur de vue voulue. Bonjour à tous. Je suis très impressionné par le nombre de participants à cette réunion. Cela aussi suppose de placer la barre haut pour essayer de vous dire ce que je peux trouver de plus pertinent sur un sujet dont j'ai reformulé le titre. J'espère qu'il ne ressemble pas trop à une question de cours : « Risques et comptabilité, vous avez quatre heures ! ». Ce matin, je n'ai pas quatre heures, mais je vais réellement évoquer de mon mieux cette question pour vous : risques et comptabilité.

Ce sujet a quelque chose d'académique, mais évidemment il n'est pas du tout académique comme Jean-Louis Mullenbach en témoignait avec ses quatre invités à l'instant. C'est de la vie quotidienne concrète pour vous, pour nous et pour tout le monde économique, nous le savons très bien, et surtout en cette période de crise. Donc je formule le sujet comme cela, mais je suis bien conscient que ce n'est pas un sujet théorique, même si j'ai envie de partir d'un paradoxe qui est le suivant.

C'est un paradoxe qui est forcément un paradoxe un peu conceptuel, un peu rhétorique, mais c'est pour planter le sujet et surtout partager la question que je me pose : au fond, les risques c'est ce qui peut se passer demain dans le futur ; et la comptabilité, c'est la représentation de ce qui s'est passé hier, jusqu'à aujourd'hui compris. Donc, dites-moi : qu'est-ce que le risque a à voir avec la comptabilité ? Rien et je pourrais m'en aller séance tenante.

Pourtant, le risque aujourd'hui, c'est la donnée la plus importante. Pour moi, je dois vous dire ce que la crise m'a appris depuis 2008, j'ai envie de dire depuis 2007, car

je me rappelle ce mois d'août, la première fois qu'on a entendu parler des *subprimes*, en août 2007. J'étais en vacances et, je m'en souviens très bien. Ce que j'ai appris, ce dont j'ai pris conscience presque physiquement, presque charnellement, ce sont deux choses à la fois. La première, c'est la croissance vertigineuse des volumes d'argent dont on parle. La liquidité, ce sont des océans, ce ne sont pas des ruisseaux. Et vous voyez bien aujourd'hui les marchés regardent de haut les à peu près mille milliards qu'on évoque à propos du FESF : mille milliards d'euros ou cinq cent milliards d'euros, aussi bien : il n'y a encore pas longtemps cela aurait paru quelque chose d'insensé.

L'autre leçon que j'ai apprise de la crise, c'est l'aléa, je ne dirai pas la volatilité puisqu'il y a quelque chose de polémique dans ce mot, c'est-à-dire la façon très imprévisible dont ces masses de liquidités peuvent se déplacer et les conséquences monumentales que ces masses peuvent déclencher.

Bien entendu, le cumul de ces deux phénomènes, la masse des liquidités en cause en jeu, et le caractère aléatoire de leur déplacement, (obéissant sûrement à de très bonnes raisons, qu'elles soient rationnelles, irrationnelles, peu importe, mais très difficiles à prévoir et extraordinairement brutales) est constitutif de notre environnement aujourd'hui, et si ce n'est pas un risque, je ne sais pas ce que c'est.

Alors si on ne parle pas de la principale composante de notre environnement dans la comptabilité, franchement à quoi sert la comptabilité ? Il va donc falloir trouver à réconcilier – c'est cela mon paradoxe – ces deux vérités-là. La comptabilité n'a rien à voir avec le risque, et pourtant si elle ne parle pas du risque, franchement, elle ne remplit sûrement pas bien son rôle. Il n'est pas raisonnable d'aboutir, de s'en tenir à la première conclusion. Je vous propose de réfléchir dans deux directions très tranchées, un peu caricaturales, pour essayer de bien me faire comprendre et de délimiter ce que je crois impossible et possible, je ne dis pas juste ce qu'il faut – je n'aurais pas cette prétention – mais pour tenter de poser quelques limites.

Ma première idée que, je voudrais développer tout de même, est qu'il est déraisonnable d'inclure le risque de façon centrale dans la comptabilité. Ma deuxième idée c'est qu'il existe une façon raisonnable d'inclure le risque dans la comptabilité. C'est toute la question, c'est tout ce que nous sommes en train de chercher.

• **Pourquoi est-ce d'abord déraisonnable de construire la comptabilité sur le risque ou d'inclure trop d'éléments de risque dans la comptabilité ?**

D'abord, je l'ai dit, le risque c'est le futur, et la seule chose que je sais du futur c'est que je n'en sais rien. Il est donc tout à fait vrai qu'on entre, à partir du moment où on cherche à représenter le futur, dans une zone qui est d'abord extrêmement ambitieuse, pour ne pas dire prétentieuse, et qui est une zone qui est elle-même pour le moins risquée. Vous ajoutez immédiatement du risque à la qualité même de votre produit comptable dès lors que vous vous risquez à formuler un jugement sur le futur. Vous voyez bien qu'il y a là – je vous la fais une dernière fois toucher du doigt – une vraie contradiction, disons une vraie tension, qu'il faut manier avec extrêmement de prudence. Voilà je prononce le mot !

Vous voyez bien en plus que la vision du futur varie considérablement d'une personne à l'autre sur un même objet ou sur une même entreprise ou un même produit, d'un point de vue à l'autre. À mon avis d'ailleurs, la principale dimension qui fait varier votre jugement sur le futur, c'est l'horizon de temps dans lequel vous vous placez. Si vous êtes impatient ou si vous êtes patient, si vous êtes là pour produire des résultats tout de suite ou des résultats dans le long terme, vous allez dire des choses très différentes sur l'avenir. On rentre donc dans un domaine vraiment risqué si on cherche à parler du risque de façon un peu sûre. Pour dire la vérité, on sait d'emblée que ce qu'on va dire sera probablement faux. Donc commencer d'emblée par vouloir inscrire des éléments faux dans la comptabilité, c'est un peu le contraire de ce qui est ma mission, mon rôle et la manière dont je vois la comptabilité.

En plus, vous voyez bien, en poussant la réflexion, un cran plus loin qu'il y a un risque de manipulation considérable. On est dans le domaine de la subjectivité la plus extrême. On fait des hypothèses, et alors le risque de manipulation, s'il y avait trop de postes dans les comptes qui étaient consacrés à l'évaluation du risque, serait considérable. C'est pourquoi l'on essaie de limiter ce risque de manipulation par le recours à des techniques apparemment susceptibles de donner plus d'assurance et des techniques quantitatives, on fait des mathématiques – pour dire les choses simplement. Mais d'une telle démarche, il faut alors tirer de nouveaux enseignements. Une des leçons de la crise, nous le savons, c'est aussi la façon dont les modèles en effet, ont lâchés, la façon dont les modèles nous ont lâché et la façon dont on a trop voulu se reposer sur des modèles.

Trop de risques dans les comptes, ce serait faux ; ce serait créer des risques de manipulation, et ce serait en plus très largement impraticable. Dans cet esprit, je peux relever avec beaucoup d'intérêt des travaux, comme j'en ai vu il y a quelques jours de la part de grands professeurs de comptabilité américains qui ont identifié la

croissance de la part des estimations dans les comptes. Ils montrent qu'il y a tellement d'estimations dans les comptes que c'est la crédibilité même des comptes qui est en jeu. J'attire votre attention sur ce phénomène : je crois que nous devons le prendre en considération. À un moment donné, si tous les postes des comptes sont des estimations franchement on change d'exercice, on n'est plus dans la comptabilité.

En plus, si on veut introduire des éléments de calcul ou de mesure du risque dans les comptes, où s'arrête-t-on ? Parce qu'au fond, dès qu'on parle du futur, tout est incertain. J'ai entendu tout à l'heure que vous parliez de l'IAS 37. Pour le caricaturer, le projet IAS 37 c'était cela. C'était au fond contraindre les entreprises à provisionner des risques sans plus de limite. Bien entendu, on peut provisionner tous les risques les plus fous parce qu'ils ne sont pas impossibles. Encore une fois, il y a tellement d'aléas aujourd'hui dans notre monde complexe, mondialisé interconnecté, tellement de masses de liquidités, tellement aléatoires dans leur mouvement, etc. Je l'ai dit que bien entendu, on pourrait tout provisionner. Mais alors à ce moment-là, on ne dirait plus rien. Le mieux, si je peux dire, s'il y avait un mieux dans une telle approche, serait ennemi du bien.

Enfin, naturellement, si on multiplie des éléments de mesure des risques externes à l'intérieur des comptes d'une entité, alors on dit dans ces comptes, des choses peut être intéressantes sur le monde externe à l'entité, mais rien sur l'entité elle-même. On oublie que les comptes sont ceux d'une entreprise. Ce qui nous intéresse, c'est l'entreprise et c'est sa performance et ce qu'elle fait. Ce n'est pas simplement la manière dont elle risque d'absorber les risques possibles qui, peut-être se manifesteront autour d'elle. Il faut donc raison garder, sinon naturellement, tous les risques de bulles, tous les risques de krachs, tous les risques naturels, tout cela au fond, viendrait polluer les comptes, et les comptes ne seraient plus des comptes. La comptabilité, la véritable comptabilité des entreprises, c'est donc autre chose.

La comptabilité c'est la mesure de la performance réalisée. J'insiste énormément là-dessus. Souvent c'est autre chose que la mesure du risque qui doit venir en plus. L'économie, c'est l'acte de dépenser des intrants des matières premières, des facteurs de production, pour produire des biens ou des services qu'on vend, et espérer gagner plus d'argent qu'on en dépense. C'est sûr, cela donne un résultat et c'est cela qui est important. Je voudrais insister sur le retour aux fondamentaux que je vois dans cette démarche et que j'oppose à tous les risques d'envolée, je devrais dire de dérapage, vers la mesure de tous les risques que j'ai décrits tout à l'heure. Donc un peu de prudence me paraîtrait bienvenu. Au fond, le principe de prudence était, n'était-il pas, disons, la meilleure manière de mesurer le risque ? Vous preniez uniquement par exemple les risques de moins-value et pas de plus-value. N'est-ce pas la meilleure

manière de prendre en compte le risque ? On n'appelait pas cela encore la prise en compte du risque, mais au fond c'était cela qu'on faisait. De manière finalement, rustique – comme le disait Jean-Louis Mullenbach, j'aime bien ce mot – mais au fond très intelligente, me semble-t-il.

J'arrête de labourer ce sillon pour expliquer à quel point, je crois il faut éviter de trop céder à la sirène, et de vouloir mesurer tous les risques du monde dans les comptes d'une entreprise. Permettez-moi d'arrêter ici, parce que je me rends bien compte qu'en disant tout ce qu'il ne faut pas faire, je ne dis rien de ce qu'il faudrait faire.

• **Existe-t-il ou n'existe-t-il pas une façon raisonnable de prendre en compte des risques dans la comptabilité ?**

Conceptuellement, pour aller dans ce sens, je crois que le plus simple est de partir de l'endroit où je nous ai laissés, c'est-à-dire l'idée que ce que la comptabilité doit faire pour l'essentiel, c'est de décrire l'activité de l'entreprise comme je l'ai appris comme étant le détour de production, c'est-à-dire cette activité que l'entreprise fait pour inventer le produit, le produire et le vendre. Je pars donc du compte de résultat, je pars du résultat, je parle de la manière dont, avec des intrants, on fait une production. C'est ce que nous avons appelé d'un mot anglo-saxon sans doute, pour être plus convainquant dans le vaste monde. C'est ce mot qui gêne tellement parfois certains de mes confrères, qui est le mot de « *business model* ». Disons « modèle économique ». Il y a des risques dans un « *business model* », mais d'abord, il y a la description du processus de fabrication, de production et c'est de là qu'il faut partir avant toute chose.

Comptablement, il faut donc respectivement essayer de localiser des éléments de mesure du risque sur ce « *business model* » et l'ensemble de sa description. J'ai déjà eu l'occasion de le dire. Ce que j'aimais bien dans la comptabilité traditionnelle, c'était que ces éléments de mesure du risque étaient relativement localisés et vous en avez parlé tout à l'heure, les provisions, les dépréciations. Tout le monde sait qu'il y a là les éléments de jugement fondamentaux qui sont portés sur les scénarios – vous avez employé le mot – possibles d'évolution de ce « *business model* » d'une manière non centrale, non nominale, qui n'est pas celle qui avait été prévue par les dirigeants. Il faut en tenir compte. Dès lors qu'on arrive à matérialiser des risques avérés crédibles que l'on peut déjà commencer à décrire par leurs symptômes, par leur probabilité, sûrement plus qu'une probabilité d'une chance sur deux, il faut les traduire dans les comptes à un endroit où ils sont localisés, mesurés, contrôlés, expliqués de façon précise, donc pas excessive, démesurée, par rapport à l'ensemble des comptes. Voilà, je crois, une manière assez simple de procéder dont j'ai beaucoup de mal à comprendre quelle est la critique qu'on peut lui adresser et quelle est la raison pour laquelle il a fallu s'en départir ?

Techniquement, nous avons aujourd'hui, bien sûr, beaucoup de débats sur la manière de régler les grandes familles de risques qui peuvent se produire dans toute une série de types d'activités. Je vais citer quelques exemples parce que bien entendu, une fois qu'on a dit qu'il fallait localiser des éléments de provision, de dépréciation, ou de prise en compte de scénarios qui ne se produiraient pas exactement comme prévus, il faut bien sûr savoir comment mesurer ces risques et pour quelle valeur dans les comptes.

Bien entendu, c'est à chaque fois un débat très fondamental qu'on a, et qui souvent, d'ailleurs, n'est pas sans lien – vous en avez parlé aussi – avec les conséquences qu'un choix de valorisation comptable de risque peut avoir sur le reste de l'économie. Le premier exemple qui me vient à l'esprit, ce sont les provisions sur les risques bancaires, les risques de crédit. Une des conclusions du G20, en 2008, a été de dire : « Il faut créer des provisions contracycliques dans les comptes des banques qui permettent qu'en bas de cycle, elles puissent utiliser les provisions qu'elles ont faites en haut de cycle pour servir leurs clients ». Voilà typiquement un vrai changement profond qu'on a fait dans la mesure du risque de crédit bancaire. Il est très conforme à ce que je crois juste, il est localisé sur les provisions, il est très identifié. On n'a pas fini d'en discuter au plan international, mais on va y arriver.

On est passés – comme vous le savez – de la mesure des risques avérés aux risques probables, les risques attendus. Voilà un réglage comptable, conscient, transparent, précis, fait avec un bon lien, pas d'excès, entre la technique comptable et les conséquences sur l'économie. Je trouve que c'est un bon exemple. Vous en avez d'autres, je ne vais pas tous les citer, mais par exemple, la manière de prendre en compte les couvertures.

Aujourd'hui, la manière dont l'IASB permet de comptabiliser nous paraît trop rigoureuse. Il faut essayer de ne pas voir trop de risques – si je peux dire comme cela – et de ne pas penser qu'*a priori*, une couverture, sauf exception, est risquée. L'IASB a donc proposé des assouplissements, c'est bien. En matière d'instruments financiers, la comptabilisation des risques est une matière très subtile surtout si, comme le fait l'IASB, c'est la valorisation qui doit prendre intégralement en charge cette fonction plutôt que des provisions. Dans le « *business model* » financier tel que l'appréhende l'IASB, la prise en compte du risque est spécifiquement délicate sinon parfois acrobatique.

Un autre modèle spécifique me vient à l'esprit, c'est la manière de faire ou pas un *netting* des actifs et des passifs. Plus on « nette », moins on voit les risques. Moins on « nette », mieux on voit les risques. Ce genre de réglage-là, très subtil mais très précis, permet, à mon avis, de mieux prendre en compte le risque dans les comptes. Hélas, comme on le voit, les États-Unis ne souhaitent pas adopter cette mesure de prudence qui figure



dans les règles IFRS qui posent des limites au netting et c'est encore un progrès que nous ne parviendrons pas à faire de façon globale. Au-delà du bilan et du compte de résultat, il y a les annexes. Je suis un grand partisan de la mesure du risque dans les annexes, à condition qu'il n'y ait pas trop, et à condition, naturellement, que la mesure du risque soit extrêmement clairement définie. Je crois que là, nous sommes au début du balbutiement de la réflexion. Il y a les obligations qui sont les obligations des sociétés cotées à proprement parler, mais il y aurait d'autres demandes et exigences à prendre en compte.

Il y a beaucoup d'exigences possibles, nouvelles auxquelles on peut songer – Jean-Louis Mullenbach aussi y faisait allusion. Je crois qu'il a raison. Il faut les distinguer. Vous pouvez demander des sensibilités sur des scénarios stratégiques et donc sur des chiffres fondamentaux des comptes, c'est une chose. Vous pouvez demander des sensibilités ciblées sur des opérations prévues, c'en est une autre. Vous pouvez demander une sensibilité sur l'environnement de l'entreprise, c'en est une troisième. Vous pouvez demander des sensibilités sur toutes une série de phénomènes non financiers, c'est à la mode, pourquoi pas ? Mais il faut que nous ayons un débat sur ce que nous voulons exactement avoir comme information. Ce qui, pour moi, est le plus important, c'est de donner en annexe de tels éléments supplémentaires. Ils sont, en effet, indésirables dans les comptes, parce qu'ils seraient source de volatilité. Mais ils seraient d'utiles éléments d'informations pour des lecteurs de compte intéressés par autre chose que le seul résultat des entreprises, qui veulent chercher à les comprendre plus en profondeur et qui ont besoin qu'on leur donne des éléments de calcul différents de mesures plus prudentes et stables qui figureraient, à mon avis, dans les comptes. Il y a là véritablement un champ de travail fondamental.

Économiquement, ce dont il s'agit dans tout cela, au fond, c'est de trouver la juste cohérence entre ce que vous inscrivez dans les comptes de l'entreprise et ce qui se passe dans le reste de l'économie. De manière générale, je crois qu'il s'agit de déterminer la bonne relation entre la temporalité de l'entreprise qui est ce qu'elle est et celle du cycle qui l'entoure qui est autre chose et qui est la conjoncture, avec ses propres rythmes, qui ne sont d'ailleurs pas homogènes eux-mêmes, mais de court et de moyen terme. Encore une fois, comme ce qu'on cherche dans les comptes, c'est à montrer la performance de l'entreprise, tout le « bruit » autour – comme disent les économistes – ne doit l'affecter que si on pense qu'il produit effectivement un effet durable sur sa performance, qu'il est impossible de ne pas prendre en compte. Dans le cas inverse, ce « bruit » ne doit pas figurer dans les comptes mais en élément d'information périphérique.

Je le formule volontairement dans ces termes théoriques parce qu'à l'ANC, nous allons demander à des écono-

mistes d'y réfléchir comme cela. D'ailleurs, quand on leur parle de nos problèmes comptables, ils les retraduisent parfois spontanément de la sorte. Nous avons besoin de professeurs intelligents qui nous aident à réfléchir. Ils ne seront pas de trop pour essayer de trouver les bonnes réponses à cette question du champ des comptes où tout doit concourir à caractériser la performance de l'entreprise. Pour les auditeurs, tout cela n'est pas facile. Ce n'est pas facile parce qu'au fond le marché sur lequel, pensait-on, on allait enfin nous reposer, cet intervenant extérieur qui nous dirait à chaque fois quelle est la bonne valeur ne marche pas.

Mais, à l'inverse, encadrer par un réseau de règles très précises, de règles dans les normes d'audit pour contraindre l'auditeur à trouver une réponse systématique à toutes les questions de mesures de risques, ce n'est pas la bonne façon de faire. Au fond, la noblesse de la comptabilité est d'abord de solliciter les entreprises pour qu'elles formulent un jugement précis sur un certain nombre de risques où elles s'engagent, lorsqu'elles ne peuvent pas nier qu'ils sont avérés, pour les conduire à les quantifier et les mettre dans leurs comptes.

Mais surtout, c'est la noblesse du métier d'auditeur que de forger lui-même son point de vue qui rejoint celui de la défense de l'actionnaire, mais surtout celui de l'intérêt général, sous contrôle du régulateur, bref, la mission propre de l'auditeur que je n'ai pas besoin de rappeler, est d'effectuer la même démarche et d'essayer de voir si leur point de vue converge avec celui de la direction de l'entreprise. François Meunier parlait tout à l'heure du dialogue – je crois – entre l'entreprise et son auditeur. C'est très noble le dialogue entre l'entreprise et son auditeur. Je crois que c'est sur ce sujet du risque évidemment qu'il doit être le plus intense. Ce que je vous dis là est extraordinairement « vieux jeu », je m'en rends compte, et extraordinairement simple. Mais c'est bien comme cela que les choses se passent dans la vraie vie. J'en ai bien l'impression et même la conviction. À la fin, c'est une discussion d'homme à homme entre le commissaire aux comptes et le dirigeant qui décident en pleine responsabilité. Ce n'est pas un vain mot si on prend ou pas en compte le risque. Raison de plus pour obliger à ce que le risque soit localisé à des endroits précis dans les comptes et que la discussion soit bien concentrée sur les bons sujets.

Rien de pire que le camouflage comme par exemple dans le projet de normes sur l'assurance. On y trouve des risques dans les variations, toutes les hypothèses et méthodes de calcul trop artificielles, et notamment une multiplication de primes sur des taux d'intérêts. Un epsilon de variations de ces hypothèses bouscule des milliards dans la ligne de chiffre d'affaires d'une entreprise d'assurance. Tout cela devient incompréhensible et dangereux. Il n'y a rien de pire que cela. Il faut, au contraire, des localisations – je me répète – précises de l'endroit où on mesure les risques. *In fine*, au-delà de tout



cela, souvenons-nous, le G20 a dit : « La crise, c'était de la prise de risques excessifs ». C'est donc bien ce que l'on cherche à mesurer. L'auditeur fait partie intégrante du dispositif qui doit vérifier que ne se reconstituent pas dans l'économie des prises de risques excessifs. On a donc intérêt à avoir des normes qui permettent ce dialogue. Tout ce que je viens de vous dire revient donc à la description d'un cercle vertueux au service de quelque chose de beaucoup plus grand qui est d'éviter des bulles et des krachs comme ceux que nous sommes en train de connaître l'un puis l'autre. Nous avons appelé cela la stabilité financière : un objectif qui s'impose aux normes comptables comme à toute la régulation financière.

En conclusion, vous avez donc compris mon message : l'évaluation des risques peut être faite selon les lois de la comptabilité, mais elle doit être faite de manière localisée sur la base de jugements explicites et elle doit prendre en compte uniquement des risques raisonnablement avérés. Voilà ce qui peut être fait dans les comptes. Il y a comme une certaine « façon », quelque chose d'un art dans la mesure du risque. D'ailleurs, puisqu'on a essayé de nous faire croire qu'il avait quelque chose de scientifique à la mesure du risque, je pense qu'aujourd'hui, il est peut-être de meilleur ton de reconnaître qu'il y a plutôt quelque chose d'artistique dans cette mesure ou appréhension, au sens où on doit faire appel au jugement humain.

Je crois qu'en dernière analyse, c'est encore ce que nous avons de mieux. Dans les comptes, il faut en rester à une certaine « rusticité », car au-delà les chiffres ne sont plus assez sûrs, et les comptes deviennent des évaluations contestables. Je sais que dire cela est un peu rabat-joie parce que c'est plus drôle, c'est agréable et valorisant – si vous me passez l'expression – de valoriser. C'est *a priori* une activité qui donne le sentiment d'être plus intelligent. On met en question, on teste, on fait des hypothèses, on se demande si on ne pourrait pas faire autrement, on fait et met en scène des calculs savants. Mais je pense qu'au-delà de ces lignes localisées du bilan et du compte de résultat et où il faut le faire, on pratique un autre métier que celui de commissaire aux comptes. Beaucoup de vos confrères ont compris cela depuis fort longtemps et ont d'ailleurs changé de métier. Mais si on est commissaire aux comptes, on est commissaire aux comptes. Je vous dis qu'il y a tout autant de joie, de bonheur, à mon avis, et de plaisir et de valeur à faire

l'exercice de quelque chose qui n'est pas de la valorisation, mais qui est du jugement. Je tiens énormément à ce mot. Vous engagez votre responsabilité sur votre jugement. Je crois que c'est un vieux mot traditionnel des auditeurs, le jugement professionnel et ce n'est quand même pas rien. J'ai beaucoup de respect pour cela.

Mon dernier mot sera le suivant : Vous comprenez bien que de façon sous-jacente à tout ce que je dis, il y a deux mondes et l'affrontement de deux visions : l'un très fluide au fond, où on laisse la comptabilité refléter ce qui se passe autour de l'entreprise, et la conséquence, le prix à payer, c'est que la comptabilité n'est vraie qu'à l'instant où on regarde les comptes, mais dès cette minute passée, elle cesse d'être vraie. On vit donc dans l'instant, et dans cette comptabilité exclusivement marchande et de marché. La forme d'économie qui est la nôtre, je crois qu'on peut et doit dire aujourd'hui, celle de la France et de l'Allemagne, du continent européen, dont l'unité s'affirme fortement actuellement, est différente.

C'est une autre forme d'économie. C'est une économie plus stable, plus orientée sur le moyen terme, dans laquelle l'ensemble des paramètres, et la comptabilité et les normes comptables sont des paramètres d'un système économique d'ensemble, sont orientés dans ce sens-là. La comptabilité fait partie de – j'allais dire des piliers du temple – des composantes du système pour éviter de le laisser dériver en fonction des courants qui déplacent ces vagues de liquidités aléatoires et brutales dont je parlais initialement, au contraire, construisent des digues, établissent des repères, offrent des classifications qui assurent un certain ordre, bref, donnent des règles qui permettent d'apporter au système la stabilité dont nous avons besoin.

Je crois à la stabilité dont j'espère que nous allons la retrouver le plus vite possible. Si la comptabilité pouvait y contribuer, ce serait bien, et si elle y contribue, ce sera largement grâce à vous, à nous tous, parce que nous nous en serons tenus à quelques principes simples que j'ai essayés de rappeler, que je crois, de bon sens, mais surtout extraordinairement solides. Vous avez dit tout à l'heure « robuste ». Je crois à la robustesse et justement, je me demande si ce n'est pas ce dont nous avons le plus besoin en ce moment.

Merci beaucoup.

## À votre réflexion...

Les risques c'est ce qui peut se passer demain dans le futur ; et la comptabilité, c'est la représentation de ce qui s'est passé hier, jusqu'à aujourd'hui compris.

Pourtant si la comptabilité ne parle pas du risque elle ne remplit sûrement pas bien son rôle.

Ces constats font naître deux interrogations :

- Est-ce déraisonnable de construire la comptabilité sur le risque ou d'inclure trop d'éléments de risque dans la comptabilité ?
- Existe-t-il ou n'existe-t-il pas une façon raisonnable de prendre en compte des risques dans la comptabilité ?

Le risque c'est le futur, et la seule chose que l'on sait du futur c'est que l'on n'en sait rien. Il est donc tout à fait vrai, qu'à partir du moment où on cherche à représenter le futur, on entre dans une zone qui est d'abord extrêmement ambitieuse, pour ne pas dire prétentieuse.

Une des leçons de la crise, est aussi la façon dont les modèles ont lâchés et la façon dont on a trop voulu se reposer sur des modèles.

La multiplication des éléments de mesure des risques externes à l'intérieur des comptes d'une entité, permet de dire des choses peut être intéressantes sur le monde externe à l'entité, mais rien sur l'entité elle-même. On oublie que les comptes sont ceux d'une entreprise. Ce qui nous intéresse, c'est l'entreprise et c'est sa performance. Ce n'est pas simplement la manière dont elle risque d'absorber les risques possibles qui, peut-être se manifesteront autour d'elle.

La comptabilité c'est la mesure de la performance réalisée. Ce qui diffère de la mesure du risque qui doit venir en complément. La démarche d'évaluation et d'enregistrement des risques dans les comptes doit donc être empreinte de prudence.

La comptabilité doit, pour l'essentiel, décrire l'activité de l'entreprise, son « *business model* ».

Il faut donc respectivement essayer de localiser des éléments de mesure du risque sur ce « *business model* » et l'ensemble de sa description.

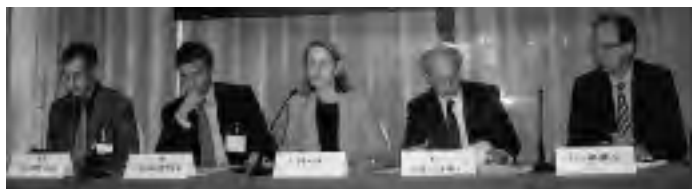
Au-delà du bilan et du compte de résultat il y a les annexes qui peuvent s'avérer être le bon vecteur de la communication sur la mesure du risque.

La noblesse de la comptabilité est d'abord de solliciter les entreprises pour qu'elles forment un jugement précis sur un certain nombre de risques où elles s'engagent, lorsqu'elles ne peuvent pas nier qu'ils sont avérés, pour les conduire à les quantifier et les mettre dans leurs comptes.

La noblesse du métier d'auditeur est de forger lui-même son point de vue qui rejoint celui de la défense de l'actionnaire, mais surtout celui de l'intérêt général, sous contrôle du régulateur. La mission propre de l'auditeur est d'effectuer la même démarche et d'essayer de voir si leur point de vue converge avec celui de la direction de l'entreprise.

L'évaluation des risques peut être faite selon les lois de la comptabilité, mais elle doit être faite de manière localisée sur la base de jugements explicites et elle doit prendre en compte uniquement des risques raisonnablement

## Thème n° 1 : Prise en compte du risque dans le WACC et dans les tests d'impairment



### Présenté par :

- Agnès Piniot, Commissaire aux comptes
- Olivier Péronnet, Commissaire aux comptes
- Olivier Salustro, Commissaire aux comptes

### Rédaction :

- Jean-Charles Robin, Directeur général délégué de Spie Batignolles (membre de la DFCG)
- Jean-Pierre Kaminski, Responsable normes et procédures AREVA (membre de l'APDC)



Agnès Piniot

Commissaire aux comptes

### Agnès Piniot

Mesdames, Messieurs, bonjour. Nous allons vous parler cet après-midi de sujets techniques. Dans une zone de turbulence qui a été largement évoquée ce matin, nous vous proposons de revenir sur les concepts de base de l'évaluation, à savoir, la prise en compte du risque dans le WACC.

Pour cette présentation, je suis entourée d'Olivier Péronnet et Olivier Salustro, tous deux commissaires aux comptes. Nous avons également le plaisir d'accueillir Jean-Pierre Kaminski, responsable groupe des normes et procédures d'AREVA groupe, qui présente l'avantage de disposer d'implantations dans des pays pour lesquels vous n'avez pas forcément d'OAT telles que vous pouvez les connaître.

À nos côtés également Jean-Charles Robin, Directeur général délégué de Spie Batignolles.

Au moment d'investir, il convient de se rappeler ce principe de base : tout investisseur a le choix entre un investissement sans risque et un investissement risqué. Comment va-t-il arbitrer entre les deux ? Cela dépendra de son aversion au risque et de la rentabilité qu'il souhaite obtenir de son investissement. Pour lui, la mesure du risque est un élément indispensable avant chaque investissement. En effet, comme Madame Neuville l'a exposé ce matin, l'investisseur a besoin d'estimer les risques qui sont attachés à l'investissement qu'il va réaliser.

Pour un investissement dans le capital d'une entreprise, la rentabilité exigée est :

- d'une part, la rémunération de l'argent sur un marché sans risque puisque l'investisseur va placer son argent pendant un certain temps, c'est ce qu'on appelle « l'effet temps » ;
- d'autre part, le risque que prend l'investisseur en réalisant ce placement. En effet, l'évolution de la société peut diverger de ce qu'il a anticipé ou de ce que les marchés anticipent. C'est la prise en compte du risque.

Le temps et le risque sont les deux composants fondamentaux de l'investissement.

Plus largement, le risque sur un marché actions, est la différence entre le rendement moyen attendu des actions et le loyer de l'argent.

Comment et pourquoi le risque est-il appréhendé dans le taux d'actualisation ?

Dans les méthodes d'évaluation, la méthode la plus couramment utilisée est la méthode DCF, *Discounted cash flows*. Cette méthode est une actualisation de flux de trésorerie prévisionnels attendus. Pour pouvoir procéder à une actualisation, il faut un taux. Ce taux intègre le risque, mais comment ?

Il va l'intégrer de manière à corriger l'incertitude portant sur la réalisation du plan d'affaires du management. Cette dernière peut avoir plusieurs origines.

D'abord des éléments externes de marché : les tendances de l'économie, l'évolution de la concurrence, le caractère cyclique de certaines activités ou des durées de crises plus ou moins marquées sur des périodes longues ou non. Ensuite, des éléments internes, dont la capacité d'innovation, les effets attendus des restructurations, les synergies ou tout autre phénomène attaché à l'activité commerciale.

Nous allons examiner comment ces différents types de risque sont intégrés dans le taux d'actualisation. À cet effet, nous avons décomposé le taux d'actualisation.

Deux paramètres intègrent le risque :

- d'une part, la prime du risque du marché actions qui sera représentative de l'espérance du rendement d'un investissement en actions par rapport à un investissement financier sans risque du type obligations d'État. On va considérer qu'il s'agit d'obligations d'État d'un pays correctement noté.
- d'autre part, le *bêta* de l'actif, représentatif de la volatilité relative du titre par rapport au marché actions dans sa globalité. Si le bêta est au-delà de un, cela veut dire que l'on estime que cette société (ou ce type d'activité) est plus risquée que la moyenne du marché. Si le bêta est inférieur à un, c'est l'inverse et vous aurez un risque jugé plus faible. Ces temps-ci, par exemple, nous observons des bêtas assez faibles, sur les biens de grande consommation de type alimentaire.

Reprenons en détail la structure du WACC qui correspond au cumul :

- Du taux base qui va nous être présenté par Olivier
- De la prime de risque du marché actions historique ou prospective : ayez toujours en tête le fait que la prime de risque du marché qui est la prime de risque du marché actions, se détermine d'abord par un calcul global de la rentabilité attendue sur le marché actions duquel le taux de base est déduit. Ainsi, si vous avez un taux de base qui monte, pour autant que l'on considère que la rentabilité demeure inchangée dans sa globalité, la différence vient donc dans la prime de risque du marché qui, elle, va baisser. C'est tout un jeu de vases communicants. Ce postulat part de l'hypothèse que la rentabilité globale serait inchangée, ce qui n'est pas démontré dans le temps.
- Les autres paramètres qui entrent dans la détermination du WACC, sont attachés à la société elle-même : le bêta que nous allons révoquer et qui est la prime spécifique liée à l'activité ou à la société, à cela d'autres primes spécifiques peuvent éventuellement être ajoutées.
- Enfin un levier d'endettement que nous n'aborderons pas aujourd'hui. Il est lié à la structure financière des différentes entités.

Olivier, peux-tu détailler les éléments qui permettent de déterminer le taux de base dans le contexte actuel ?



Olivier Salustro

Commissaire aux comptes

## Olivier Salustro

Effectivement, en préparant cet exposé, j'étais pétri de certitudes. Depuis ce matin je n'en ai plus aucune. Le taux de base se définit comme étant le taux sans risque zéro coupon, donc découponné, et représentatif d'un placement sans risque qui présente donc une rentabilité certaine. Ça, c'est la théorie qui le dit, et généralement ce taux de base, pour ce qui concerne la France, c'est l'OAT dix ans qui est retenu parce que 10 ans est une durée qui paraît raisonnable. D'ailleurs dans le contexte incertain qui est le nôtre aujourd'hui et qui a été rappelé à maintes reprises ce matin, on observe quand même que le taux OAT dix ans varie moins que les taux au jour le jour.

Les courbes montrent que les OAT dix ans sur la période 2011 déclinaient gentiment avant de remonter depuis début octobre. Si on découpe d'ailleurs, le taux dix ans zéro coupon descend régulièrement de mai 2011 à septembre 2011 et reprend fortement début octobre 2011.

## Agnès Piniot

Peut-être avant de passer à une prime de risque du marché, peut-on demander tant à AREVA qu'à Spie : comment déterminez-vous le taux de base, notamment lorsque vous souhaitez procéder à des évaluations pour des entités qui sont dans des pays où justement il n'y a pas de taux de base type OAT ou alors dans des pays qui peuvent avoir des taux de base intégrant un risque spécifique attaché au pays ?





**Jean-Pierre Kaminski**

Responsable normes et procédures AREVA (membre de l'APDC)

## Jean-Pierre Kaminski

Bonjour, merci de me donner la parole. Ici nous parlons plus spécifiquement des taux d'actualisation utilisés pour évaluer la rentabilité de projets d'investissement. Notre Groupe fait essentiellement des investissements à long terme, voire à très long terme, donc avec des plans d'affaires de dix ans, quinze ans, vingt ans, voire plus. Nous avons donc pris le parti de prendre en compte, pour la détermination des taux d'actualisation, des taux de base et des primes de risque sur des périodes assez longues. C'est ce que nous appelons des niveaux normalisés à moyen terme de taux d'actualisation. Nous prenons donc en compte les taux des OAT françaises à dix ans, non pas de manière instantanée mais sur une moyenne pluriannuelle. De même, on y reviendra peut-être, pour les primes de risque. Ce sont des primes prospectives qui ne sont pas arrêtées sur la base des dernières estimations faites par les spécialistes, mais plutôt sur une analyse à moyen et long terme.

Pour revenir au problème plus spécifique des investissements dans les pays qui n'ont pas de marché très liquide, qui n'ont pas d'OAT, effectivement notre Groupe investit dans des pays tels que le Niger, le Kazakhstan, la République centrafricaine dans lesquels il n'y a pas des marchés financiers qui soient extrêmement développés. L'approche que nous avons retenue c'est plutôt que d'essayer d'identifier et de déterminer un taux de base fictif pour ces pays, c'est en fait de partir d'une analyse sectorielle et de dire : lorsque nous faisons un investissement dans un pays : à quel secteur d'activité cet investissement se rapporte, calculer des taux d'actualisation par secteur d'activité et ajouter le cas échéant des primes de risque qui, elles, sont déterminées pays par pays. Pour cela, cette prime de risque est déterminée de manière interne par un groupe de travail dans lequel sont représentées aussi bien la direction financière, la direction de la stratégie et la direction des risques et assurances, qui examine l'environnement du pays à la fois du point de vue de sa stabilité économique, les risques réglementaires, et qui sur cette base-là, en fait par consensus, détermine une prime de risque qui s'ajoute donc au taux d'actualisation appliqué au secteur d'activité dans lequel se fait l'investissement.

## À votre réflexion...

Comment déterminer le taux de base, lorsque l'on souhaite procéder à des évaluations pour des entités qui sont des pays où il n'y a pas de taux de base type OAT ou alors dans des pays qui peuvent avoir des taux de base intégrant un risque spécifique attaché au pays ?

Dans ce cas l'approche qui peut être retenue, plutôt que d'essayer d'identifier et de déterminer un taux de base fictif pour ces pays, c'est à partir d'une analyse sectorielle à laquelle l'investissement se rapporte, de calculer des taux d'actualisation par secteur d'activité et d'ajouter le cas échéant des primes de risque, déterminées pays par pays. Cette prime de risque est déterminée de manière interne par un groupe de travail dans lequel sont représentées aussi bien la direction financière, la direction de la stratégie et la direction des risques et assurances.

## Agnès Piniot

Monsieur Robin.



**Jean-Charles Robin**

Directeur général délégué de Spie Batignolles (membre de la DFCG)

## Jean-Charles Robin

Le sujet est beaucoup plus simple pour nous puisque 95 % de notre activité aujourd'hui est réalisée en France. Nous sommes donc depuis longtemps confortablement adossés à des OAT qui au moins étaient une référence tout à fait valable, peu volatile, et qui nous allait bien dans nos calculs. Je vais donc découvrir cet après-midi si je peux continuer aux prochaines clôtures à utiliser les mêmes références. En tout cas cette OAT qu'on nous a décrite ici est bien notre référence historique.

## Olivier Salustro

Retenons que les OAT restent une référence solide malgré ce qu'on a entendu ce matin. Dans tous les cas il faut se poser en permanence la question du choix de ce taux de base. Il ne faut pas oublier de localiser ce taux dans le pays dans lequel se situe la cible ou l'actif concerné.

En tout état de cause, jusqu'à présent on ne se posait quasiment jamais la question du taux de base ; aujourd'hui il faut se la poser en permanence pour savoir si le taux retenu est pertinent, cohérent avec la convention d'évaluation dans laquelle on s'inscrit. Cette notion de convention est d'ailleurs essentielle en matière d'évaluation.

Agnès a défini la prime de risque marché. Je répète cette définition : « C'est l'écart de rentabilité attendu entre le marché actions dans sa totalité et la rentabilité d'un actif sans risque du type obligations » ; évidemment à chaque fois que je dis : « sans risque » je mets des guillemets autour des mots sans risque, compte tenu du contexte actuel.

Une fois cette prime définie se pose la question de son calcul. La théorie nous dit que cette prime de risque doit être déterminée de manière à anticiper le futur, donc prime prospective. Mais certains acteurs, dont des universitaires défendent des primes de marché historiques, et donc les deux méthodes de calcul cohabitent. Elles s'opposent dans deux contextes assez différents : le premier est celui des évaluations indépendantes réalisées à l'occasion d'opérations de marché : les primes prospectives. Le second est celui de la convention d'évaluation utilisée dans la perspective des *impairment tests*, largement évoqués ce matin et sur lesquels reviendra Olivier Péronnet. Dans ce cadre, l'évaluateur a plutôt tendance à raisonner sur des données historiques, ou de ne pas perdre de vue la prime de risque historique pour essayer de tempérer les choses et présenter un calcul présumé plus robuste.

Je crois qu'on peut reposer la même question à nos deux grands témoins : quel type de prime de risque marché calculez-vous ? Comment faites-vous ? Est-ce que vous êtes dans l'anticipation ou bien êtes-vous « l'homme du passé » Monsieur Robin ?

## Jean-Charles Robin

Effectivement, nous sommes aussi dans des primes prospectives. Pour aller un peu plus loin dans la question que vous posez, lorsqu'il s'agit d'investissement, nous allons avoir recours à des experts ou des banquiers pour nous aider à calculer ces primes de façon à être véritablement en capacité de bien communiquer avec les tiers.

En particulier chez Spie Batignolles, qui est une entreprise non cotée mais dotée d'une épargne salariale importante, nous avons à faire une évaluation annuelle de cette épargne salariale pour sa liquidité, et donc nous avons recours à un cabinet d'experts qui va à la fois analyser le taux de base, les primes, le bêta, et nous reconstituer globalement ce taux qui va nous permettre ensuite de coter cette épargne salariale annuellement.

L'autre sujet auquel nous sommes confrontés en termes de marché c'est la croissance externe. Là aussi nous

allons avoir recours à un banquier de façon à bien prendre des primes qui vont être cohérentes avec le type de métier dans lequel nous pourrions rentrer à l'occasion de ces croissances externes. Nous préférons vraiment cette démarche externe plutôt qu'une démarche interne pour laquelle je considère, qu'à ce stade, nous ne sommes pas complètement outillés.

## Olivier Salustro

Monsieur Kaminski.

## Jean-Pierre Kaminski

En ce qui nous concerne sur cette question particulière, nous avons opté pour une approche qui est assez pragmatique. Je ne suis donc pas tout à fait certain des fondements théoriques sur lesquels elle se base mais elle fonctionne plutôt pas mal. Pour l'anecdote, cela résulte d'un conseil que nous avait donné l'expert qui nous avait aidés à mettre en place l'IAS 36 il y a quelques années. Il nous avait dit : « Vous pouvez considérer que sur une longue période, le rendement attendu des actions en France se situe autour de plus ou moins 9 %. Donc à titre pratique, vous pouvez aller chercher des primes de risque en étudiant les analyses qui sont faites par des intervenants comme Natixis, comme la Société Générale. Mais le meilleur moyen de vous assurer que vous êtes bien « dans les clous », c'est de faire l'addition de la prime de risque et du taux sans risque OAT dix ans, et de regarder si vous ne vous éloignez pas trop de 9 %. Si vous êtes proche de 9 %, vous pouvez penser que c'est à peu près bon, si vous vous éloignez trop de 9 % c'est qu'il y a peut-être un problème et il faut que vous réfléchissiez à nouveau à la question ».

En fait, à travers le temps, quand on a cette approche on se rend compte que cela ne marche pas si mal que cela. Là encore une fois je ne sais pas sur quel fondement théorique cela se base, mais c'est un fait que la dernière étude SOCGEN à laquelle j'ai eu accès il y a un mois fixait effectivement le rendement attendu des actions sur le marché français à 9 %. Pour l'instant puisque c'est une approche qui semble fonctionner, nous nous y tenons.

## Olivier Salustro

Merci pour ces précisions qui ont le mérite de la simplicité et de la robustesse dont nous parlions ce matin. Pour compléter ce point de vue, nous rappellerons quelques fondements théoriques importants. C'est que avant de trancher sur le débat prime historique, prime prospective, il faut souligner que cette prime doit être localisée de la même manière que le taux de base, par pays ou par zone et se rappeler que les événements de marché peuvent perturber ces calculs de primes.

Cette prime doit donc être déterminée par pays ou par zones. Bien évidemment dans certaines zones à forte volatilité – là je me place en dehors de toute circonstance particulière liée aux événements actuels – ces primes varient en conséquence, et généralement cette prime de marché intègre une partie des risques politiques qui peuvent être aussi contenus indirectement dans le taux de base.

Mesure historique ou prévisionnelle ? La définition de la prime de risque historique est assez simple, c'est : « La différence entre le rendement du marché actions et le taux sans risque tous deux observés sur le passé ». Le problème qui se pose concernant ces calculs de prime historique c'est d'abord de savoir quel type de calcul il faut effectuer, soit une moyenne arithmétique, soit une moyenne géométrique. Les experts ne sont toujours pas d'accord entre eux. Ensuite, se pose la question de la période de référence de calcul de cette prime historique. La chose n'est évidemment pas neutre parce que si vous remontez fort loin dans le passé, vous retrouvez des événements de marché très perturbants. Vous retrouvez la crise de 29, les crises plus proches de 74, la bulle des années 2000, etc.

Ce calcul de prime historique présente donc toujours un inconvénient qui est de savoir comment elle a été calculée, et comment ces événements particuliers ont été neutralisés ou traités dans le calcul. L'autre inconvénient de la prime de risque historique, réside dans le fait que l'on cherche à mesurer la valeur d'un investissement futur. Or, l'histoire ne préjuge pas évidemment du futur, cela a été dit ce matin je n'y reviens pas.

Beaucoup d'études académiques ont été réalisées sur ces primes de risque marché historique. Les résultats des calculs vont de 3 à 10 %, plutôt d'ailleurs pour ceux menés par les Anglo-saxons. Par contre, certains Français comme Bancel, Ceddaha qui ont réalisé des études spécifiques sur le sujet situent la prime de risque marché en Europe et en France autour de 4 %, 4,5 %, 5 %. Certains praticiens utilisent actuellement des primes de marché historiques toujours égales à 4,5 % ; je le commenterai très bientôt.

Le point de faiblesse de la prime de risque historique c'est l'interrogation : est-ce que le passé préjuge du futur ? Sans doute pas, ou en tous cas c'est délicat à dire. Ensuite, est-ce que la période d'observation et la période de détermination de la prime historique sont à la mesure de la durée de l'investissement ? Pas toujours. Suit la question de la manière dont sont neutralisés les écarts et les événements de l'histoire pour débarrasser ces primes historiques des événements anormaux et délicats ? D'ailleurs, faut-il le faire ?

Il est également délicat de séparer le risque pays du risque de marché financier actions dans certains cas parce qu'on n'a pas le détail et le recul suffisants.

Enfin, un autre élément d'attention à porter sur les calculs de prime de risque historique, tient au fait que certains calculs sont réalisés sur des indices et non sur le marché complet en tant que tel. Il y a donc là encore des biais de calcul qui peuvent disqualifier cette prime de risque marché historique.

*Quid de la prime de risque prospective, Agnès ?*

### Agnès Piniot

Sur la prime de risque prospective, le calcul ne peut pas être réalisé exactement de la même façon. En effet, la rentabilité des actions ne peut pas être observée. Il convient donc de retenir le prix futur des actifs financiers que sont les actions en considérant les caractéristiques actuelles du marché.

Ainsi, pour déterminer une prime de risque prospective, il convient de valoriser les actions de l'échantillon sur une base DCF ou à l'aide d'un modèle prévisionnel adapté qui permet de déterminer un taux de rendement attendu, corrigé bien évidemment de la structure financière de l'entité.

Dans les modèles prévisionnels, on procède généralement à une évaluation DCF pour les sociétés de services ou industrielles. Concernant les banques, ce sont plutôt des modèles de rendement attendus qui sont retenus. La prime est ensuite déterminée en comparant les cours de bourse actuels de ces entités par rapport aux anticipations de cours qui ont été précédemment calculées par les approches décrites.

Réalise-t-on un calcul sur des bases régulières ? Nous vous présentons des exemples de primes 2011. Vous observez au 30 mars une prime de 6,51. Nous allons ajouter celle du début du mois de septembre puisqu'au 19 septembre elle était à 8,07, soit le maximum observé. Hier, nous étions redescendus à 6,42. Cela vous permet de constater que l'évolution sur une période courte a été extrêmement importante puisque la prime a évolué selon une courbe en forme de montagne.

Entre la prime de marché historique et prévisionnelle, que choisir ? Il faut savoir que la prime prospective présente une très forte volatilité en période de crise, comme nous venons de le voir sur l'exemple qui vous a été projeté. Les primes prospectives présentent également des difficultés de détermination puisque pour les approcher, il faut procéder à des valorisations de sociétés cotées, en retenant un consensus IBES, donc un consensus de prévisions qui sont des prévisions faites par les analystes financiers. D'où l'importance de disposer, dans l'échantillon, des sociétés qui sont régulièrement suivies par les analystes financiers permettant d'avoir un consensus IBES intégrant un grand nombre d'analyses.

Le débat entre la prime de marché historique et prévisionnelle n'est pas un débat théorique. Comme nous venons de le voir au cours du tour de table, les deux



approches sont possibles. Le point est donc maintenant de savoir dans quel cas retenir ou privilégier l'une par rapport à l'autre ? À cet effet, il faut examiner deux situations dans lesquelles des travaux d'évaluation de société sont réalisés : le premier cas est lié aux opérations d'acquisitions ou de cessions de sociétés. Nous avons pu recenser la pratique retenue en matière d'évaluation dans ce contexte grâce à des opérations d'OPA ou OPR qui ont fait l'objet de rapports d'experts indépendants. Le deuxième cas dans lequel vous procédez à des évaluations est celui des tests de dépréciation ou *impairment test* pratiqués lorsque la société est détenue par un groupe qui arrête ses comptes selon les référentiels IFRS ou français.

Olivier, peux-tu nous présenter les résultats de l'analyse qui a pu être menée sur les transactions à l'aide des rapports d'experts indépendants qui ont été établis à l'occasion d'OPA-OPR ?

## Olivier Salustro

Bien sûr, je le peux. Toutes les opérations intervenues sur le marché depuis trois ans ont été analysées. Sont positionnés sur un graphe en rouge le taux de base et en bleu la prime de risque marché qui ont été retenus par les

experts valorisateurs, dans chaque opération. Évidemment, force est de constater qu'il y a relativement peu de zones de consensus entre les experts et entre les opérations, qu'il s'agisse du choix du taux de base, du calcul de ce taux de base ou de la prime de risque de marché. Ceci ne veut pas forcément dire que les experts sont en désaccord. En effet, les opérations analysées sont intervenues à des moments différents et alors que les taux et les anticipations de marché évoluent au jour le jour et en permanence.

Vous observerez un certain consensus autour de l'été/automne 2010 parce qu'à ce moment-là les taux étaient relativement stables, et que finalement les experts étaient peu ou pas d'accord sur le choix des primes et des taux. Pour autant, le reste du temps, il y a des zones de désaccord assez profond et sur des opérations qui interviennent au même moment. Je ne veux pas juger devant vous de la validité ou non de ces taux ou de ces primes. Il est toutefois intéressant de noter que chaque expert évaluateur justifie à chaque fois sa position en donnant pour cela de bonnes raisons. Cela veut donc dire que l'expert indépendant ou l'évaluateur qui a réalisé ce travail s'est posé la question de savoir quel taux de base et quelle prime de risque de marché retenir, et comment agrémente cette prime d'éléments complémentaires

## OPA – OPR Expertises indépendantes

### • Rappel des 20 dernières opérations de l'année 2011

Cible	Date noté en réponse	Taux sans risque	Prime	Prime spécifique	Je	WACC	TCI
RHODIA	29-avr-11	3,70%	4,50%		8,70%	8,70%	2,00%
BROSSARD	20-mai-11	3,60%	6,45%	1,60%	9,20%	7,65%	1%
MODELABS	08-juin-11	3,18%	6,50%	2,55%	14,13%	14,13%	1,50%
THARREAU	08-juin-11	3,61%	5,93%	2,50%	10,56%	10,54%	1,00%
MEETIC	22-juin-11	3,01%	6,47%		10,45%	10,45%	2,00%
LÉ TANNEUR	23-juin-11	3,53%	6,57%		9,90%	9,90%	1,50%
OUTREMER TEL	28-juil-11	3,09%	6,38%	2,00%	12,43%	11,95%	0,50%
SERMA TECHNO	29-juil-11	3,37%	6,80%	2,00%	13,60%	13,60%	1,50%
ORCHESTRA	12-sept-11	3,30%	7,20%	1,50%	12,60%	12,40%	1,50%
CHEMUNEX	12-août-11	3,40%	6,70%	1%	9,42%	9,50%	2%
DELACHAUX	28-sept-11	3,40%	4,50%		8,10%	8,10%	1,50%
		3,40%	4,50%		10,20%	10,20%	1,50%
PROSERVIA	27-sept-11	2,97%	7,04%		10,57%	10,50%	1,75%
ECT Industries	20-sept-11	2,94%	9,33%	2,50%	12,80%	12,08%	1,50%
ALDETA	06-sept-11				nc		
FLIRATS	19-sept-11	2,94%	6,00%	2,50%	11,38%	11,01%	2,00%
BOUYGUES	20-sept-11	2,70%	7,95%		11,92%	9,00%	1,50%
		2,97%	7,04%		11,14%	nc	1,50%
OUTSIDE LIVING INDUSTRIES	04-oct-11	2,80%	8,40%		7,90%	6,30%	1,00%
eFront	20-oct-11	2,75%	7,87%		12,98%	12,98%	1,75%



pour prendre en compte certains aspects mal reflétés dans la prime ainsi calculée ?

Le même échantillon a été de nouveau analysé mais sur un laps de temps beaucoup plus court puisque cela concerne les vingt dernières opérations de l'année 2011. Deux opérations sont ici signalées en jaune – ce n'est pas pour les stigmatiser – pour lesquelles l'évaluateur retient une prime de marché historique de 4,5 %. C'est une constante et une position affirmée de l'évaluateur en question. Je suis en désaccord avec cela, mais peu importe. Il a ses raisons et il les défend de manière très plausible. Et en vert, vous avez les extrêmes de prime relevés à des instants particuliers de l'examen réalisé.

Ce qu'il est intéressant de noter c'est que dans cette période vous avez un relatif consensus sur le taux de base ; un relatif consensus sur les primes de risque marché jusqu'à l'été 2011. Vous voyez en bleu, que beaucoup d'évaluateurs ajoutent une prime spécifique – j'avais envie de dire une prime de risque spécifique, elle est baptisée ainsi – qui est généralement justifiée par la taille de la cible évaluée, ceci est donc parfaitement admissible. Dans sept cas sur dix est présente une prime de taille, ce qui est logique dans des opérations de marché de relatives petites tailles. Par contre dans plusieurs autres cas, des primes spécifiques viennent corriger le caractère très volontariste du plan d'affaires du management. Là, on s'écarte un peu des canons de l'évaluation classique où normalement les risques liés à l'entreprise doivent être pris en compte à travers le plan d'affaires et certainement pas via la prime de risque.

Puis vous avez d'autres cas très isolés qui utilisent des primes liées à l'exposition géographique particulière avec des marchés situés par exemple dans les DOM-TOM ou des positions particulières de challengers qui justifient sans doute d'une prime spécifique. Ce qui est intéressant ici, c'est d'observer deux cas très particuliers dans lequel l'expert dit : « Le WACC, c'est fini, je n'en veux plus. Le WACC ne fonctionne pas, notamment avec l'effet de levier et tout ce qui va avec ». Cet expert n'utilise donc pas le WACC et ne le calcule donc pas mais détermine un coût des capitaux propres directement même s'il y a de la dette, ou une structure de dette potentielle. Par ailleurs, il utilise un coût des capitaux propres sans tenir compte de l'effet de levier.

Cette tendance pourrait probablement s'amplifier si les phénomènes de volatilité, d'instabilité et de perte de repères que nous évoquions tout à l'heure s'accroissent. Probablement que le WACC pourrait être mis en cause dans ses fondements et dans sa structure mêmes.

En conclusion de l'analyse de cet échantillon, vous observez le coût des capitaux propres de ces vingt opérations. Vous voyez dans quelle amplitude ils se situent. Mais il convient de se rappeler que le bêta figure dans le calcul et que dès lors le coût des capitaux propres, est au bout du compte, fort dispersé ce qui est probablement logique.



Olivier Peronnet

Commissaire aux comptes

### Olivier Peronnet

Bonjour à tous.

Dans la suite de ce qui vient d'être exposé, on va revenir si vous le voulez bien sur la question des *impairment test*. Avant d'enchaîner sur cette question qui a été largement abordée déjà ce matin, je voudrais situer quelques repères qu'il faut avoir en tête pour savoir de quoi on parle en termes d'enjeux à cette fin 2012.

Une étude annuelle de *PricewaterhouseCoopers* analyse des opérations d'acquisition et le suivi en IFRS 3 et IAS 36 de ces acquisitions. Elle constate que les éléments incorporels des sociétés du CAC 40 représentent à l'actif des bilans concernés à fin 2010, 523 milliards d'euros dont 64 % sont des *goodwills*. Les dépréciations qui ont été constatées au cours des exercices 2009 et 2010 ont été respectivement de 4 milliards d'euros en 2009 et de 2 milliards d'euros en 2010, soit un cumul d'un peu plus de 1 % des actifs incorporels à fin 2011.

Quelques autres indications qu'il paraît pertinent d'avoir à l'esprit : les capitalisations boursières, c'est-à-dire le cumul des capitalisations boursières des sociétés du CAC 40 au 31 décembre 2010 représentait à peu près mille milliards d'euros. Et au 31 août 2011, c'est-à-dire après le coup de Trafalgar qui a eu lieu sur les marchés action au mois d'août, ce cumul ne représentait plus que 851 milliards d'euros, c'est-à-dire que 150 milliards de capitalisation boursière se sont envolés à l'occasion de la chute des marchés au mois d'août 2011.

On est, bien sûr, sur des ordres de grandeur en masse, bien sûr chaque situation pour chaque émetteur est différente, mais pour situer encore deux chiffres : les résultats nets des mêmes sociétés du CAC 40 en 2010 ont représenté en cumul 86 milliards d'euros, et les dividendes distribués 36 milliards d'euros. Sans faire là aussi de raccourci ou de démonstration qui seraient par trop journalistiques, par une comparaison trop globale de ces chiffres, on constate à quel point les *goodwills*, et plus largement les éléments incorporels qui figurent à l'actif du bilan et les problématiques de dépréciation sont un enjeu majeur des comptes, notamment au 31/12/2011. Au-delà des comptes, et pour reprendre ce que Jean-Louis Mullenbach nous disait ce matin, les

conséquences portent sur les comptes mais également sur les calculs de covenants bancaires pour les groupes qui peuvent être concernés.

Pour donner quelques autres repères, ce dont il faut se souvenir aussi sur le plan calendaire c'est que la faillite de Lehman Brothers c'était septembre 2008, mais la crise couvait depuis 2007 où il y avait eu la rupture sur un certain nombre de fonds qui contenaient des produits *subprimes* de banques françaises, à savoir, les fonds Oddo et BNP Paribas à l'époque ont été un des premiers indices visibles sur le marché français de la CMSE. Sachant que la crise couvait largement aux États-Unis puisque, si vous vous en souvenez, c'est fin 2007 et dès fin 2007 que les principales recapitalisations boursières des grandes banques américaines ont eu lieu.

Devant cette situation, et pour revenir précisément à la clôture des comptes 2008, l'AMF s'était saisie de ce problème qui avait mobilisé beaucoup d'intervenants puisque les primes de risque dont nous parlons étaient montées à des niveaux qui dépassaient 10 %. Il s'agissait donc de savoir, pour reprendre les termes du Président Haas de ce matin, dans quelles mesures le risque et l'indice de perte de valeur qui pouvaient résulter de cette observation du marché devaient être pris en compte dans les estimations comptables, et comment en tant qu'auditeurs nous devons appréhender cette situation ?

Pour l'AMF, dans sa recommandation sur l'arrêté des comptes 2008, la question était de savoir si l'observation des données de marché était purement et simplement utilisable. L'AMF, indiquait que :

« En période de forte volatilité des primes de risque exigées par le marché, la mise en œuvre de cette démarche est délicate. Il nous semble qu'à l'instar de la recommandation du CNC, de la Commission bancaire, de l'ACAM et de l'AMF citée plus haut, une approche raisonnable et cohérente avec les données historiques dont dispose l'entité peut être mise en œuvre pour corriger certains effets de perturbation des marchés sur la prime de risque. Lorsqu'une telle approche est retenue, il convient de décrire précisément les éléments utilisés pour déterminer le taux d'actualisation et d'expliquer toute modification significative éventuelle par rapport aux arrêtés précédents. »

Donc, fin 2008, les principaux intervenants, dont l'AMF et le CNC, considéraient que le marché n'avait plus toujours raison, et que la volatilité que l'on constatait sur le marché ne devait pas être translatée purement et simplement dans les comptes des sociétés.

Depuis cette première recommandation, la doctrine de l'AMF – mais il y a peut-être un petit point de nuance récent en 2011 sur lequel je reviendrai tout à l'heure – n'a pas fondamentalement changé. La recommandation 2009 affinait simplement cette approche en demandant qu'une information complète soit donnée dans les annexes avec une description des hypothèses, une description de l'approche pour déterminer la valeur

affectée à chaque hypothèse clé, la période sur laquelle la direction a projeté des flux de trésorerie, le taux de croissance, le taux d'actualisation.

En 2010 cette approche a encore été affinée, mais sans changement majeur. Pour 2011, les recommandations de l'AMF sont sorties tout récemment. Il y a un point plus particulier qui a été effectivement évoqué ce matin de façon explicite par Patrick Parent. Un des ajouts, à mon avis, les plus significatifs et qui indique peut-être un changement de doctrine et d'approche concerne le traitement du « taux sans risque » du fait des disparités économiques fortes au sein d'une zone. Les préparateurs d'états financiers sont invités à retenir des hypothèses distinctes pour chaque sous-groupe homogène de cette zone quand, auparavant, des hypothèses communes étaient appliquées.

C'est une interprétation qui m'est personnelle, mais autant en 2008 la logique était de dire : « Immunisons-nous des risques de marché qui sont propres à des dérèglements ou à des phénomènes de marché » ; là on semble plutôt nous dire qu'il faut s'interroger même à l'intérieur d'une zone et tenir compte des disparités constatées quand on sait comment est construite l'information sectorielle par métier ou par zone d'activités ce n'est pas un problème qui est tout à fait négligeable. Il faudrait, par exemple à l'intérieur de l'Europe où cette disparité est particulièrement éloquent, s'interroger sur la distinction qui doit être faite à l'intérieur d'une même UGT qui serait par exemple la zone géographique Europe.

Devant ces recommandations, que peut-on observer ? Effectivement des pratiques sur ces trois derniers exercices puisque l'avantage de faire ce zoom historique depuis 2008 c'est de regarder un peu comment les choses ont été suivies par les émetteurs et leurs auditeurs et d'essayer d'imaginer de mettre cela dans la perspective de la clôture des comptes 2011 qui s'annonce singulièrement sportive.

### À votre réflexion...

Avant de trancher sur le débat prime historique, prime prospective, il convient de se rappeler que cette prime doit être localisée de la même manière que le taux de base, par pays ou par zone et également que les événements de marché peuvent perturber ces calculs de primes.

Le point de faiblesse de la prime de risque historique c'est l'interrogation : est-ce que le passé préjuge du futur ?

La prime prospective présente une très forte volatilité en période de crise.

Le choix entre la prime historique ou la prime de marché prévisionnelle n'est pas un débat théorique.

Deux situations sont à examiner : les opérations d'acquisition et de cession d'une part, et les *impairment test* d'autre part.

En matière d'*impairment test*, en période de crise, l'interrogation est : dans quelles mesures le risque et l'indice de perte de valeur pouvant résulter de l'observation du marché doivent être pris en compte dans les estimations comptables.



Agnès Piniot

Avant de présenter l'échantillon recouvrant le CAC 40, peut-on demander au niveau d'AREVA ou de Spie : comment analysez-vous la position de l'AMF qui a été prise de façon régulière depuis trois ans ? Est-ce que vous avez rencontré des difficultés particulières dans son analyse ou dans son interprétation ?

Jean-Pierre Kaminski

En ce qui nous concerne, effectivement nous nous sommes appuyés sur la recommandation de l'AMF de 2008 pour modifier un peu notre méthodologie de calcul des taux d'actualisation utilisée pour les *impairment tests* en retenant des périodes plus longues pour la prise en compte des taux sans risque et des primes de risque. Et en prenant aussi des périodes plus longues pour la prise en compte des données de sociétés comparables qui constituent nos échantillons pour la détermination notamment des bêtas et des ratios d'endettement. Voilà pour l'essentiel ce que cela a changé. C'est donc un ajustement du mode de calcul des taux d'actualisation qui tend à prendre en compte les mêmes données mais sur des périodes plus longues que celles que nous utilisons auparavant.

Jean-Charles Robin

En ce qui nous concerne, et pour l'instant, on essaye de rester sur des taux qui vont être relativement lissés. On n'a pas véritablement pris en compte toutes ces recommandations qui, nous semble-t-il, créent beaucoup de volatilités au risque de nous amener dans le fond une double difficulté qui est celle d'avoir des *business plans* et des *cash-flows* qui pourraient déjà refléter la prise de risque en elle-même, et d'un taux qui lui-même ajouterait du risque sur le risque du *business plan*. On est donc resté pour l'instant assez traditionnel dans l'approche.

Olivier Peronnet

Je dirai dans la continuité de ce qui vient d'être dit par nos témoins, et en citant toujours l'étude PWC que j'évoquais tout à l'heure, le taux d'actualisation moyen après impôts observé en 2010 se situe dans une zone de consensus qui est entre 8 et 10 %, et avec des disparités sur lesquelles je vais avoir l'occasion de revenir. En zoomant d'un peu plus près sur vingt-quatre de ces émetteurs du CAC 40, en prenant les informations qui sont les plus facilement comparables, complètes d'un exercice à l'autre sur trois années sur cet échantillon, un certain nombre d'observations s'imposent sans commenter ligne à ligne ce tableau, ce qui serait fastidieux.

Nombre de ligne	Société	Activité/Zone géographique	Taux d'actualisation			Variations		
			2008	2009	2010	2009 vs 2008	2010 vs 2009	2010 vs 2008
1	ACCOR		7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2	AIR LIQUIDE		7,5%	8,2%	7,8%	0,7%	-0,3%	-0,1%
3	ALCATEL LUCENT		11,0%	11,0%	10,0%	0,0%	-1,0%	-1,0%
4	ALSTOM		10,0%	9,0%	9,0%	-1,0%	0,0%	-0,0%
5	ARCELO MITTAL	Flat Carbon Europe	14,1%	13,2%	10,2%	-0,9%	-3,0%	-3,4%
6		Flat Carbon Americas	15,7%	14,2%	14,2%	-1,5%	-1,0%	-1,0%
7		Long Carbon Europe	15,4%	14,3%	11,3%	-1,1%	-3,0%	-3,0%
8		Long Carbon Americas	17,5%	16,2%	15,2%	-1,3%	-1,0%	-1,0%
9		Tubular Products	14,0%	10,2%	14,4%	0,0%	-3,8%	4,4%
10		Acids	15,0%	17,0%	14,4%	2,0%	-2,6%	-1,1%
11	ARX	NE	10,0%	9,5%	9,5%	0,0%	-0,5%	0,0%
12	CARPENTIER	Amérique du Nord	10,0%	9,2%	9,2%	-0,8%	-0,8%	-0,8%
13		LE	7,0%	10,1%	9,2%	3,1%	-0,9%	0,0%
14	CREDIT AGRICOLE	Autres unités géographiques de trésorerie	10,0%	10,3%	9,0%	0,3%	-1,3%	-1,0%
15		Manque de financement et d'investissement	12,0%	12,0%	12,0%	0,0%	0,0%	0,0%
16		Autres unités financières	7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
17	DANONE	Nutrition Infantile/Sc. Nutr.	8,4%	8,2%	8,1%	-0,2%	-0,1%	-0,2%
18		Nutrition Infantile/Sc. Nutr. du monde	8,0%	8,0%	8,2%	0,0%	0,2%	0,2%
19		Nutrition métabolique	7,2%	7,2%	7,2%	0,0%	0,0%	0,0%
20	FALCK	Airbus Commercial	14,0%	12,0%	11,2%	-2,0%	-0,8%	-0,8%
21		Airbus Military	11,2%	10,2%	9,1%	-1,0%	-1,1%	-2,7%
22		Finances	11,2%	11,2%	9,1%	0,0%	-2,1%	-2,7%
23	ESSILOR	Autres divisions	11,2%	8,2%	9,0%	-3,0%	-0,8%	-0,8%
24		Tout le groupe	0,0%	0,0%	7,0%	0,0%	7,0%	7,0%
25	L'ORÉAL	Global	7,0%	7,0%	9,0%	0,0%	2,0%	2,0%
26	LA FARGE	Global	7,0%	7,0%	6,0%	0,0%	-1,0%	-1,0%
27	LVMH		7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
28		MICHELIN	11,0%	11,0%	11,0%	0,0%	0,0%	0,0%
29	PERSOENLIJKE	France	7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
30		Europe	7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
31		Amérique	7,0%	7,0%	7,0%	0,0%	0,0%	0,0%
32	PFDOSCT	Asie/Reste du monde	6,7%	6,2%	5,1%	-0,5%	-1,1%	-1,4%
33		France	8,2%	8,0%	8,0%	-0,2%	0,0%	0,0%
34	RENAULT	Branches automobiles	8,3%	8,2%	8,2%	0,0%	0,0%	0,0%
35		Finances	8,0%	8,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%
36	PUBLICIS GROUPE		14,0%	14,0%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%
37		Pharmacie	10,0%	9,0%	11,0%	-1,0%	2,0%	1,0%
38	SANOFI	Autres	14,0%	14,0%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%
39		Pharmacie	8,0%	8,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%
40	TOTAL		8,0%	8,0%	8,0%	0,0%	0,0%	0,0%
41	VALLOUREC		9,0%	7,0%	8,5%	-2,0%	1,5%	-0,5%
42	VDOLIA	France	6,0%	6,0%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Moyenne						-0,15%	-0,70%	-0,55%

Mais ce qui est intéressant c'est effectivement de voir qu'on a cette zone de consensus constatée autour d'activités homogènes sur des UGT qui seraient par exemple des zones géographiques Europe ou monde Occidental, pour faire simple. Puis là où on a des zones de très fortes disparités, et elles existent, on est effectivement dans des zones géographiques beaucoup plus complexes avec des méthodologies d'approche, des primes de risque associées à ces zones géographiques assez différentes.

Mais ce que je voulais surtout vous montrer au travers de ce tableau, c'est qu'on a bien pour la plupart des émetteurs qui sont cités ici des approches qui sont par UGT. On n'a donc pas un taux unique, et les cadres qui sont en rouge soulignent simplement pour un certain nombre d'émetteurs le fait qu'il y a eu une stabilité totale sur certaines UGT d'un exercice à l'autre en dépit des fluctuations qui ont été constatées en 2008, 2009 et 2010. Rappelons que le « coup de Trafalgar » précédemment évoqué avait eu lieu à fin 2008.

Je dirais donc que les exercices 2009 et 2010 n'étaient pas un long fleuve tranquille, mais la crise est une donnée d'entrée pour ces deux exercices puisqu'elle avait eu lieu en 2008. Dans les pratiques des émetteurs, ce que l'on constate ce sont :

- des pratiques différenciées par UGT qui répondent assez bien à ce que demande effectivement l'AMF.
- Et également par rapport à ce qui vient d'être dit par nos deux grands témoins, un phénomène de stabilité puisqu'on a encadré en rouge ceux qui n'avaient pas varié du tout, et sur certaines UGT, cinq émetteurs sont concernés.
- L'évolution globale sur cet échantillon exploitable donne des variations :
  - de 2009 *versus* 2008 de moins 0,15 % ; c'est global, alors il y a des plus et des moins.
  - De moins 0,70 % de 2010 *versus* 2009, et globalement sur la période, un phénomène de baisse de 0,86 %.
  - C'est de là que nous partons pour arrêter les comptes de 2011.

Par rapport au deuxième volet de la recommandation de l'AMF qui est effectivement d'avoir des taux historiques et donc de ne pas translater la volatilité constatée sur le marché sur les comptes des sociétés, il semble que les pratiques des sociétés du CAC 40 aient bien été dans l'épure de cette recommandation. C'est ce qui est confirmé par nos deux émetteurs témoins sur leurs propres pratiques. Sur l'information financière par contre, mais j'y passerai assez peu de temps parce que ce n'est pas l'essentiel de notre présentation de cet après-midi, il y a effectivement une très grande difficulté à interpréter les données des émetteurs puisqu'ils ne donnent pas le calcul détaillé du taux d'actualisation dans ses différentes composantes qu'Agnès vous a présentées tout à l'heure. Quelle est la part exacte de prime de risque et quelle est la nature et l'analyse de cette prime

de risque ? On a plutôt des informations d'ordre qualitatif par les émetteurs commentant leurs pratiques et peu de données chiffrées détaillées.

L'autre élément à considérer c'est que les analyses de sensibilité sur le taux d'actualisation sont pratiquées par 28 sociétés à fin 2010, la croissance à l'infini par 21 sociétés, la marge opérationnelle par 8 sociétés seulement. Concernant les autres paramètres qui sont les coefficients d'exploitation, le taux de croissance sur l'horizon de prévision, le taux de change ou des données intrinsèques, seules cinq sociétés indiquent le point mort de leurs analyses.

### À votre réflexion...

Ce que la crise a changé dans la méthodologie de calcul du taux d'actualisation utilisé pour réaliser les *impairment test* c'est l'utilisation de périodes plus longues pour la détermination des taux sans risque et des primes de risque.

Une autre solution consiste à utiliser des taux lissés pour éviter trop de volatilité.

Concernant les taux utilisés sur les trois dernières années, on observe un consensus pour des activités homogènes dans des UGT situées des zones géographiques Europe ou monde Occidental. À l'inverse, sur les autres zones géographiques plus complexes de fortes disparités sont observées.

## Agnès Piniot

Messieurs Robin et Kaminski, que pensez-vous de l'absence de mouvement sur les taux ou de modification relativement faible des taux depuis trois ans ? Quel est le niveau de détail que vous communiquez dans l'annexe ?

## Jean-Charles Robin

En ce qui concerne le fait que les taux soient relativement stables, je crois que c'est ce que j'ai essayé d'exprimer auparavant. C'est que nous intégrons déjà des variations dans nos *business plans*. Nous sommes dans un monde qui bouge beaucoup et je pense qu'on aurait tort de faire des *business plans* trop optimistes ou trop Nord-est comme on aurait tendance à les démonter. On intègre déjà de nombreux facteurs de risques. On aura donc tendance à moins jouer sur les taux d'actualisation que sur ces éléments factuels du *business* que nous connaissons mieux que la volatilité du taux.

Je ne suis pas surpris par ce que vous présentez ici. Maintenant on va publier peu d'informations. J'ai vérifié ce matin avant de venir, c'est vrai que dans nos annexes on publie peu d'information, mais comment arrive-t-on à cette étape-là ? J'ai vu que nous étions extrêmement



taquinés par nos commissaires aux comptes mais je ne dirai rien parce qu'il doit y en avoir quelques-uns dans la salle. On fait effectivement des tableaux extrêmement détaillés où on reprend bien chacun des éléments. On est challengé sur chacun de ces éléments, mais il est vrai que l'équipe consolidation chez nous que j'intervie-wais ce matin me dit : « Non, on nous ne demande pas encore vraiment d'expliquer tout cela dans les annexes » ; ont-ils bien lu les règles ? Je ne sais pas. En tout cas il n'y a pas eu pour l'instant de vraie pression pour publier chacun des éléments mais pour ceux qui les veulent, ils sont là sur la table, je pourrais vous les remettre tout à l'heure. On fait donc bien tous ces calculs, mais on n'a pas encore passé l'étape de tout montrer.

### Agnès Piniot

Peut-être en 2011. Monsieur Kaminski ?

### Jean-Pierre Kaminski

Pour ce qui nous concerne, nous calculons cinq taux d'actualisation pour nos cinq secteurs opérationnels. C'est vrai que sur les trois dernières années les évolutions sont assez faibles ; j'inclus les taux déjà calculés pour l'année 2011 qui n'est pas encore publiée bien sûr. Nous ne sommes pas parvenus à une stabilité complète des taux d'actualisation mais nous avons, selon les secteurs, des évolutions qui n'excèdent pas, je crois, au maximum 0,75 % ; sachant en plus que les évolutions que l'on constate proviennent surtout des données des entreprises comparables. D'ailleurs c'est un point dont on parle peu que je souhaiterais évoquer et qui est dans les calculs de taux d'actualisation, l'importance du choix et de la stabilité du panel de comparables, parce qu'en fait autant le taux sans risque et la prime de risque marché sont des données dont on peut discuter mais qui sont exogènes, autant le bêta qui s'applique aux primes de marché et le taux d'endettement, etc., les autres données, sont les données qui découlent du panel d'entreprises comparables. Il est donc également important de faire un choix judicieux, et surtout stable dans le temps de ce panel de comparables.

Pour ce qui concerne les données publiées, je pense que comme beaucoup d'entreprises nous publions essentiellement des informations sur le taux d'actualisation et sur la sensibilité du résultat des *tests d'impairment* à une variation du taux d'actualisation. Mais néanmoins, avec une certaine pression amicale de nos commissaires aux comptes, nous publions également la sensibilité du résultat des *tests d'impairment*, tout au moins pour les UGT qui sont les plus sensibles ou dont les résultats sont un peu les plus délicats à d'autres données, notamment au prix de vente unitaire.

### À votre réflexion...

Un des éléments d'explication de la relative stabilité des taux d'actualisation utilisés au cours des trois dernières années est le fait que les risques sont intégrés dans les business plans.

Cette stabilité peut également avoir pour origine l'utilisation d'un panel d'entreprises constant.

### Olivier Salustro

Monsieur Kaminski, je crois que la transition va être faite et votre souhait immédiatement exaucé par Agnès puisqu'elle va nous parler du bêta.

### Agnès Piniot

Nous venons donc d'évoquer les deux premiers paramètres constituant le WACC : le taux sans risque et la prime de risque du marché prospective ou historique.

L'autre paramètre du WACC qui prend en compte le risque est le bêta.

Qu'est-ce que le bêta ? Il mesure le risque relatif du secteur ou de la société évaluée par rapport au marché actions dans sa globalité. Comment s'obtient-il ? Il s'obtient par une comparaison de la rentabilité de ce titre par rapport à la rentabilité globale de l'ensemble du marché actions. Quel bêta retenir ? Quand vous valorisez une société cotée, le bêta de l'actif évalué est connu puisque vous pouvez le déterminer. En effet, vous connaissez son cours de bourse et sa rentabilité. Lorsque vous évaluez des entités qui ne sont pas cotées, il convient de déterminer un bêta sectoriel. Le bêta sectoriel est déterminé à l'aide d'un échantillon de sociétés cotées proches de l'actif évalué.

Le bêta d'une entreprise est impacté par sa structure d'endettement. Aussi, les évaluateurs désendettent le bêta en le corrigeant de la structure d'endettement de chacune des sociétés de l'échantillon. Ensuite, ils le réendettent en fonction de la structure d'endettement de l'entité évaluée.

Est-ce que l'on doit ajouter encore d'autres primes de risque spécifiques par rapport aux éléments que nous avons déterminés ?

Des primes spécifiques sont régulièrement ajoutées. L'une des primes la plus couramment observée est la prime d'illiquidité. En effet, lorsque vous évaluez une petite PME non cotée, il convient de tenir compte de l'illiquidité du titre. En effet, une PME non cotée ne peut être cédée sur le marché aussi rapidement qu'un titre coté. Or, comme nous venons de le voir, les paramètres qui concourent à la détermination du WACC, comme le taux de base, la prime de risque marché et le bêta ont été déterminés sur la base d'actifs liquides cotés.

La prime d'illiquidité est souvent observée autour de 2 %, voire 3 %.

Ensuite, vous avez les primes de taille pour les PME. Il faut bien faire attention à ne pas retenir deux fois la même prime. Dès lors, il ne faut pas intégrer la prime de taille dans la prime d'illiquidité si on l'ajoute dans un second temps. Est-ce que l'on doit y inclure d'autres risques : juridique, fiscal et législatif par exemple ? Ces risques doivent normalement être reflétés dans le plan d'affaires prévisionnel. Or, comme vous l'avez observé dans l'échantillon qui a été commenté par Olivier, dans un certain nombre de cas, sur des opérations d'OPA, OPR, l'expert indépendant a considéré que ces risques n'étaient pas pleinement anticipés dans le plan prévisionnel. Les experts ont alors procédé à un ajustement en majorant le WACC d'une prime de risque dite spécifique. Il est vrai qu'il vaut mieux limiter ces corrections pour éviter d'arriver à introduire des paramètres forfaitaires. En effet, il est inutile de découper l'OAT pour retirer 0,002 % ou de travailler sur des échantillons très larges pour déterminer des primes de risque de marché si à la fin de l'évaluation, on ajoute forfaitairement 2 % ou 3 % de prime spécifique.

Quelle prime retenir ? Il n'y a pas de méthode de détermination des primes spécifiques qui soit couramment observée. Sur les primes d'illiquidité ou de taille, des échantillons peuvent être retenus afin de comparer les risques attachés à des sociétés comparables mais qui présentent des divergences, soit de liquidité, soit de taille. Sur les autres primes, à partir du moment où elles sont retenues, elles doivent être dûment justifiées par l'évaluateur dans leur principe et leur quantum.

Chez Areva et Spie, ajoutez-vous, dans le cadre des évaluations auxquelles vous procédez, des primes de risques spécifiques complémentaires en sus de celles déterminées par référence au marché ? Soit pour des sociétés qui seraient des acquisitions de petites tailles, soit dans le cadre d'*impairment tests* ? Peut-être Monsieur Robin en premier ?

## Jean-Charles Robin

On ne le fait pas, on prend le bêta sectoriel puisque nous sommes une société non cotée. Par contre, et notre expérience démontre maintenant que plus la taille de l'entreprise est petite, il est vrai que plus le niveau de risque est important et plus nous devrions corriger le bêta. On ne le fait pas, mais à vous écouter je pense qu'on va innover pour la clôture des comptes.

## Agnès Piniot

Mais pas forfaitaire.

## Jean-Charles Robin

Pas forfaitaire, non.

## Jean-Pierre Kaminski

Pour ce qui nous concerne, oui nous prenons en compte des primes de risque spécifiques pour la valorisation des projets d'investissement, et notamment les primes de risque pays comme j'ai essayé de l'expliquer un peu plus tôt. Ces primes de risque pays sont basées sur une appréciation multicritères essentiellement liée à la stabilité politique, économique, réglementaire dans ce pays, au risque d'expropriation et à ce genre de choses. Et non pour le cas de *impairment tests* puisque nous testons des UGT assez larges, et que nous considérons que l'ensemble des risques moyens d'UGT est déjà reflété dans le bêta.

Nous avons eu des discussions à ce sujet il y a quelques années avec les commissaires aux comptes, notamment pour notre activité minière. Ils nous disaient : « En fait, vous opérez dans des pays sur lesquels spontanément on pourrait penser qu'il y a des risques spécifiques comme le Niger, le Kazakhstan, la République Centrafricaine par exemple ». Notre perception à nous c'est qu'en fait l'ensemble des acteurs miniers, et notamment les sociétés comparables que nous avons retenues dans notre panel de comparables évoluent aussi dans ce type de pays, et donc, dans la mesure où l'ensemble des grands acteurs du secteur minier évoluent dans des pays « à risques », ce risque-là est déjà reflété dans leur bêta. Il est donc déjà dans le bêta du secteur.

## Agnès Piniot

Merci beaucoup.

## Olivier Péronnet

J'ajoute un mot : ce que l'on constate de la pratique des sociétés du CAC 40 sur la clôture c'est qu'effectivement, on a tout type de pratiques. On a effectivement un taux de base qui est calculé en intégrant une prime de risque générique dite du groupe qui est en fonction de ses données de financement essentiellement. Puis on a des primes de risque spécifiques qui sont attachées soit à un risque pays sur telle filiale, mais la construction se fait par une incrémentation à partir d'un taux de base de prime de risque spécifique. À l'inverse, on a des pratiques qui consistent à dire : « A un marché est associé un risque », donc on reconstruit un taux pour chaque marché en fonction des données de marché qui peuvent exister. Je dirai donc que du point de vue de la méthode, il n'y en a pas une meilleure que l'autre. Ce que l'on constate c'est qu'effectivement les émetteurs essaient de coller à la réalité la plus pratique et pragmatique à mesurer dans chacune de leur situation.

### À votre réflexion...

Le bêta mesure le risque relatif du secteur ou de la société évaluée par rapport au marché actions dans sa globalité. Il s'obtient par une comparaison de la rentabilité de ce titre par rapport à la rentabilité globale de l'ensemble du marché actions. Pour les entités non cotées, il convient de déterminer un bêta sectoriel à l'aide d'un échantillon de sociétés cotées.

Des primes de risques spécifiques sont souvent ajoutées : prime d'illiquidité, prime de taille pour les PME, des primes de risques pays...

### Agnès Piniot

Nous arrivons au moment de conclure cette table ronde qui a traité du dénominateur utilisé dans la formule d'évaluation par actualisation de flux prévisionnels de trésorerie.

En résumé, le WACC repose sur un certain nombre de paramètres. Il y a ceux qui sont directement corrélés au marché, comme le taux jugé sans risque et la prime de risque du marché. Ensuite, ceux qui appartiennent à l'actif évalué, comme le bêta indirectement, mais également les primes d'illiquidité ou de taille si nécessaire. Ces paramètres influent les résultats de l'évaluation. Ils doivent donc être déterminés avec une grande rigueur, surtout lorsque les marchés sont mouvementés.

### Olivier Salustro

Je voudrais souligner en guise de conclusion et après ce que vient de dire Agnès, qu'en matière d'évaluation il n'y a pas de technique infaillible, il n'y a pas de normes comme en comptabilité, et que donc au moins deux choses sont importantes : premièrement l'évaluation repose sur un certain nombre de conventions et ce ne sont que des conventions. Il faut donc les expliciter de manière très claire pour que les choses soient lisibles, et secundo il faut absolument pallier l'absence de normes et le caractère un peu disparate des techniques d'évaluation par la conviction du professionnel qui mène cette évaluation. Je crois qu'il est important de comprendre que l'évaluateur s'engage très fortement sur toutes les idées qu'il défend, notamment dans les choix du taux et dans le choix du calcul du WACC qui n'est pas quelque chose de neutre.

### Olivier Péronnet

On s'est beaucoup interrogé ensemble sur le fait de vous parler des expertises indépendantes et de vous parler des *impairments* en parallèle. On se posait la question de

savoir si à un moment il y avait une belle démonstration qui permettait une sorte de rebouclage à l'image de celui qui était évoqué ce matin. En fait, la réponse est, comme vous l'imaginez tous, non, car bien évidemment, tout est question de circonstances propres à chaque contexte ; pour l'illustrer, je placerai le propos sur différents registres. Pour un grand investisseur comme Warren Buffett, le fait que les primes de risque atteignent 10 % c'est une opportunité formidable qu'il résume par la formule : « Ne pas investir quand les primes de risque sont à 10 %, c'est comme garder l'amour pour ses vieux jours » ; je vous laisse apprécier l'humour et une forme de cynisme qui est propre au personnage.

De façon un peu plus terre à terre sur les travaux, sur effectivement les contextes d'expertises indépendantes et d'OPR-RO en particulier, dans une OPR-RO il y a un enjeu qui est effectivement pour l'actionnaire minoritaire qui va être exproprié. Il est évident que cet élément propre à cette situation poussera les experts indépendants à apprécier la notion de risque, pas exclusivement en fonction de données spots qui donnent une valeur ridicule aux actionnaires minoritaires, mais plutôt sur des primes appréciées de façon un peu plus raisonnable de sorte qu'effectivement l'opération reste dans l'épure de ce qui s'appelle l'équité.

Cela veut bien dire dans ces deux exemples que le marché n'a pas forcément raison à tout instant. Il y a un troisième commentaire qu'on doit faire suite aux observations que nous avons faites sur les trois années d'*impairment* qu'on vous a présentées. C'est qu'à l'époque, ce qu'on ne savait pas, et aujourd'hui on est toujours ignorant du futur, c'est ce que seraient les résultats qui seraient délivrés par les entités qui étaient confrontées à des problèmes d'*impairment* à fin 2008, d'où le pragmatisme mis en place et évoqué par l'AMF dans ses recommandations de l'époque.

Ce qui est un fait avéré, c'est qu'à fin 2008 le CAC 40 était à 3 200 points ; à fin 2009 il était à 3 900 points, et à fin 2010 il était autour des mêmes zones de 3 800 points. Aujourd'hui il est à 3 000 points, et entre deux, ce qui est intéressant c'est de voir que les résultats qui ont été délivrés par les émetteurs étaient de bons résultats. Mais c'est peut-être parce qu'ils n'ont pas suffisamment déprécié leur incorporels mais ils n'avaient pas, depuis fin 2008, d'indice de perte de valeur émanant du marché puisque la situation s'est plutôt améliorée.

Cela me permet de faire la transition avec la table ronde suivante qui va traiter de la prise en compte des risques dans les flux du *business plan*. Cela devient effectivement un enjeu majeur et qui reboucle bien sur cette idée du jugement professionnel qu'évoquait Monsieur Haas ce matin, et qui est l'intérêt de notre métier à tous.

Je vous remercie.

## Agnès Piniot

Si vous me permettez, nous allons permettre à nos invités de conclure également. Monsieur Robin, Monsieur Kaminski ?

## Jean-Charles Robin

Quand j'ai vu que le thème de cette table ronde était aussi technique, j'ai beaucoup révisé avant de venir vous voir parce que finalement entre le bêta, les primes, etc., c'est très compliqué. Mais je voulais terminer en faisant un petit clin d'œil à Monsieur Kaminski parce que depuis quelques semaines je travaille sur une opération possible de croissance externe, j'ai un magnifique banquier conseil qui m'a envoyé un très beau tableau ce matin avec la sensibilité de la valeur des *cash-flows* futurs, au WACC. En l'écoutant tout à l'heure, je revisualisais cette page et il est vrai que la colonne centrale est callée sur 9 %.

## Agnès Piniot

Monsieur Kaminski ?

## Jean-Pierre Kaminski

Je ne sais pas si c'est une conclusion, mais il y a un point, je pense, qu'il ne faut jamais perdre de vue quand on évoque les *impairment tests*, c'est à quoi servent-ils ? Je pense que c'est important de garder à l'esprit que les *impairment tests* ont un objet spécifique qui est d'être un élément d'appréciation permettant une prise de décision. Est-ce que l'on va ou pas déprécier les actifs ? Je pense qu'il ne faut pas les prendre pour autre chose que cela, et surtout pas comme un exercice d'évaluation. Ce n'est pas un exercice d'évaluation des UGT qui sont testées, ce n'est pas un exercice d'évaluation bien qu'il utilise des techniques d'évaluation et de valorisation.

Mais c'est un exercice qui est fortement encadré par la norme IAS 36 qui vous empêche par exemple de prendre

en compte les investissements de croissance, les plans de restructuration s'ils ne répondent pas à certains critères. On a donc un exercice sous contrainte, et je pense qu'il est important de bien se souvenir du cadre dans lequel se situe cet exercice pour ne pas tirer de conclusion inexacte de ses résultats. Et c'est aussi en ce sens qu'on teste des actifs à long terme dans le but de prendre une décision, de déterminer que l'on va ou pas déprécier des actifs sachant qu'en matière de *goodwill* les dépréciations sont irréversibles, comme on l'a rappelé ce matin. Je pense que ce sont des données qu'il faut toujours bien garder en tête au moment de préparer cet exercice d'*impairment test* pour les émetteurs et de le contrôler pour les commissaires aux comptes.

## Agnès Piniot

Merci infiniment.

### À votre réflexion...

Le WACC repose sur un certain nombre de paramètres : ceux qui sont directement corrélés au marché, comme le taux jugé sans risque et la prime de risque du marché, ceux qui appartiennent à l'actif évalué, comme le bêta indirectement, mais également les primes d'illiquidité ou de taille si nécessaire. Ces paramètres influent les résultats de l'évaluation. Ils doivent donc être déterminés avec une grande rigueur, surtout lorsque les marchés sont mouvementés.

Le marché n'a pas forcément raison à tout instant.

Les *impairment tests* ont un objet spécifique qui est d'être un élément d'appréciation permettant une prise de décision : déprécier ou non des actifs. C'est un exercice fortement encadré par la norme IAS 36 qui empêche par exemple de prendre en compte les investissements de croissance, les plans de restructuration s'ils ne répondent pas à certains critères. Il s'agit donc un exercice sous contrainte.



# Thème n° 2 : Prise en compte du risque dans le plan d'affaires et la démarche de l'évaluateur



## Participaient au débat :

- Eddy Bloy, Ancien Professeur de l'université de Lyon, Consultant
- Jean-François Pansard, Commissaire aux comptes

## Animateur :

Christophe Velut, Commissaire aux comptes.



Vincent Baillot

Ancien président de la CNCC, commissaire aux comptes

## Vincent Baillot

Nous enchaînons avec le focus technique suivant. On a parlé de taux tout à l'heure, on ne pensait pas aujourd'hui avoir quelques miracles mais on a eu le miracle du 9 % à inscrire dans un coin de notre tête. Mais il faut appliquer ce taux à quelque chose et notre ami Christophe Velut va nous présenter ses invités et nous expliquer ce qu'il peut nous dire sur le challenge des *business plans* et sur les résultats de l'enquête qui a été menée.



Christophe Velut

Commissaire aux comptes

## Christophe Velut

Bonjour à tous. Je suis très heureux d'accueillir à ma droite Eddy Bloy. Eddy Bloy a la double casquette d'une part évaluateur et expert judiciaire et d'autre part universitaire. Eddy Bloy a l'avantage de ne pas être contaminé par les règles comptables et notamment les IFRS. Et à ma gauche, je suis très heureux d'accueillir Jean-François Pansard qui lui a la double étiquette de commissaire aux comptes et d'évaluateur.

Moi-même je suis évaluateur, commissaire aux comptes et Président de l'association A3E qui est une association d'experts en évaluation d'entreprises située à Lyon et dont Eddy est Vice-président.

Lorsqu'on a organisé cet atelier, nous sommes partis de trois constats : **le premier** c'est que les commissaires aux comptes dans leur appréciation sur la valeur sont de plus en plus confrontés à la difficulté, d'avoir accès aux données financières et aux données opérationnelles et stratégiques. Cela veut dire qu'une grande partie de la discussion est concentrée sur les paramètres actuariels. C'est un constat qui se vérifie très souvent. En fait dans l'analyse de la valeur, le curseur s'est souvent déplacé en faveur de l'analyse des paramètres actuariels, alors que dans les DCF il y a « actualisation » mais il y a également « flux ». Sur un tableau de synthèse des DCF qui comprend souvent une cinquantaine de données chiffrées, les deux paramètres d'actualisation que sont le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini ne sont que deux chiffres sur une cinquantaine.

**Le deuxième constat** est lié au fait qu'on a souvent l'illusion qu'un bon taux d'actualisation donne une bonne valeur. Je crois qu'au cours de la réunion il y a toute une série d'exemples très intéressants qui ont été donnés. Premier exemple c'est qu'il y a un socle qu'on pensait « infissurable » qui s'est fissuré : c'est le taux de risque.

On s'interroge désormais sur l'existence d'un véritable taux sans risque dans certains pays ?

Le troisième élément de difficulté très fort dans les analyses sur les valeurs est lié à la volatilité du taux. Jusqu'à présent on avait des incertitudes sur les prévisions, maintenant on a également des incertitudes fortes sur le calcul du WACC. Il est vrai que comme indiqué ce matin, il est assez difficile pour un dirigeant d'entreprise qui doit faire des tests de dépréciation d'attendre le 31 décembre pour connaître la recommandation qui permettra de donner la bonne pratique en termes de taux d'actualisation, sachant que, encore une fois, la plupart des tests de dépréciation se font par rapport à des approches de valeur d'utilité et pas par rapport à des approches de valeurs de marché.

Pour ma part, je détermine des flux par rapport à un budget prévisionnel qui est arrêté par la direction qui ne va pas changer d'ici le 31 décembre, et probablement pas non plus d'ici le 31 janvier. Or, à la date d'aujourd'hui, les sociétés sont embêtées parce qu'une des composantes importantes n'est pas maîtrisée. Or, quand on est évaluateur et si on a une évaluation à faire avant le 30 novembre, on ne va pas attendre les recommandations pour savoir quel taux retenir ?

Autre exemple très important qui a été évoqué à plusieurs reprises ce matin c'est le problème du *benchmarking*. On s'aperçoit aujourd'hui qu'au-delà des grands principes sur lesquels, on reviendra, certains évaluateurs traduisent le risque non pas dans les flux mais dans les primes de risque. Certains retiennent un taux de croissance à l'infini plus important parce qu'ils ont décidé de retenir un horizon explicite plus court. À ce jour et notamment lorsqu'on fait un *benchmarking* au niveau des primes de risque spécifiques, il faut être très prudent parce qu'il y a un risque d'erreur qui est très significatif et la problématique principale n'est pas tant le taux d'actualisation, ni le taux de croissance à l'infini, c'est la cohérence entre le taux de croissance, la valeur à laquelle on arrive et la valeur terminale. Or, la cohérence ce n'est pas le modèle arithmétique qui va nous la donner, c'est comme on l'a dit à plusieurs reprises : le jugement du professionnel. Et le jugement du professionnel ce n'est pas le modèle d'évaluation qui va lui donner, il va être exercé au travers du diagnostic et de la revue des comptes prévisionnels.

Fort de ces différents constats, le débat va s'orienter au travers de trois points importants : le premier qui va servir de trait d'union entre la table ronde précédente et la nôtre, comment peut-on articuler dans la réflexion sur la valeur, le lien entre l'analyse des paramètres actuels et la revue du business plan ?

Le deuxième point est un point également fondamental : on peut se poser la question suivante ; en étant un peu provocateur : est-ce qu'en l'absence de visibilité cela sert

encore à quelque chose d'établir des prévisions ? Or, je pense qu'il est très important de rappeler un des fondamentaux de l'évaluation, les prévisions dépendent d'une stratégie et ce n'est pas parce qu'on est en période de crise qu'on ne doit pas avoir de stratégie. Au contraire, il est encore plus important de bien identifier les actions prises par le Groupe pour effectivement gérer une situation de risque qui est de plus en plus compliquée.

Le dernier point qui sera abordé au cours de cette table ronde est celui des méthodes. L'association A3E Lyon publie tous les deux ans une étude qui porte sur plus de 300 transmissions d'entreprises qui sont plutôt des PME non cotées. On s'aperçoit que la méthode des DCF, qu'il s'agisse des évaluateurs, des banques d'affaires, des entreprises, est une méthode qui n'est forcément pas très utilisée. La méthode des multiples est de plus en plus utilisée même si cela peut surprendre certains. On revoit apparaître dans certains cas certaines méthodes qui sont des valeurs d'usage, mais qui font un peu plus référence au passé qu'au futur. L'objectif est de comprendre lorsque que la méthode des DCF n'est pas employée, comment les risques sont intégrés dans l'appréciation sur la valeur.

La table ronde va se décliner en deux parties Un certain nombre de grandes idées ont déjà été abordées lors de la table ronde précédente. L'association A3E a fait une analyse sur les sociétés du SBF 120 concentrée sur deux années, 2009 et 2010, pour cerner l'évolution des modalités de réalisation des tests de dépréciation, et pour apprécier s'il y a une évolution importante des principales composantes. C'est un rappel de la composition du SBF 120.

Premier point très important, pas de variations significatives dans le poids des *goodwills* par rapport aux capitaux propres totaux. Les *goodwills* ont représenté pour les sociétés du SBF 120 39 % des capitaux propres totaux contre 41 % en 2009. Ils ont représenté 32 % de la capitalisation boursière en 2010 contre 31 % en 2009.

Deuxième point important qui peut être une surprise pour certains, dans un contexte de crise depuis fin 2007, le poids des dépréciations cumulées. Les dépréciations cumulées de *goodwill* s'élevaient à 30,6 milliards d'euros en 2009 et 30,5 milliards d'euros en 2010. Le point important qu'il faut garder à l'esprit est que 40 % des *goodwills* sont représentés par un seul groupe. Quand on calcule un ratio des *goodwills* restants par rapport au nombre de sociétés, l'impact des dépréciations est faible. Et comme il a été dit ce matin, je pense que le caractère irréversible imposé par les normes internationales est un point qui a un impact, peut-être pas forcément normal, mais en tout cas certain sur certaines analyses.

Le troisième point : l'évolution des dotations aux amortissements des *goodwill*. Les dotations aux amortissements et dépréciations qui ont été évoquées dans la table

2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

ronde étaient plus importantes que celles qui sont évoquées ici, car elles concernaient les dépréciations sur les actifs incorporels, or nous prenons en compte que le *goodwill*. Vous voyez également que l'impact des dotations est très faible : 400 millions d'euros en 2009 et 2,5 milliards en 2010, sachant que dans les 2,5 milliards quatre sociétés représentent 72 % des dépréciations constatées en 2010.

Sur les 119 sociétés référencées lors de notre étude, 19 sociétés ont un ratio dotation nette du *goodwill* sur résultat net consolidé supérieur à 5 %. L'analyse des méthodes utilisées par les sociétés du SBF 120 pour réaliser leurs tests de dépréciation, permet de constater la prédominance absolue de la méthode du *cash-flow* de trésorerie actualisée. Cette méthode est utilisée dans 92 % des cas, soit en tant que méthode seule soit combinée à d'autres méthodes. Quand elle est combinée à d'autres méthodes, cela peut être la méthode des multiples, et l'on observe que dans un certain nombre de secteurs d'activité il y a des méthodes d'usage qui correspondent à des pratiques sectorielles dès lors qu'il y a un nombre de transactions significatif.

Autre point qui confirme ce qui a été dit précédemment, on s'aperçoit que la communication sur les paramètres actuariels, en l'occurrence le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini, est importante. Par contre dans les plaquettes, il y a très peu d'informations sur le détail de calcul du taux d'actualisation et très peu d'informations – encore moins, on le verra tout à l'heure – sur le calcul du taux de croissance à l'infini. Peu de groupes évoquent le principe de calcul d'une prime spécifique, alors qu'on sait qu'un grand nombre de groupes prennent en compte une prime spécifique notamment pour traduire un risque pays. En ce qui concerne les informations données sur le calcul de taux différents par UGT, on s'aperçoit qu'il y a un grand nombre de sociétés qui se contentent d'indiquer le fait qu'elles prennent des hypothèses différentes ou non mais sans donner de détail. Ainsi, 108 groupes en 2010 mentionnent dans leurs annexes leur approche de test de dépréciation des UGT, sachant que sur les 108, 77 indiquent qu'ils ont une approche différente (taux d'actualisation et/ou des taux de croissance à l'infini différents) en fonction des UGT.

Un autre point important qui rejoint également la conclusion de l'étude précédente et qui porte cette fois-ci sur 120 sociétés, est le constat qu'il y a une évolution non significative du taux d'actualisation moyen. Le tableau présente le taux d'actualisation par secteur d'activité : en moyenne on a un taux d'actualisation qui s'élevait à 9 % en 2009 et qui est passé à 8,9 % en 2010. Par secteur d'activité, on observe que les variations ne sont pas significatives ; même dans le secteur des sociétés financières on est passé de 8,9 % à 9,3 % ; donc globalement, des variations peu significatives. Il y a des écarts importants au sein de chacun des secteurs entre le taux mini-

mum et le taux maximum. Ces écarts traduisent généralement un risque pays qui peut être très différent selon les zones géographiques, notamment au niveau des pays émergents.

50 % des sociétés de l'indice ont un taux d'actualisation qui est compris entre 8,9 et 9,5 % ; ce pourcentage n'a pas varié entre 2010 et 2009. Parmi les 97 sociétés qui ont communiqué le montant de leur taux d'actualisation en 2010 et 2009, plus de la moitié des sociétés ont conservé un taux d'actualisation stable, 16 l'ont augmenté, et 28 l'ont diminué. On a retenu comme critère une variation du taux (augmentation/diminution) supérieure à 5 %. Encore une fois, une très forte concentration à la fois globale et au sein des différents secteurs d'activité.

Ce n'est pas une nouveauté, une communication qualitative sur le fait que le principal critère de distinction des UGT est lié à l'activité. Plus de 47 % des sociétés qui ont communiqué sur ce point indiquent que les UGT sont différenciées selon le secteur d'activité, et 26 % des groupes du SBF 120 retiennent comme critère principal la localisation géographique (pays ou zone).

Comme cela a été dit précédemment, il va très peu de communication, autour de la prime de risques spécifiques, et en cas de communication, celle-ci est surtout qualitative : il y a très peu d'informations chiffrées. Sur les 108 sociétés qui utilisaient la méthode des DCF, seules 18 ont communiqué sur l'existence d'une prime spécifique, et 3 seulement indiquent le montant de la prime spécifique retenu. Le peu de données indiquées ne permet pas de faire des moyennes pertinentes. Lorsque la prime de risque spécifique est utilisée, la prime spécifique traduit un risque pays dans 53 % des cas et un risque sectoriel dans 37 % des cas mais ces données doivent être prises avec prudence compte tenu de l'échantillon très limité. Les autres éléments pouvant justifier une prime de risque spécifique qui ont été abordés lors de la table ronde précédente, sont peu évoqués par les groupes dans leurs annexes. Cela ne veut pas dire qu'ils ne sont pas utilisés, mais cela veut dire en tout cas qu'ils sont peu mentionnés, en tout cas pas de manière explicite dans les annexes.

Un autre point important est lié à la durée de l'horizon explicite. La question que l'on pouvait se poser est : dès lors qu'on a de moins en moins de visibilité prévisionnel, est-ce que cela se traduit au niveau du comportement des entreprises par une réduction de leur horizon explicite ? On s'aperçoit que la réponse est « Non » : 93 sociétés sur 108 indiquent l'horizon explicite sur la construction de leur DCF avec une moyenne qui est assez stable par rapport à l'année précédente et qui reste proche de cinq ans, avec un minimum tout secteur d'activité confondu qui est en général de trois ans et un maximum qui peut être très élevé, on va le voir après. Chaque fois que la durée de l'horizon explicite est supérieure,



cela traduit des situations particulières. Par exemple, Pernod Ricard retient un horizon de 19 ans pour certaines de ses activités, sans forcément détailler son approche, Orpea retient un horizon de 20 ans pour son activité de maison retraite, AREVA retient un horizon de 36 ans pour son activité Mines, et Decaux retient un horizon explicite de 20 ans pour son activité affichage.

Un des points qui sera abordé tout à l'heure est la question de valeur terminale : en étant provocateur, on peut se poser la question suivante : dans les cas où la visibilité sur le prévisionnel est très faible, est-il toujours justifié de continuer de prendre en compte une valeur terminale ? Sur les 108 sociétés qui ont mis en place la méthode des DCF, 95 ont indiqué continuer à prendre en compte une valeur terminale, soit plus de 90 %. Les 13 sociétés restantes ne communiquent pas sur ce point, mais cela ne veut pas dire qu'elles ne calculent pas de valeur terminale. Quatre sociétés seulement ont indiqué plafonner leur valeur terminale mais ne communiquent pas sur la construction de ce plafonnement. En tout cas aucune information utilisable n'est fournie sur le mode de calcul de la valeur terminale. Est-ce un flux normatif ?

Le taux de croissance à l'infini moyen utilisé par les sociétés reste stable : 2 % en 2010 contre 1,9 % en 2009. La variation n'est donc pas significative, elle est de l'ordre du trait de crayon, 82 % des 108 sociétés utilisant la méthode des DCF communiquent sur le taux de croissance à l'infini en 2010 contre 75 % en 2009, mais dans la plupart des cas sans donner de détails du calcul. On s'aperçoit encore une fois que la fourchette selon les secteurs d'activité est encore plus restreinte que ce qu'on a pu constater précédemment pour les calculs de taux d'actualisation. Les extrêmes étant liés uniquement à des situations particulières.

50 % des sociétés de l'indice ont un taux de croissance à l'infini qui est compris entre 2 et 2,3 % en 2010, très proches des niveaux observés en 2009. La concentration est encore plus forte que pour le taux d'actualisation. En effet, la grande majorité des sociétés du SBF 120 ont maintenu un taux de croissance à l'infini stable, le poids relatif de ceux qui ont augmenté ou diminué ce taux de croissance est très faible par rapport à ce qu'on avait observé pour le taux d'actualisation.

Pour terminer, un focus sur les tests de sensibilité. On s'aperçoit que le grand gagnant est le couple « taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini », soit des paramètres actuariels. 72 sociétés utilisent, pour réaliser leur test de sensibilité, le taux d'actualisation, soit seul, soit combiné à un autre paramètre qui est, la plupart du temps, le taux de croissance à l'infini. Il y a peu de communication sur la sensibilité des flux à certaines données opérationnelles. La fourchette des tests de sensibilisation est assez homogène entre les sociétés, plus de 50 % des sociétés qui réalisent des tests de sensibilité, utilisent une fourchette comprise entre plus ou

moins 0,5 % et plus ou moins 1,5 %. 47 % des sociétés ne communiquent pas sur la fourchette retenue : elles mentionnent qu'elles réalisent des tests mais sans indiquer les conclusions de leurs tests.

En ce qui concerne le taux de croissance à l'infini, le pourcentage des sociétés qui ne communiquent pas est encore plus élevé : 66 % de sociétés ne communiquent pas sur la fourchette retenue, et 33 % de sociétés qui réalisent des tests portant sur le taux de croissance à l'infini ont des tests qui sont compris entre plus ou moins 0,5 % et plus ou moins 1 %. Les tests de sensibilité réalisés sur d'autres paramètres, portent sur les taux de change, la marge, les volumes de ventes, le poids de la valeur terminale et parfois le niveau de flux de trésorerie et les cours de matières premières.

L'autre donnée intéressante, par rapport à ce qui a été indiqué ce matin, est que l'on peut s'interroger sur le fait que l'incertitude plus importante sur les évolutions stratégiques pourrait conduire certains groupes à réaliser plusieurs scénarios alors que jusqu'à présent la dominante semble être l'approche du « *best estimate* ». En réalité, on s'aperçoit que la communication sur ce point est assez limitée : seules 3 sociétés indiquent réaliser plusieurs scénarios dans leur test de sensibilité, en l'occurrence Alstom, Bouygues et Suez environnement.

Ensuite par rapport au canevas présenté précédemment, essayons d'avoir le point de vue de l'évaluateur. Essayons de prendre un peu de distance par rapport à la réglementation comptable et d'avoir un point de vue sur les bonnes pratiques en matière d'évaluation.

Le premier point qui ferait un trait d'union avec la table ronde précédente est de savoir comment l'évaluateur prend en compte le risque spécifique lié à l'entreprise et non au marché. Peut-on confirmer, comme cela a été dit précédemment, que la prise en compte du risque est faite au niveau des prévisions ou au niveau du WACC ? Est-ce qu'à la date d'aujourd'hui, l'évaluateur s'assure que ce risque n'est pris en compte qu'une seule fois ? Dans un contexte de très forte incertitude sur les prévisions, le risque d'intégrer un même risque plusieurs fois dans une valeur est en effet très important. On a bien compris au travers des explications de la table ronde précédente, qu'il existe un modèle de calcul du taux d'actualisation qui correspond à un usage, c'est la méthode du MEDAF. Par contre à la date d'aujourd'hui, on a un peu plus de difficulté pour savoir quand on doit prendre en compte une prime de risque spécifique, et s'il existe également des modèles de calcul ? Est-ce qu'il existe également une bonne pratique de l'évaluateur ? Ou est-ce que c'est le jugement, « le coup de cœur » ou le côté subjectif de l'évaluateur qui détermine le montant de la prime de risques spécifique ?

Jean-François, pouvez-vous nous apporter un éclairage sur votre pratique ?



## À votre réflexion...

La prise en compte du risque dans le plan d'affaires et la démarche de l'évaluateur suscitent trois constats :

- les commissaires aux comptes dans leur appréciation sur la valeur sont de plus en plus confrontés à la difficulté, d'avoir accès aux données financières et aux données opérationnelles et stratégiques. Ce qui signifie qu'une grande partie de la discussion est concentrée sur les paramètres actuariels ;
- l'illusion qu'un bon taux d'actualisation donne une bonne valeur est bien répandue ;
- la volatilité du taux est un élément de difficulté très fort dans les analyses sur les valeurs. Ainsi, les incertitudes ne portent pas seulement sur les prévisions.

Face à ces constats, différentes interrogations :

- Comment, dans la réflexion sur la valeur, articuler le lien entre l'analyse des paramètres actuariels et la revue du business plan ?
- En l'absence de visibilité à quoi cela sert-il d'établir des prévisions ? Quel est le lien avec la stratégie ?
- Quelles méthodes d'évaluation convient-il d'appliquer ?
- Comment l'évaluateur prend-il en compte le risque spécifique lié à l'entreprise et non au marché ?
- La prise en compte du risque est-elle faite au niveau des prévisions ou au niveau du WACC, et ce risque est-il pris en compte une seule fois ?



Jean-François Pansard

Commissaire aux comptes

## Jean-François Pansard

Schématiquement, il y a deux fonctions de l'évaluation : celle qui est abordée essentiellement ici et qui est : le commissaire aux comptes donne un avis sur les valeurs qui apparaissent à l'actif d'une société. Et il y a l'autre contexte complètement différent dans lequel peut intervenir une évaluation, c'est la transaction. C'est-à-dire qu'on fait des opérations et on décaisse des fonds à la suite d'une approche économique, dans le cadre d'une transaction faite par des opérateurs industriels, de l'achat stratégique ou l'achat financier par des fonds d'investissement.

Mon point de vue et ma pratique professionnelle portent plus sur la deuxième partie, c'est-à-dire comment traite-t-on le risque lorsqu'on fait une acquisition, c'est-à-dire lorsqu'on décaisse des capitaux pour acheter quelque chose ? Pour résumer, et on pourra peut-être élaborer un peu mais certainement pas dans le WACC. On se situe dans ce qu'évoquait Christophe. Le MEDAF est un modèle qui est « usé jusqu'à la corde », on le sait, qui ne tient pas les tests empiriques, on le sait également, qui

continue à être utilisé par défaut, parce qu'on n'a rien d'autre. On enseigne le MEDAF depuis maintenant quarante ou cinquante ans. Il est pratique, il est simple, tout le monde le comprend, c'est son mérite principal. Le MEDAF : on fait une courbe de marché avec un taux sans risque, une prime de risques et on calcule le bêta « facilement ». Il a donc vraiment cette utilité essentielle d'être un outil simple. Le problème est que cet outil ne tient pas les tests, cela veut dire qu'un modèle a plusieurs caractéristiques : il doit être simple à comprendre et à appliquer, mais il doit aussi refléter une réalité ; or le MEDAF ne reflète pas la réalité. Je dirais que les problèmes du WACC sont les problèmes du MEDAF. Le taux sans risque correspond-il à la réalité ? Si on veut comprendre la pathologie d'un modèle, il faut toujours revenir à son historique.

Le MEDAF, nous sommes en 1952 et Markowitz qui a eu le prix Nobel à ce titre, construit un modèle avec la variance et covariance, et il a besoin d'une convention académique qui est de dire qu'il existe des actifs sans risques. Or, dans la réalité économique, même si on prend de très longues périodes, un actif n'est jamais sans risques.

Les obligations d'État, par exemple, portent un risque d'inflation. Personne ne contrôle l'inflation à long terme. Cela signifie qu'aujourd'hui même vous supposez que le risque de défaut n'existe pas. Supposons que le Trésor américain ou le Bund ne portent pas de risques de défaut, ils ont implicitement un risque d'inflation. Et sur une longue période, dire que le risque d'inflation est un taux sans risque est une convention et c'est déjà un premier problème.

Ensuite, la question du bêta. Là on est sur un modèle de portefeuille, ce n'est pas du tout un modèle qui est

adapté à l'achat d'un seul actif. Un modèle de portefeuille, comme son nom l'indique, consiste à regarder ce qu'un actif supplémentaire injecte comme risque supplémentaire dans un portefeuille, c'est-à-dire dans des actifs diversifiés. Là aussi, lorsqu'on évalue une entreprise et que cette entreprise représente une part dominante dans les actifs d'un investisseur, on n'est clairement plus dans la logique du portefeuille. Or, la théorie de Markowitz et de Sharp est une théorie du portefeuille. Il y a déjà là une extension d'un modèle qui était conçu pour gérer des portefeuilles à un modèle de gestion d'actif. Je ne vais pas épiloguer sur les faiblesses du MEDAF, elles ont été analysées à l'infini depuis 25 ans. Je dirai que pour l'instant on n'a pas, il faut le reconnaître, de modèle simple, pratique et à la portée de tout le monde pour remplacer ce genre d'approche.

Pour répondre à la question de Christophe, personnellement, nous travaillons sur la prévision. C'est-à-dire beaucoup plus sur l'analyse d'exploitation que sur le WACC, pourquoi ? Les facteurs d'actualisation sont en réalité des facteurs quasi macroéconomiques. Les facteurs d'exploitation sont des facteurs microéconomiques. Nous considérons que la macroéconomie n'existe pas en tant que science, elle a montré son inaptitude à prévoir. La microéconomie, quand elle est faite de façon méthodique et systématique, est probablement un embryon de science. Cela veut dire qu'il vaut mieux se concentrer sur un travail, et je pense que lorsqu'on évoquait tout à l'heure le travail des firmes qui font de l'investissement, elles font un vrai travail sur les prévisions d'exploitation, la compréhension des modèles économiques et de l'environnement propre au secteur. Avoir une réflexion sur ce que va être la parité euro/dollar à cinq ou dix ans, on peut le faire. Il y a des professionnels qui le font, il y a des universitaires qui le font. Clairement, tenir compte des conclusions des uns ou des autres, appuyer de l'investissement en cash sur ces bases, personne de sensé ne s'y risquerait. Il faudrait vraiment être utopique pour penser qu'on peut appuyer une décision d'investissement sur une hypothèse macroéconomique. Aujourd'hui cela nous paraît totalement irréaliste.

Par contre la prévision sectorielle faite par des personnes qui connaissent le secteur, qui analysent les forces en présence, les avantages compétitifs des firmes, je ne dis pas que c'est simple, je ne dis pas que c'est quelque chose de mathématiquement exacte, mais on arrive à quelque chose qui est beaucoup plus scientifique que le travail sur les taux d'actualisation. On débat avec les commissaires aux comptes qui travaillent beaucoup sur les taux. Les discussions sur les taux sont fondamentales. Le travail sur les flux, personnellement me paraît un travail qui n'est pas plus simple mais qui est de nature différente. C'est-à-dire qu'on est moins dans l'aspect « café du commerce », on est plus dans l'aspect analyse industrielle.

## À votre réflexion...

Deux contextes de l'évaluation doivent être envisagés : celui dans lequel le commissaire aux comptes donne un avis sur les valeurs figurant en comptabilité et celui dans lequel l'évaluation est utilisée dans le cadre d'une transaction.

Un modèle d'évaluation a plusieurs caractéristiques : il doit être simple à comprendre et à appliquer, mais il doit aussi refléter une réalité.

En matière de transactions, penser que l'on peut, aujourd'hui, appuyer une décision d'investissement sur une hypothèse macroéconomique, cela paraît totalement irréaliste voire utopique.

En revanche, appuyer cette décision sur des prévisions sectorielles faites par des personnes connaissant le secteur et ayant analysé les forces en présence, les avantages compétitifs des acteurs, paraît plus pertinent.

## Christophe Velut

Eddy, sur la prime de risque spécifique ?



**Eddy Bloy**

Ancien Professeur de l'université de Lyon, Consultant

## Eddy Bloy

Je suis à peu près d'accord sur tout et sur rien, ce qui va faciliter les choses. Oui, évidemment en tant qu'universitaire je ne vais pas le démentir, le modèle MEDAF est un modèle qui universitairement et sur le plan scientifique ne tient plus la route depuis longtemps. Mais je ne suis pas sûr que ce soit cela la question qui se pose. Effectivement j'ai commencé à étudier le MEDAF, j'étais jeune étudiant, dans le début des années 60. Pendant à peu près 35 ans, à chaque fois que je parlais de cela dans les milieux professionnels, on me disait : « tu es un illuminé, un universitaire, cela ne servira jamais ». L'ennui c'est qu'effectivement entre-temps, il est arrivé d'autres modèles de valorisation des actifs financiers. Il s'agit de tous les modèles d'arbitrage et de leurs dérivés. On sait très bien que le MEDAF n'est qu'un cas particulier sur certaines hypothèses de ces modèles d'arbitrage. Autrement dit, le MEDAF c'est tout simplement ce que le

## 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

modèle de concurrence pure et parfaite est au modèle de la concurrence réelle dans l'ordre de la finance.

Je nuancerai par rapport à ce qu'a dit Jean-François Pansard, cela est mon point d'accord. Mon point de désaccord, c'est de dire que c'est un modèle totalement non robuste, ce n'est pas tout à fait exact. Il y a eu à peu près 10 000 articles sur le MEDAF, beaucoup, des centaines, voire des milliers d'études d'économétries dans le monde entier à la fois sur des marchés émergents et sur des marchés beaucoup plus institués. Tout dépend de la méthodologie économétrique qu'on utilise, et tout dépend du marché sur lequel on fait la vérification du MEDAF et de l'époque concernée. Ce dont on est à peu près sûr, c'est qu'à certaines époques c'est un modèle qui a fonctionné c'est-à-dire que des modèles comme les grands marchés financiers américains, anglais ou français étaient très proches de l'efficience, ce qui est la condition *sine qua non* pour que ce modèle soit valide. Je ferme la parenthèse.

Ce qui m'intéresse dans le MEDAF, c'est que c'est un outil qui est conventionnel. Il faut savoir que dans l'évaluation il y a de la convention, donc il y a quelque part de la norme. Je considère qu'à partir du moment où tout le monde est d'accord pour :

- un, adopter cette norme,
- deux, pour la mettre en pratique à peu près de la même façon,
- et trois, pour convenir de résultats qui se tiennent dans une fourchette pas trop éloignée quand ont fait ces calculs.

Cela me convient. Après, il s'agit de mes remords de chercheur, d'économiste, de financier. Si un jour on parvient à faire émerger un outil plus performant, on verra, comme l'a dit Jean-François Pansard. Actuellement, d'opérationnel et d'utilisable commodément avec les outils techniques, informationnels qui sont à notre disposition, il n'y en a pas. Le problème est donc tranché.

Deuxième point qui est effectivement la réponse à ta question, Christophe, c'est comment va-t-on prendre le risque ? Est-ce que c'est dans les flux ? Est-ce que c'est dans le *business plan* ? Ou est-ce que c'est dans le WACC ? Là je suis beaucoup plus partagé. J'ai un peu une position inverse pour la raison suivante : effectivement Jean-François Pansard a raison de dire que ce n'est pas la peine de se passionner pour faire varier d'un point WACC ou de régler un modèle au plus fin parce que c'est un peu une plaisanterie quand vous faites varier de 0,5 point quand votre gradient de variation c'est 0,5 point pour avoir une fourchette de valeur. Arrêtez, c'est peut-être exigé par l'AMF mais, excusez-moi, cela ne correspond à rien et cela ne sert à rien !

Il faut dire les choses clairement : pour un taux d'actualisation il est ou il n'est pas. Mais quand vous verrez l'impact sur la valeur en le faisant varier de 0,5 point, ce

n'est pas là que sont les vrais problèmes. On parlait lors de la table ronde précédente, de numérateur et de dénominateur. Quand on fait varier deux à trois points un taux de marge opérationnelle alors, là oui, on commence sérieusement à impacter une valeur. Ce que je veux donc dire, c'est qu'il faut faire du préventif en cette matière. C'est-à-dire quand on fait un *business plan*, on doit s'attacher à faire en sorte que la validation de ce *business plan* par l'expert s'appuie sur le plus d'éléments objectifs possibles en sachant qu'on n'aura jamais la vérité révélée.

Mettre du risque dans du *business plan*, oui, bien sûr il y a des modèles qui mettent du risque dans du *business plan*. J'en cite un que j'enseignais à mes étudiants : c'est la méthode de l'équivalent certain. C'est-à-dire qu'on remplace des flux sur lesquels on n'a pas une certitude par soit une espérance mathématique, soit quelque chose de plus compliqué qui tient compte aussi de la dispersion. Soyons clairs, techniquement sur le terrain, on ne sait pas bien faire ces choses-là.

Je dis donc qu'il faut apporter beaucoup de soin au *business plan* dans sa construction, dans sa validation, dans sa vérification, mais ensuite on peut décliner un scénario catastrophe. Je le fais quelquefois c'est-à-dire que je cherche sur quelques variables importantes le *break even point*. S'il suffit de faire varier d'un ou de deux points une variable clé pour que tout s'écroule, je dis que c'est très risqué. Mais ce risque ce n'est pas en déclinant plusieurs scénarios que je vais le prendre en compte mais c'est dans une prime de risque. Une prime de risque pas au sens où on l'a dit tout à l'heure, parce que je ne crois pas du tout à cela. Parce qu'on dit qu'elles ne sont pas forfaitaires, mais elles sont en fait forfaitaires.

### À votre réflexion...

Le modèle MEDAF c'est tout simplement ce que le modèle de concurrence pure et parfaite est au modèle de la concurrence réelle dans l'ordre de la finance.

L'intérêt du modèle MEDAF est qu'il s'agit d'un outil conventionnel. L'évaluation est aussi une affaire de convention portant sur :

- la norme à adopter ;
- les modalités de sa mise en œuvre homogène ;
- l'obtention de résultats situés dans une fourchette raisonnable.

Au-delà du modèle utilisé, comment convient-il de prendre en compte le risque ? Dans les flux ? Dans le *business plan* ? Dans le WACC ?

L'essentiel est d'apporter beaucoup de soin au *business plan* dans sa construction, sa validation, et sa vérification.



## Christophe Velut

Nous avons parlé du taux d'actualisation. Deuxième paramètre pour faire un trait d'union avec l'atelier précédent avant d'aborder de manière plus précise la revue des flux prévisionnels, c'est le taux de croissance à l'infini.

Au cours des ateliers précédents, nous avons vu que dans les paramètres actuariels il y a deux paramètres : le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini. Le taux d'actualisation, nous avons compris que c'est un modèle qui n'était pas efficient mais qui était conventionnel, et même s'il n'est scientifiquement bon il faut l'utiliser parce que c'est le seul à utiliser et que tout le monde utilise par convention. Par contre, il y a un deuxième paramètre sur lequel il y a beaucoup moins de communication, beaucoup moins de littérature, c'est le taux de croissance à l'infini. Un point surprenant qui a été mis en évidence lors de la présentation de l'étude sur le SBF 120, c'est qu'on a des secteurs d'activité avec des profils de développement, des horizons et des visibilitées qui sont extrêmement différents. On se retrouve finalement avec une fourchette de taux de croissance à l'infini qui est très faible. Il est vrai que lorsqu'on évoque ce point avec un certain nombre de sociétés cotées, leur politique est assez claire en disant : « Ne m'embêtez pas avec des modèles qui n'existent pas. Ce que je veux, c'est retenir un taux sur lequel tout le monde sera d'accord – quand on dit tout le monde c'est l'AMF, les commissaires aux comptes et d'autres soit schématiquement une fourchette comprise entre 1 % et 3 %. Ce n'est pas la peine de perdre son temps ». On est ici, encore une fois, dans le domaine du conventionnel dès qu'il n'y a pas de modèles forcément élaborés qui permettent d'arriver à la conclusion.

Je pense qu'à la date d'aujourd'hui, il y a une certaine confusion dans la définition même du taux de croissance à l'infini et que ceux qui font de l'évaluation savent très bien à quoi cela correspond. Eddy, si tu pouvais nous préciser à quoi correspond le taux de croissance à l'infini, parce que ce n'est pas un taux de croissance du chiffre d'affaires, c'est un taux de croissance des flux. La deuxième question qu'on peut poser face à une stabilité du taux de croissance qu'on constate entre 2009 et 2010 c'est : à partir de quand faut-il faire varier un taux de croissance à l'infini au-delà de l'ajustement du flux normatif ?

## Eddy Bloy

Je vais peut-être encore faire de la provocation sur ce sujet. Effectivement Christophe l'a rappelé, contrairement à ce que l'on rencontre encore comme croyance commune, le taux de croissance utilisé à l'infini ce n'est pas le taux de croissance du chiffre d'affaires, c'est le taux de croissance du flux, et dans tout modèle actuariel

de toute façon financier, c'est toujours le taux de croissance d'un bénéfice, d'une capacité d'autofinancement peu importe l'assiette d'évaluation qui est retenue.

C'est important de le préciser pour une raison extrêmement simple, c'est qu'effectivement on peut toujours soutenir qu'à l'infini la structure de coût de l'entreprise se fige, et que de ce fait le taux de marge restant constant la croissance du flux va suivre tout naturellement la croissance du chiffre d'affaires. Mais si on prend la peine d'observer concrètement ce qui se passe dans la réalité, on s'aperçoit qu'il y a de nombreuses entreprises – il ne faut jamais confondre là encore j'y reviendrai microéconomie et macroéconomie – dans lesquelles il y a un découplage quasi-total entre la croissance de leur flux et la croissance de leur chiffre d'affaires. Il y a même des entreprises pour lesquelles c'est carrément l'inverse, notamment quand on est dans le cadre d'une stratégie de recentrage. C'est-à-dire que des entreprises vont se contracter en termes de taille mais vont améliorer leur marge et améliorer leur rentabilité.

J'allais dire qu'il faut être extrêmement attentif et être discriminant quand on applique des taux. Il faut, tout d'abord repérer s'il s'agit d'une entreprise dans laquelle globalement ses résultats se développent avec sa croissance, ou d'une entreprise pour laquelle ce n'est pas du tout vrai. Je peux vous assurer car j'ai une certaine expérience, qu'on voit à peu près tous les cas de figures. Est-ce qu'il existe des modèles de détermination des taux de croissance ? La réponse est oui évidemment. Les financiers ont tout sur leurs étagères. C'est ce qu'on appelle les modèles de croissance financière soutenable. Est-ce que cela représente un intérêt fantastique dans les opérations qui sont les nôtres ? En particulier dans les miennes, je travaille surtout sur du non coté, sur du *private equity*, j'allais dire : « non ». Et honnêtement, je mentirai si je dis que je ne m'en sers jamais, je m'en sers, en *backoffice*, en voix *off*, dans le secret de mon cabinet où je fais des petites vérifications pour voir si j'ai un divorce entre ce que donnerait un modèle de croissance soutenable telle que la finance me l'a enseigné et tel que je l'ai répercuté sur mes étudiants ou si je diverge et pourquoi je diverge ? Et qui a raison ?

La plupart du temps je fais comme tout le monde, je prends un taux de croissance qui me paraît convenable, pertinent. Qu'est-ce que c'est qu'un taux de croissance convenable, pertinent ? Affirmer qu'*a priori* c'est compris entre 1,5 et 2 %. Je ne suis pas d'accord. Je suis un peu plus d'accord maintenant pour des raisons que vous comprenez et qui sont évidentes. Mais prendre 1 % ou 2 % pour taux de croissance, cela correspond à prendre le taux de croissance d'une économie comme l'économie française, le taux de croissance du PIB depuis une dizaine d'années, en lissant un peu la croissance. Est-ce qu'une entreprise doit nécessairement à long terme – je dis bien à long terme – croître comme la croissance de l'économie ?



2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

J'ai fait l'évaluation, il a peu de temps, d'une entreprise informatique non cotée. J'ai recherché les taux de croissance de long terme du secteur informatique sur 18 ans. Je parle de croissance du chiffre d'affaires, ensuite du résultat, le taux est de 6 %. On est loin du compte. Si vous prenez le taux de croissance sur le long terme au niveau français, au niveau européen, etc., c'est de l'ordre de 5 %. Je livre cela à votre réflexion, j'ai plutôt tendance à dire : « Oui effectivement, dans le long terme l'entreprise peut se développer au fil de l'eau, mais au fil de l'eau de son secteur ». Il reste évidemment à investiguer sur ce que sera le fil de l'eau dans le long terme. On sait très bien qu'il y a des gens qui peuvent soutenir des croissances fortes et longues.

J'ajouterai une dernière précision et je passerai la parole à Jean-François Pansard. Il y a toujours une chose qui m'excite énormément c'est que le 2 % qu'on prend généralement dans ces cas, c'est que la croissance du PIB qui est donnée par la comptabilité nationale – et j'ai enseigné la comptabilité nationale pendant des années comme jeune universitaire, il faut savoir que c'est un taux de croissance réel, en volume. Ce qui veut dire que quand vous reprenez un taux de croissance du PIB en réalité le taux de croissance nominal de l'économie française au taux d'inflation actuel est de 4 %. Donc normalement si vous étiez logiques, étant donné que tous vos flux sont en nominal, parce que je n'ai pas encore vu un évaluateur déflater ses flux et que je n'anticipe pas de le voir prochainement, c'est un taux de 4 % que vous auriez dû prendre et non pas un taux de 2 %. Si vous prenez un taux de 2 %, vous prenez un taux de 0 % en volume. C'est une réflexion sur laquelle on reviendra.

## Christophe Velut

Jean-François, troisième question : si la crise se poursuit est-ce qu'on ne va pas arriver bientôt à un taux de croissance à l'infini proche de zéro ? On a vu tout à l'heure dans la présentation de l'étude que certains groupes ont déjà retenus, pour certaines UGT, un taux de croissance à l'infini de 0 %.

## Jean-François Pansard

Je voudrais revenir rapidement sur ce qu'a dit Eddy. Clairement, l'évaluation dans le cadre des IFRS est effectuée dans un cadre de conventions comptables. Ce que j'évoquais tout à l'heure c'était l'évaluation dans le cadre des transactions qui là ne sont pas des conventions puisque dans ce cas on fait des chèques. Encore une fois que dans le cadre des conventions on utilise le MEDAF parce qu'on n'a rien d'autre et que c'est un modèle standard dit de marché, cela me convient. Je ne vais pas inventer un modèle pour remettre en cause une norme comptable. Mais c'est comme le taux de croissance à l'infini, comme le dit Eddy parfaitement, on est en train de parler

de prévisions qui sont en unité monétaire nominale. Donc l'inflation doit être ajoutée à la croissance en volume, et si on prend les quinze dernières années dans les pays européens, on a eu en moyenne deux et deux, c'est-à-dire 4 % de nominal.

Cela veut dire que quand on retient deux c'est un choix, je ne sais pas s'il est macroéconomique ou microéconomique, mais c'est un choix. C'est dire que ce sera la moitié de la croissance nominale de l'économie sur une longue période. Là, je dirais que d'un secteur à l'autre, c'est ce que disait Eddy, il y a des secteurs qui sur trente ans, le transport aérien par exemple, sur lequel personne n'a jamais gagné d'argent. Dans ce secteur, les entreprises fabriquent du *cash-flow* négatif sur une longue période. Quand on évalue une filiale de transport aérien dire qu'on prend un flux qui va évoluer de façon positive, est possible, mais c'est un contresens économique.

Pour répondre à la question de Christophe, est-ce qu'on va aller vers un taux zéro ? Je dirai que cela dépend de l'inflation. Si on a une bonne hypothèse sur l'inflation à dix ans, là je suis preneur d'un économiste, comme disait Truman, les économistes disent toujours que d'un côté il y a cela, de l'autre côté il y a ceci. Truman disait : « Trouvez-moi un économiste qui n'a qu'un bras ». Si on avait une bonne hypothèse sérieuse sur les dix prochaines années, on pourrait dire : « Croissance de l'activité zéro, on prend uniquement l'inflation » Question simple mais pas forcément évidente : quel va être le taux d'inflation des quinze prochaines années ? On est en train de parler des perspectives à long terme pas des cinq ans à venir. On parle de la perspective à quinze ans. Je ne suis pas certain qu'on ait une réponse. On peut retenir ce que l'on veut du moment que c'est une convention. Je dirais que si on explicite bien à tout le monde que ce soit le lecteur d'états financiers, que ce soit les commissaires aux comptes qui donnent une opinion, que ce soit les préparateurs d'états financiers que nous sommes, dans un univers de conventions qui n'ont pas la prétention d'être un reflet fidèle de la réalité économique alors tout va bien.

Si par contre, le lecteur des états financiers croit que c'est quelque chose qui est une perspective économique sur laquelle il peut fonder sa propre décision, si le commissaire aux comptes croit qu'il y a un travail derrière les prévisions à long terme, la période terminale, il faut se souvenir qu'elle représente – si on prend la plupart des cas de figures – 50 à 70 % de la valeur globale d'une entité qu'on évalue. C'est donc un facteur clé. C'est clair que si on change d'un point, deux points à trois points la perspective de croissance, on modifie de façon considérable la valeur. Si on dit que c'est une convention, qu'on a décidé de retenir 2 % et que cela permet de comparer les firmes l'une à l'autre, pourquoi pas ? Cela vaut, à mon sens, aussi bien que de faire une hypothèse totalement folklorique sur le taux d'inflation à quinze ans.

## Christophe Velut

Merci pour aller dans la continuité et de la réflexion....

## Eddy Bloy

Est-ce que vous permettez que j'ajoute juste un point. Il y a un point important pour le taux de croissance à long terme et qui est un élément pratique qu'on peut donner aux personnes qui souffrent de ce problème, c'est le poids relatif qui existe entre le taux d'actualisation et le taux de croissance. Parce que vous imaginez bien que c'est un pur problème mathématique, que plus vous avez des taux d'actualisation puisque votre valeur terminale c'est généralement le dernier flux ou un flux normatif actualisé à un taux qui correspond à la différence entre le taux d'actualisation moins le taux de croissance à l'infini. Si vous prenez un taux d'actualisation de 7 %, vous voyez qu'une variation d'un point du taux de croissance va avoir un impact considérable en termes de multiples.

Si vous êtes sur des taux comme on l'est souvent dans le *private equity* où on est au-delà de 13, 14, 15 %, c'est rare en WACC. Mais en fait, je serai beaucoup moins sensible et j'aurais moins de scrupules sur le taux que je vais prendre. Il faut quand même être bien conscient que dans les sociétés cotées avec des WACC faibles, c'est normal puisque ces sociétés de grandes tailles sont « *Too big to fail* ». Elles ont effectivement moins de risques, elles ont des taux plus faibles. C'est vrai également que pour elles la variation d'un delta très faible, d'un epsilon du taux de croissance a un impact considérable.

## Christophe Velut

Dans la continuité de la réflexion, la quatrième question qui peut se poser avec la crise est : à partir de quand la prise en compte d'une valeur terminale ne se justifie-t-elle plus, notamment dans un contexte de crise durable ? Est-ce qu'il existe d'autres alternatives à la prise en compte d'une valeur terminale ? Notamment est-ce que le fait de retenir un horizon explicite plus important et moins de valeur terminale ou de plafonner la valeur terminale ou d'augmenter la prime de risque au niveau du calcul de la valeur terminale sont des alternatives qui sont acceptables et qui correspondent à des pratiques des évaluateurs ? Jean-François.

## Jean-François Pansard

La réponse à cette question est que dans la pratique les gens le font. C'est-à-dire que quand on a de l'incertitude, on injecte du taux, on allonge les durées d'horizon explicite parce que c'est la seule réponse qu'on ait trouvée jusqu'à présent à ce problème. Est-ce que cela a du sens au plan de la réalité économique ? Je n'en suis pas sûr.

Allonger une durée d'horizon explicite revient à faire l'hypothèse qu'on sait mieux ce qui va se passer dans cinq ans ou six ans que dans dix ou quinze ans. En économie ce n'est pas forcément évident. Allonger les durées fait chuter mécaniquement le poids de la valeur terminale, cela donne un sentiment d'avoir fait un travail plus scientifique. C'est un sentiment, c'est sympathique, mais sur le plan intellectuel ce n'est pas forcément quelque chose de très solide.

Ensuite l'augmentation du taux, on en a parlé. Il est clair que si on met le risque dans le taux, forcément si on actualise à 25 %, tout ce qui est au-delà de cinq, six, sept ans, la valeur terminale perd son importance. Donc mécaniquement on a résolu le problème en disant qu'au-delà je ne sais pas. Le problème, que tout le monde ici connaît bien, c'est qu'en fait au-delà de trois mois ou six mois on ne sait pas dans l'économie actuelle ce qui va se passer. En réalité la période d'incertitude commence demain. Dire donc qu'elle commencera dans six ans, c'est une convention. Encore une fois, si on dit clairement qu'on parle de convention, tout me va très bien. Mais il ne faut pas dire que c'est de l'économie, il faut dire que ce sont des conventions. Si on dit que ce sont des conventions et qu'on en est conscient, si elles sont admises et qu'elles deviennent la norme de présentation des états financiers, c'est très bien. Mais ne disons pas qu'on fait de l'économie quand on fait cela. C'est mon sentiment.

## Christophe Velut

Sachant qu'un des points importants de la discussion c'est de savoir quand va intervenir la sortie de crise ? Et est-ce qu'à la date d'aujourd'hui on a une visibilité sur la possibilité de retrouver des niveaux de cash-flow qui existaient avant la crise et avant 2007 ? C'est donc la raison pour laquelle certaines entreprises ont un peu rallongé l'horizon explicite parce qu'à la date d'aujourd'hui la probabilité effectivement de recouvrer des niveaux de rentabilité à relativement court terme par rapport à ce qui était avant, est plus limitée.

Eddy votre point de vue.

## Eddy Bloy

Sur la première partie ou la deuxième partie de la question ? Je ne sais pas ce à quoi vous voulez que je réponde ? Pour faire dans la continuité je vais reprendre ce que disait Jean-François, de toute façon sur ce point je suis d'accord à 100 % avec lui. Le fait d'allonger l'horizon explicite peut être effectivement une commodité mais cela ne fait que déplacer la valeur. Autrement dit, il y a des modèles d'évaluation, on les connaît, ils sont très anciens où vous avez un modèle de vraie lisibilité, puis un modèle où vous êtes moins lisible sur une

## 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

période de cinq ans donc vous prenez des hypothèses sur l'évolution de taux de marge et vous projetez des résultats estimés grossièrement. Il y en a même avec une troisième période, d'ailleurs ces modèles peuvent se cumuler, où on rejoint un taux de marge qui est censé représenter celui de l'ensemble de la concurrence à un instant « T ».

Cela étant dit, ce ne sont que des scénarios. Je veux dire que si on a déjà des doutes effectivement sur ce qui est le *business plan* sur la période où on a bien exploré l'avenir alors *quid* de ces hypothèses-là. Je suis pour les choses simples. Je dis qu'on a une période de lisibilité, on a un *business plan* à quatre ans, cinq ans, on l'a fait comme il faut avec toutes les diligences voulues. Après, il y a le problème de la valeur terminale. Le problème de la valeur terminale, c'est clair que si on veut minorer son poids, si on a beaucoup d'incertitudes sur elle, la réponse normale c'est effectivement, comme l'a dit Jean-François, d'augmenter le taux d'actualisation.

Il faut quand même savoir une chose, c'est que tous ceux qui ont utilisé des modèles actuariels savent qu'on utilise toujours dans la pratique le même taux à chaque période. Or, en réalité c'est une erreur, c'est simplement une commodité de manipulation. Parce que si vous développez les calculs, supposer d'avoir des taux qui sont identiques à chaque période est une hypothèse extrêmement restrictive sur l'évolution du risque dans le temps. Vous pouvez démontrer, on peut démontrer cela mathématiquement, c'est extrêmement simple à faire, cela suppose que le risque dans le temps – cela peut paraître de bon sens mais cela ne l'est pas forcément – croît en progression géométrique. Ce n'est pas évident du tout.

Dans les secteurs pétrolier et minier, *a priori* c'est même de la logique, le risque dans le temps, dans l'avenir n'évolue pas en progression géométrique. Parce qu'à la limite dans certains cas il y a beaucoup plus d'incertitudes au démarrage d'un projet d'investissement parce que vous ne savez pas toujours ce que vous allez trouver, et au fur et à mesure que les choses se décantent, d'ailleurs je pense qu'ils ont souvent des plans glissants mais il faudra en discuter avec eux, les choses se modifient. Il y a donc moins de risque, donc les taux d'actualisation deviennent plus faibles. On n'est plus du tout dans une hypothèse de taux constant.

Il faut donc savoir que pour les taux d'actualisation, il est tout à fait techniquement admis et même presque souhaitable de distinguer les périodes avec des taux qui incluent éventuellement par période des risques différents ; et notamment pour la période terminale bien entendu. Maintenant il reste à trouver un modèle économiquement justifié de la prime de risque supplémentaire que vous allez mettre et là effectivement c'est un peu plus délicat, c'est le moins qu'on puisse dire. Je rejoins un peu Jean-François, on peut effectivement faire un peu tout et n'importe quoi.

### Christophe Velut

Merci Eddy.

### Eddy Bloy

Est-ce qu'il faut supprimer la valeur terminale ? Je tiens à répondre à cette question. Autant au niveau d'un *goodwill*, ou de la valeur d'un incorporel, on peut pratiquer une rente abrégée de *goodwill*, c'est-à-dire ne pas mettre de valeur terminale à condition de justifier au bout de cinq ans que vous avez une valeur zéro pour cet incorporel, ce qui est compliqué. Mais au niveau d'une entreprise, alors là il faudra qu'on m'explique comment on peut en faire abstraction et dire que vous avez une valeur résiduelle de zéro d'une entreprise au bout de cinq ans. Ou alors il ne faut pas l'évaluer et arrêter tout de suite. Si elle est à zéro au bout de cinq ans je ne vois pas quel est l'investisseur à qui vous allez dire : « Tu achètes une entreprise, elle va te rapporter des flux pendant cinq ans, et au bout de cinq ans elle vaudra zéro ». Là il répond que vous êtes fou.

### Christophe Velut

D'accord, la solution c'est donc plutôt d'intégrer un risque au niveau d'un taux d'actualisation qui dépendrait selon les périodes ?

### Eddy Bloy

Oui.

### Christophe Velut

Merci Eddy. Cinquième question, qu'on a identifiée parce qu'on s'aperçoit qu'effectivement il y a de plus en plus de réflexions sur ce qu'on appelait la prime de risque spécifique. On a donné des exemples : ainsi, elle est censée refléter dans certains cas un effet de taille, dans certains cas un effet de liquidité. Chaque année depuis 2008, on se dit qu'on espère qu'on va sortir de la crise l'année suivante, par contre maintenant on a une visibilité encore moins forte que celle qui existait l'année précédente. La question est donc : est-ce qu'il y a une réflexion au niveau de la pratique des évaluateurs pour introduire, compte tenu de cette incertitude forte sur la sortie de crise, ce qu'on pourrait appeler une prime spécifique de crise ?

Eddy, qu'en penses-tu ?

### Eddy Bloy

Vous allez croire que j'ai été payé pour vous divertir, mais je vous assure que ce n'est pas vrai. Personnellement

dans ma pratique d'évaluateur, je suis un peu gêné pour répondre à cette question parce que je n'utilise pas de prime dans mes modèles. Parce qu'effectivement dans la prime de risque qu'on ajoute au bout du bout dans les rapports qui me sont communiqués, je distingue deux catégories. Il y a les premiers, ceux qui indiquent : « J'ai fait un calcul de coût de capitaux propres, puis cela ne me va pas bien donc je rajoute une prime de risque de trois points parce que c'est évident » surtout en *private equity*, lorsque l'on se contente de prendre un bêta de marché non documenté, la plupart des bêtas de marché se situent entre 0,8 et 1,5. Admettons que vous avez un 0,8, pas de chance, vous appliquez cela à une prime de marché de 6 % soit du 4,8 plus un taux d'OAT de 3,3, 4,8 plus 3,3, vous voyez dans du *private equity* où tous les acteurs sont campés sur des attentes de retour à 15, 20 % cela n'est pas très sérieux. Je retiens donc une prime de risque spécifique. On dit que ce n'est pas forfaitaire, j'en doute.

Une autre démarche plus constructive : « Je retiens une prime de risque de 5 %, mais je retiens 1 % c'est un risque sectoriel ; je retiens plus deux, il y a un client significatif qui risque de partir ». Je dis n'importe quoi, j'invente beaucoup de risques particuliers. C'est déjà un peu plus honnête. Mais ils ne vous expliquent absolument pas comment ils sont passés d'un risque qualitativement identifié, ce qui est déjà bien, à un risque quantitativement analysé ? On sait très bien que dans les grands cabinets, il y a des usines à gaz, c'est-à-dire des matrices d'analyse stratégique avec des cases. En général il y en a cinq, c'est-à-dire peu risqué, assez risqué, risqué, très risqué, hyper-risqué, et puis 25 critères, puis on coche les cases. Puis on essaye d'établir une relation univoque entre la gradation qu'on a faite et une prime de risque. Après, la difficulté c'est ce qu'on appelle les critères d'agrégation. J'ai pratiqué cela dans mon jeune temps lorsque je travaillais pour le Ministère des Transports pour calculer la rentabilité des autoroutes, c'est une histoire d'ingénieurs.

Je ne prends pas ce genre de choses, parce que je ne sais pas faire. Donc de deux choses l'une : ou je suis capable de calculer un bêta total, c'est-à-dire que je ne prends pas des bêtas de marché, j'ai un échantillon de bêtas de marché et je divise cet échantillon de bêtas de marché par la corrélation et les coefficients de corrélation qui sont donnés par les bases de données. En gros, cela revient à multiplier par deux ou trois un bêta. Il faut le savoir. Un bêta total, c'est un bêta qui va prendre en compte à la fois le risque du marché et le risque spécifique de l'entreprise, c'est-à-dire le risque diversifié. Cela me convient, je n'ai pas besoin de prendre de prime de marché.

Si je n'ai pas cette possibilité parce que je n'ai pas de comparables boursiers, je me réfère au marché gris des capital-risqueurs. C'est-à-dire, que je considère qu'il

existe en France des gens dont c'est le métier d'investir dans des sociétés non cotées et que c'est souvent dans ces sociétés que l'on est confrontés à ce type de problème. L'AFIC publie chaque année sur son site, je vous invite à y aller, un état des performances des fonds. Vous avez les TRI depuis l'origine, les TRI dix ans, les TRI cinq ans. Je considère que c'est une référence comme une autre. Pourquoi perdrai-je du temps à faire des calculs d'apothicaire avec des données que je ne possède pas, alors que là j'ai une référence. Il faut moyenner sur plusieurs années, cela va de soi.

Il demeure un léger problème dans cette méthode. Dans une période très perturbée comme celle que nous connaissons, que voit-on ? On observe que les TRI des adhérents de l'AFIC baissent. C'est logique, la rentabilité d'un capital-risqueur provient des plus-values. Quand les choses vont mal, un capital-risqueur réalise moins de plus-value. Donc le TRI baisse. Alors qu'en réalité les risques ont augmenté. Il faudrait être capable de redresser cette baisse, ce qui reviendrait à faire des calculs d'apothicaire, et s'interroger : quel était le TRI *ex-ante* au moment de l'investissement ? Personne ne le fait.

Je procède à des moyennes en considérant que c'est mieux que rien et, je trouve cela, en tout état de cause, moins échevelé que d'utiliser des bêtas qui ne seraient pas adaptés à mon cas de figure.

## Christophe Velut

Merci. Jean-François : bêta total, prime de risque ?

## Jean-François Pansard

Premièrement sur du non coté, il convient d'utiliser le bêta total et certainement pas le bêta de marché. C'est un peu choquant de voir, dans des opérations d'opinion sur la valeur, appliquer des bêtas de marché, comme le dit Eddy, on arrive à des choses curieuses où dans des entreprises dont la capitalisation est minuscule, on utilise les mêmes bêta que Saint-Gobain. Alors que le bêta total est deux fois à deux fois et demie supérieur. On n'est donc pas en train de parler d'un sujet marginal. Pour passer d'un bêta de marché à un bêta total, si vous avez une prime de risque qui est à six, vous voyez l'impact sur le coût du capital ; c'est un vrai sujet.

Deuxièmement, je suis complètement d'accord : empiler des taux en disant que là j'ai une prime d'un ou deux points sectoriels. Je n'ai jamais compris comment on faisait le lien entre le risque du secteur aéronautique et un point ou deux points de majoration. Cela se pratique, mais je ne vois pas du tout comment on peut le justifier. On est en train de parler de sujets pour lesquels on recherche les moins mauvaises solutions. En économie, c'est souvent le cas. La moins mauvaise approche c'est



## 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

sans doute une approche de bêta total parce que c'est relativement facile à faire. Une approche par le coût des fonds propres des opérateurs ? Les intervenants qui font du capital développement ont un coût des fonds propres. Comme le dit Eddy, le problème c'est lorsque le rendement des fonds propres chute, le risque augmente ce qui est un peu paradoxal. C'est un peu contre intuitif parce que cela devrait varier dans l'autre sens. Mais clairement, je ne vois pas comment on peut justifier d'ajouter des unités de taux de risque, dont on ne sait pas du tout comment on peut les déterminer.

### Christophe Velut

Merci. Nous avons fait le tour des paramètres actuariels et la prime de risque spécifique. Nous allons revenir à la question de fond : est-ce qu'à la date d'aujourd'hui, du fait d'une visibilité moins importante qu'auparavant, le diagnostic stratégique et puis l'analyse du plan d'affaires restent toujours essentiels ? Jean-François.

### Jean-François Pansard

Je ne vais pas me répéter. Pour moi la seule chose qui ait un minimum de consistance c'est le travail sur la stratégie de la firme et son modèle. Il sera toujours imparfait : ce n'est pas fait pour faire des prévisions, c'est fait pour comprendre. Déjà si on fait un vrai travail sur le processus de compréhension, cela sera moins imparfait que si on fait de l'arithmétique. Je pense donc que l'analyse stratégique est la clé ; elle n'est jamais suffisante ni jamais complète, on manque toujours d'informations. Mais encore une fois, on ne peut pas la remplacer par des exercices d'arithmétique. Si on doit mettre en garde les professionnels contre quelque chose, c'est toujours contre cela : c'est penser que l'évaluation est d'abord un exercice d'arithmétique ou de finance arithmétique. Ce n'est pas cela du tout. C'est le plan d'affaires, la compréhension des modèles, l'analyse du secteur et des concurrents, chercher à comprendre ce que les Anglo-saxons appellent la CAP, la *competitive advantage period*, c'est-à-dire la période où la firme a un avantage compétitif.

Ce n'est pas de la finance, c'est de savoir pendant combien de temps l'entreprise a des produits qui restent en avance. Quand on examine Apple, c'est la qualité de ses produits qui est la clé, et c'est cela qui fabrique la rentabilité. Ce ne sont pas les projections arithmétiques de flux qui vont être faites. Je pense donc qu'il faut se concentrer beaucoup plus sur ces aspects. En résumé : passer plus de temps sur l'analyse stratégique et moins de temps sur l'arithmétique.

### Christophe Velut

Eddy.

### Eddy Bloy

Sur une telle question, oui je suis à 100 % d'accord avec ce qui vient d'être dit. Cependant, je pense que Jean-François, comme moi, nous nous heurtons – dans notre pratique que ce soit en tant qu'évaluateur ou en tant que formateur – à des résistances qui m'effrayent. En ce moment je fais des sessions de formation dans différents cadres sur l'évaluation d'entreprise où on fait une revue de tous les modèles d'évaluations, y compris les DCF, *Discounted cash flows*. Des professionnels aguerris nous disent : « C'est une plaisanterie votre modèle, on ne peut plus rien prévoir. On ne prévoit pas, mes clients ne veulent pas prévoir, etc. ». Je réponds : « Demander à vos clients lorsqu'ils montent dans leur voiture, mettent-ils le contact et regardent-ils leurs pieds ou regardent-ils le volant, s'ils ne regardent jamais devant pour savoir où ils vont ? C'est stupéfiant ! ». Puis j'ajoute : « Vous avez quand même des demandes de plan de financement, quand vos clients vont voir un banquier, ils ne vont quand même pas s'agissant d'un investissement d'une centaine de millions, en disant je veux 100 millions et je ne sais pas ce que je vais en faire. En gros, je ne vois pas plus loin que l'année prochaine » ; « Ah, oui, vous avez raison, etc. »

Je fais des efforts de pédagogie pour dire que ce n'est pas parce qu'il y a une crise qu'on doit s'arrêter de penser à l'avenir. J'allais dire : c'est même d'autant plus nécessaire de faire de la prévision que l'avenir est incertain. C'est-à-dire, qu'il faut explorer évidemment des multiplicités de scénarios. Je ne dis pas qu'on fait l'évaluation sur une multiplicité de scénarios, mais en tout cas le fait d'explorer des multiplicités de scénarios cela vous indique déjà :

- un, est-ce que cela vaut la peine d'évaluer ou pas cette entreprise ? Parce que s'il y a des scénarios qui sont des scénarios catastrophes et qui ne sont pas improbables, cela pose peut-être des problèmes.
- Puis, j'allais dire deuxième élément, plus vous faites de l'exploration de l'avenir, plus la tendance naturelle du management sera de mettre en place des outils qui vont introduire de la plasticité et de la réactivité dans l'entreprise. Elle ne sera pas prise au dépourvu, elle aura eu cette démarche.

Tous les *business plans* sont faux, bien évidemment. Mais ce n'est pas parce qu'ils sont faux qu'ils sont inutiles. Ils sont plus ou moins faux ! Il vaut mieux qu'ils soient moins que plus. De toute façon il y a deux catégories d'entreprises : il y a celles qui produisent systématiquement des *business plans*. De toute façon quand j'arrive dans une entreprise, la première chose que je demande c'est : « Est-ce que vous avez des prévisions ? », « Oui », « Sortez-moi toutes celles que vous avez faites sur les cinq dernières années » ; et je compare.

Vous voyez que vous avez des équipes qui sont très discriminantes, mais des gens qui prévoient au moins leur chiffre d'affaires, c'est déjà bien. Ils ne se trompent pratiquement pas. Et il y en a pour qui c'est du délire, cela ne tombe jamais juste ! C'est déjà une information en soi. Notamment pour les primes de risque que vous retenez. Parce que là vous avez un management qui est le conducteur de la voiture, il n'est pas fiable. Je ne monte pas dans la voiture.

## Christophe Velut

Merci. Justement tu abordes la question suivante, c'est qu'avec la crise et notamment dans les recommandations de l'AMF on voit de plus en plus apparaître la nécessité de faire des différents scénarios, de faire des tests de sensibilité. La question qu'on peut se poser c'est que la fourchette des scénarios peut être très large. Faire un scénario catastrophe peut être facile. La question est : à partir de quand un scénario est pertinent pour une évaluation ? Ou, la question formulée différemment : quelle est la fourchette de scénarios qui est acceptable pour l'évaluateur ?

## Eddy Bloy

Vous voulez que je réponde à cette question ?

## Christophe Velut

Oui.

## Eddy Bloy

Première idée évidemment comme toujours à force d'entendre nos hommes politiques, on fait pareil qu'eux : on répond à côté de la question pour se donner le temps de trouver la bonne réponse. Je dirai que, première idée, on n'évalue pas sur plusieurs scénarios. On évalue sur un scénario qui nous paraît le plus probable et le plus établi. Les scénarios dits hypothèse haute, dits hypothèse basse comme on le fait très souvent, je pense que c'est effectivement utile chaque fois, qu'on a des inducteurs de valeur, c'est-à-dire pour parler simple des variables clés qui risquent d'impacter sérieusement le flux final qui va être le flux de trésorerie.

Je n'aime pas trop rester abstrait, ce qui est curieux pour un universitaire mais je vais prendre un exemple : une entreprise qui fait des profilés d'aluminium pour la menuiserie, rambardes de fenêtres, etc., vous voyez une entreprise comme cela est impactée par plusieurs éléments qui sont à la fois son environnement, c'est la conjoncture du bâtiment et du BTP qui renvoie à la conjoncture générale puisque le BTP c'est une industrie

complètement conjoncturelle. Vous êtes impactés par le cours des matières premières, c'est une variable extrêmement significative : la valeur de l'aluminium. Vous voyez donc que quand on est dans des configurations de ce type, par exemple, on veut prévoir le chiffre d'affaires, quel est le premier inducteur de valeur ? Le premier inducteur de valeur, c'est le nombre de mètres linéaires qu'ils vont traiter chaque année. Mon premier problème c'est donc de lier cela à un certain nombre de facteurs – la liste, j'en ai cité un certain nombre mais la liste n'est pas exhaustive – et si je fais varier ces facteurs quel impact cela va avoir sur l'entreprise ? Je ne fais pas ce travail seul en chambre, je le fais avec les personnes de l'entreprise. Ensuite, je regarde en volume comment cela va varier. Après, quelles sont les hypothèses de cours, et il y en a même une troisième qui pourrait être les hypothèses de taux de change.

Dans un cas comme cela, il est vital de voir – je suis très sensible à ce que disait Jérôme Haas tout à l'heure – il ne faut pas délirer, il ne faut pas non plus tomber dans le catastrophisme en restant dans des marges raisonnables de variation, quel est l'impact non combiné d'abord puis combiné ensuite du taux de change, prix, etc. ? De voir si ces variations que vous avez volontairement limitées, si vous vous apercevez que cela n'a pas un impact très significatif sur la dernière ligne qui vous intéresse, il faut bien vous poser des questions sur le *business plan* qu'on vous a remis.

Autrement formulé, j'ai tendance à dire que si mon *business plan* médian, c'était celui normalement sur lequel je vais faire l'évaluation, est encadré dans une fourchette de plus 50 % et de moins de 50 % sans que cela ne remette en cause la pérennité de l'entreprise, je demande une révision du *business plan*. Non, je n'accepte pas parce qu'il y a une probabilité non nulle et quand je dis : « non nulle », c'est même extrêmement sérieux qu'on se situe quelque part entre ce plan médian et le bas de la fourchette que l'on soit dans le bas de la fourchette.

Je ne parle pas d'espérance mathématique, je veux qu'on soit très empirique. Je dis : « Êtes-vous d'accord pour qu'on conduise une réflexion à ce sujet pour tenir compte du fait que vous avez un coefficient d'incertitude et qu'il y a des hypothèses qui peuvent réduire très significativement le schéma initial qui a sa vraisemblance, certes, mais qui est une vraisemblance parmi tant d'autres ? ». On doit être prudent. Je suis très sensible à ce que disait Jérôme Haas ce matin : par-delà le risque, il y a cette notion de prudence. D'ailleurs il n'est pas interdit à l'évaluateur d'être prudent.

## Christophe Velut

Par contre il y a un point très important qui rend difficile l'exercice des scénarios, c'est qu'il y a une interaction très forte entre les différents critères. Pour une entre-

## 2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

prise qui a un chiffre d'affaires susceptible dans le cadre d'un scénario de varier de 20 %, la problématique clé est d'identifier la capacité de réaction de l'entreprise. C'est-à-dire la capacité de l'entreprise à agir sur ses coûts, à agir sur son BFR, à agir sur son niveau d'investissement. Mais lorsque les variations sont très importantes on est dans un *business plan* qui peut être complètement différent de celui dans lequel se situe l'entreprise.

Jean-François comment appréciez-vous cette capacité de réaction ?

### Jean-François Pansard

Je dirais qu'il y a deux facteurs différents : l'un est le facteur lié à la rigidité du modèle. On a des modèles économiques plus ou moins rigides et donc des modèles qui s'adaptent plus ou moins bien à des variations de conjoncture ou d'environnement. Puis on a des hommes qui s'adaptent plus ou moins bien. En fait, le problème survient quand on a des hommes rigides avec un modèle économique rigide et que l'environnement se met à bouger. C'est un cas qui existe, statistiquement il y a des gens dont la pensée est très enfermée dans des cadres rigides. Ils ont souvent construit des modèles économiques rigides. C'est-à-dire qu'ils ne correspondent qu'à un seul scénario, ils ont donc exclu les alternatives. On se retrouve donc avec des gens qui peuvent être à l'origine de catastrophes majeures.

Je dirais que le travail de l'évaluateur c'est d'avoir une opinion sur les qualités de plasticité intellectuelle des hommes. Est-ce que les hommes sont capables de changer d'approche si l'environnement change ? Cela fait partie de l'approche sur la valeur. S'il y a une équipe composée de personnes qui ont été formatées de façon totalement standardisée à l'époque de la sidérurgie française des années 60 et 70, la difficulté mentale a été de passer à une autre vision de l'univers. C'est-à-dire que l'univers de la consommation massive d'acier qui progressait chaque année dans les pays développés était en train de changer avec des opérateurs qui apparaissaient émergents. Cela, c'est difficile à quantifier, mais cela existe et dans l'évaluation, je pense qu'on doit implicitement en tenir compte.

### Christophe Velut

Comment déterminez-vous l'ampleur de vos scénarios ou la fourchette de sensibilité ?

### Jean-François Pansard

Je dirai, comme Eddy : il ne faut pas faire compliqué. Comment fait Warren Buffett ? Il l'a décrit des centaines de fois. Le problème est qu'il le décrit d'une façon tellement simple que tout le monde se dit : pourquoi moi je

ne fais pas 20 % de TRI depuis 40 ans ? Il dit : « Je prends des marges de sécurité sur l'exploitation ». On lui dit : « Combien ? », il dit : « Je ne sais pas, cela dépend ». Puis il dit : « Une fois que j'ai une bonne marge de sécurité, j'actualise au taux des obligations d'État américaines sur vingt ans ». Quand on fait cela, on se dit que ce n'est pas compliqué ; si ça marche en plus, pourquoi tout le monde ne le fait pas.

Warren Buffett raconte l'histoire comme cela. Mais cela veut dire qu'implicitement il prend ses marges de sécurité dans l'exploitation. Il ne fait pas de la méthode de Monte-Carlo, de l'écart-type, des corrélations détectées. Schématiquement, quand on fait compliqué, on a à un moment ou à un autre très vite le risque de se perdre dans les calculs. Les jeunes analystes le font beaucoup, les vieux analystes comme Eddy et moi le font beaucoup moins. Je n'ai rien contre les jeunes analystes, mais quelque part il y a une corrélation. Le niveau de complexité des modèles est inversement corrélé avec l'âge de l'analyste.

### Christophe Velut

Merci Jean-François. Deux dernières questions. L'avant-dernière, c'est comment à la date d'aujourd'hui peut-on déterminer un flux normatif, la capacité d'une entreprise à gérer les risques de plus en plus nombreux et pérenniser le flux ? Dans la mesure où si on regarde le niveau de *cash-flow*, de résultat ou d'investissement des dernières années, on a des niveaux qui ne sont pas forcément représentatifs. Je peux avoir, comme on l'a dit ce matin, des variations de BFR qui ont été fortement optimisées mais parce que je suis en flux totalement tendu, ce qui ne correspond pas à une situation pérenne. Je peux avoir un niveau d'investissement raisonnable parce que je ne fais plus d'investissements de croissance où j'attends avant de renouveler en faisant de plus en plus de dépenses d'entretien. À la date d'aujourd'hui la question qu'on peut se poser est : comment en tant qu'évaluateur déterminez-vous un niveau de flux acceptable, qui aura une incidence forte sur le calcul de la valeur terminale avec des points de comparaison de plus en plus difficile ? Est-ce qu'on est dans une logique où on a une probabilité importante de revenir à des niveaux d'avant crise ? Ce qui conduit à des niveaux très élevés par rapport à ce qu'on constate depuis les trois ou quatre dernières années.

Jean-François.

### Jean-François Pansard

À ce titre il y a un point qu'il convient de garder à l'esprit. Lorsqu'une entreprise a un rendement des capitaux supérieur à la moyenne des opérateurs de son secteur, l'observation qui n'a rien d'original, c'est qu'à long terme elle revient vers la moyenne. Quand elle est en dessous,



elle revient si elle n'est pas morte avant, quand elle est au-dessus elle revient mécaniquement. C'est-à-dire que l'avantage compétitif s'érode, il y a une érosion normale des concurrents de marché. C'est-à-dire que quand vous êtes bon, on vous observe pour vous imiter ; si on vous imite, votre avantage compétitif va se réduire. Au fil du temps vous allez probablement converger plus ou moins vite vers une moyenne de marché.

Donc que fait l'analyste ? Il regarde à quelle vitesse le modèle va converger vers un modèle moyen de marché. C'est-à-dire si le rendement des capitaux dans le secteur de l'édition de logiciels informatiques est en moyenne de 12 %, vous êtes une firme qui est à 18 %, question : combien de temps garde-t-elle son avantage compétitif ? Vous n'avez pas trouvé de réponse à trois ans, six mois, deux jours, vous avez une estimation compte tenu des savoir-faire et des ressources internes. Cela vous permet de savoir qu'à long terme elle reviendra vers quelque chose de plus moyen mais elle mettra un certain temps comme le fût du canon qui refroidit. Là aussi, je dirai que c'est l'expérience de l'analyste qui est en question.

## Christophe Velut

Merci. Eddy ?

## Eddy Bloy

Je suis tout à fait d'accord. On a mal démarré mais là on est relativement d'accord. J'apporterai plutôt des compléments, et des compliments pourquoi pas ? Il est clair que cela, c'est le modèle économique classique : aucune entreprise ne peut durablement maintenir une rentabilité – c'est schumpétérien – de ses capitaux de façon séculaire, on en est sûr, au-dessus d'une tendance séculaire qui correspond à la croissance soutenable et à la rentabilité soutenable du secteur. Effectivement, comme l'a fort bien dit Jean-François, le problème du modèle c'est de savoir à quelle vitesse on va arrêter de bénéficier de cette rente de situation.

J'attire votre attention sur plusieurs points. La rentabilité des capitaux, comme vous le savez, ce n'est pas à des analystes financiers que je vais l'apprendre, c'est deux ratios. C'est un ratio de vitesse de rotation des capitaux et c'est un ratio de marge. Tout le monde sait très bien que résultat sur capitaux, c'est résultat sur chiffre d'affaires que multiplie ce chiffre d'affaires sur capitaux ; donc la marge multipliée par la vitesse de rotation.

Quand on dit qu'on va rejoindre progressivement, vous voyez qu'en fait on a deux paramètres à estimer : il y en a un qui est relativement facile à estimer c'est : quand est-ce que notre taux de marge est susceptible à rejoindre celui de la concurrence ? Parce que cela est de la structure de coût et cela, on le maîtrise assez bien. Par contre la vitesse de rotation des capitaux, c'est nettement

plus difficile. Vous comprenez bien que l'idéal des entreprises et de leurs équipes serait de ne pas avoir de dénominateur. C'est-à-dire zéro capitaux. Je ne fais que du chiffre d'affaires et j'ai zéro capitaux. Il y a de nombreuses façons de tendre vers cet idéal, c'est de délocaliser, c'est de sous-traiter, etc. C'est-à-dire de transférer le problème de l'immobilisation en capital chez le voisin, ailleurs, en France.

On peut donc ralentir cette tendance à la réduction progressive vers la concurrence de la rentabilité des capitaux, non pas par la marge, mais tout simplement en ayant une organisation industrielle qui fait qu'on accélère la vitesse de rotation. Cette stratégie a une limite, dans l'idéal de tout entrepreneur d'avoir zéro capitaux et uniquement du chiffre d'affaires, il y a un moment asymptotiquement où cela tend vers l'impossibilité. Donc forcément, cela va coïncider. Mais je suis tout à fait de l'avis qui a été donné, c'est bien de cette façon-là que je vois les choses.

## Christophe Velut

Merci. Dernière question : on a beaucoup parlé de la méthode des DCF. On a bien compris que le risque pouvait être traduit à différents niveaux, que les pratiques pouvaient être différentes entre les évaluateurs. Or, l'étude qu'on va publier qui porte sur plus de 300 transmissions d'entreprises montre que la méthode qui continue d'être de loin la plus utilisée par les évaluateurs, c'est la méthode des multiples. Donc la méthode des multiples, c'est un multiple qui basé sur des transactions passées, sur un résultat passé. La question qu'on peut se poser est donc : par rapport à ces méthodes qui font plus référence au passé que les méthodes des DCF, comment est-ce qu'on peut intégrer un risque lié aux prévisions ?

Eddy.

## Eddy Bloy

Je vais énoncer quelques principes sur lesquels je pense qu'il est bon que Jean-François réagisse et qui sont des idées, à mon avis, assez de bon sens et assez communes. Effectivement dans la diapositive qui est projetée on évoque deux méthodes : la méthode des comparables qui sous-tend la méthode des multiples parce que c'est cela qui est en jeu. La question est comment prendre en compte le risque dans une méthode de multiples ? Comment prendre en compte le risque dans une méthode patrimoniale ?

Étant entendu, par parenthèse, que je voudrais savoir combien d'entreprises du CAC 40 peuvent avoir recours à la méthode patrimoniale ? Mais c'est une question incidente. Je dis cela non pas pour dénigrer la méthode patrimoniale dont je suis un fervent partisan. Évidem-

2<sup>e</sup> journée de l'Évaluation > Le risque dans tous ses états

ment ce n'est pas l'actif net corrigé réévalué qui m'intéresse, c'est l'actif net corrigé réévalué plus la valeur du *goodwill* qu'on calcule par ailleurs. Mais qui pour moi est une excellente méthode qui a été progressivement abandonnée tout simplement parce que les gens ne savaient pas faire, et que cela les perturbait de continuer à l'appliquer, accessoirement c'est assez lourd surtout pour une entreprise du CAC 40.

Pour les multiples, il est aisé de répondre à la question. Un multiple c'est un résultat multiplié par un multiple. Donc le risque peut être pris dans l'un ou dans l'autre ou dans les deux. Je peux le prendre dans l'assiette du calcul, par exemple, si j'ai un doute – et c'est un peu le même problème que le dernier flux dans le cadre d'une valeur terminale – à l'instant « T » parce qu'on se base sur l'instant « T » sur ce qui va se passer dans le futur, rien ne m'empêche de normer ce flux pour tenir compte d'une réduction – et d'ailleurs cela rejoindrait mon propos de tout à l'heure – tendancielle du taux de marge, en particulier si les trois derniers exercices dénotent des taux de marge qui paraissent particulièrement gratifiants et qui n'ont pas de raison de se poursuivre.

On peut donc appuyer sur le plateau de la balance, cela fait partie de l'expertise, de ce que doit faire et doit être capable de faire l'homme de l'art, c'est un jugement professionnel.

Quant aux multiples, c'est évident. Un multiple c'est l'inverse d'un taux de capitalisation. Un taux de capitalisation c'est un taux de base plus une prime de risque. Déduisez donc vous-mêmes : si le risque augmente la prime de risque augmente, donc le multiple diminue. Il n'y a rien d'autre à dire, on peut broder autour, on peut faire plus élégant, mais globalement c'est cela.

Pour la méthode patrimoniale, la base de l'évaluation patrimoniale c'est la réévaluation du bilan. J'allais dire que ce n'est pas tellement là qu'on va jouer la plupart du temps. Effectivement, sauf s'il y a de l'immobilier, mais il n'y a pratiquement plus d'activité qui aient de l'immobilier dans leur bilan. De toute façon, nous évaluateurs, en général on extrait l'immobilier du bilan si on veut faire la réévaluation. Donc le problème ne se pose pas.

Essentiellement dans le cadre de l'évaluation patrimoniale, le problème de l'impact du risque va se poser lorsqu'on va calculer la valeur du *goodwill* qu'on va ajouter à l'actif net corrigé et réévalué. Comme vous le savez, il y a trois – je fais très simple – techniques pour calculer un *goodwill*.

- Premièrement, un multiple d'une rente de *goodwill* supposé récurrent. C'est donc l'équivalent de la méthode du multiple pour évaluer l'entreprise. Je peux normer la rente de *goodwill*, je peux bien sûr baisser le multiple si j'estime qu'il y a un risque extrêmement fort.
- Deuxième méthode, c'est la rente abrégée de *goodwill*. Cela veut dire qu'on projette la rente de *goodwill* dans

le futur, donc cela suppose qu'on a donc un *business plan*, et tout ce qu'on a dit à propos de la prudence du *business plan* va s'appliquer. Comme c'est actualisé, tout ce qu'on a dit à propos du taux d'actualisation qu'on va utiliser va s'appliquer. Je sais qu'il y a des divergences entre les évaluateurs. Certains disent qu'on doit actualiser la rente de *goodwill* avec un WACC, je réponds : « Non, je prends les capitaux propres et même parfois je prends les capitaux propres plus encore quelque chose si j'estime que c'est extrêmement volatil ».

- Enfin, vous avez une dernière technique qui est la rente de *goodwill* développée. La rente de *goodwill* développée, on calcule la valeur sur les cinq premières années si le *business plan* est à cinq ans, et on va ajouter une valeur terminale sur la base d'une dernière rente de *goodwill* normée. Ce qui évidemment fait des valeurs beaucoup plus importantes.

Les risques : vous allez les avoir dans le *business plan*, vous allez les prendre compte dans le *business plan*, dans les taux d'actualisation et dans la valeur terminale taux de croissance à long terme tout ce qu'on a dit précédemment. J'attire l'attention sur une chose, et je conclurai là-dessus, c'est que le choix de la méthode n'est pas neutre par rapport au risque. C'est-à-dire que plus vous êtes dans un univers risqué, j'aurais tendance à dire qu'il faut que vous preniez des méthodes simples qui vous permettent de prendre en compte le risque de façon transparente et pas compliquée, et surtout si l'entreprise n'est pas une entreprise de trop grande taille.

La première méthode, méthode du multiple, est une méthode qui permet assez vite de se dire comment j'ajuste le risque ? Comment je norme une rente de *goodwill* ? Comment je baisse éventuellement un multiple pour tenir compte du fait que ce *goodwill*, cet incorporel, est extrêmement volatil ? Inversement, dans les autres méthodes cela devient plus compliqué, cela devient moins transparent.

La dernière méthode avec une valeur terminale, ce n'est pas à des commissaires aux comptes que je vais l'enseigner, si vous êtes dans des univers hautement volatils, valoriser un incorporel dans un univers hautement volatil sur la base d'une valeur terminale qui va représenter éventuellement 60 à 70 % de la valeur, c'est peut-être une opération que je ne vous engagerai pas à faire.

## Christophe Velut

Merci. Pour terminer, Jean-François.

## Jean-François Pansard

Je pense qu'effectivement les comparables ont le mérite d'être simples. Le problème c'est que les tailles d'échan-

tillon sont souvent un peu faibles. Le problème, c'est que même les structures des *deals* ne sont pas forcément lisibles. C'est-à-dire qu'on compare des choses qui ne sont pas vraiment comparables parce que quand vous faites une acquisition, la communication qui est faite à l'extérieur est parfois un peu déformée. Par exemple, les Anglo-saxons et les Européens, disent : « J'ai acheté une entreprise 100 millions de dollars » pour un Anglo-saxon c'est la valeur d'entreprise, alors que pour un Européen c'est la valeur d'actions qu'il évoque souvent. Il faut déjà avoir des points de repère.

Il faut que l'échantillon soit suffisant, il faut que les modèles économiques soient vraiment comparables, cela, c'est souvent un problème. Puis clairement, quand on utilise des prix de transaction, parce que c'est ça les comparables, on fait une hypothèse forte qui est que le marché est efficient. Le marché, que soit en coté ou en non coté, mon sentiment qui n'est pas original, c'est que les marchés ne sont pas vraiment efficients. En d'autres termes, les prix d'acquisition sont souvent la résultante irrationnelle d'enthousiasme ou d'exubérance qui passent, il y a des effets de mode, des effets d'imitation qui font que les gens se comportent de façon irrationnelle.

Il faut donc être très attentif à cela parce que dire qu'il y a eu une transaction il y a six mois sur telle opération à douze fois l'EBIT ou à huit fois l'EBIT, il faut bien mesurer le contexte parce que souvent on prend cela et à partir de là on dit : « Il y a une transaction donc c'est le marché », ce n'est pas forcément le marché ; c'est ce que dit Soros. Soros dit ce qu'il appelle la réflexibilité du marché, il dit : « Le marché s'observe, il voit ce qu'il fait cela, et

ça devient la valeur ». Oui, mais encore une fois ce n'est parce que ce qui fait le marché est observable que cela devient une valeur intrinsèque. Il faut donc se méfier de cet aspect-là.

## Christophe Velut

Très bien. Merci beaucoup de votre attention.

### À votre réflexion...

L'analyse stratégique est la clé de l'évaluation. Elle n'est jamais suffisante ni jamais complète, on manque toujours d'informations. Mais, on ne peut pas la remplacer par des exercices d'arithmétique.

Il faut se garder de penser que l'évaluation est d'abord un exercice d'arithmétique ou de finance arithmétique.

La clef c'est le plan d'affaires, la compréhension des modèles, l'analyse du secteur et des concurrents, chercher à comprendre la période pendant laquelle l'entreprise a un avantage compétitif.

Tous les *business* plans sont faux, bien évidemment. Mais ce n'est pas parce qu'ils sont faux qu'ils sont inutiles.

Le problème est de savoir à quelle vitesse on va arrêter de bénéficier de la rente de situation liée à l'avantage compétitif.

Pour procéder à une évaluation, il convient de prendre des méthodes simples, permettant de comprendre le risque de façon transparente.



## 2<sup>e</sup> Journée de l'Évaluation Le risque dans tous ses états



**Gilles de Courcel**

Président de  
la Commission  
Évaluation de la CNCC,  
Commissaire  
aux comptes

### Gilles de Courcel

À l'issue d'une journée qui, je crois, fut riche, dense et extrêmement instructive, nous espérons que vous aurez apprécié le caractère libre, souvent passionné mais toujours passionnant des propos tenus par nos différents interlocuteurs. Ce sont des propos qui furent parfois impertinents, ce fut une bonne chose, mais ils furent toujours mesurés. Je suis frappé de voir que la parole était libre, chacun s'est exprimé d'un ton qu'il n'aurait peut-être pas adopté dans un cénacle différent. Mais je crois que chacun a mis en avant son expression professionnelle, son jugement professionnel. C'est-à-dire que vous avez fait parler votre expérience, et c'est tout à fait essentiel dans l'esprit de cette journée.

Il s'agit, en effet, de faciliter la capitalisation du savoir et le transfert de ce savoir auprès de nos confrères, de nos consœurs commissaires aux comptes, et auprès de nos amis directeurs financiers, directeurs de comptabilité des entreprises. La matière de l'évaluation est une matière dangereuse. Quand je dis qu'elle est dangereuse c'est qu'elle peut mettre effectivement en danger les gens qui ont la responsabilité extrêmement difficile de produire des valorisations, soit pour aller chercher de l'argent auprès des investisseurs, soit auprès de financiers, etc. La critique est extrêmement facile quand peu après on s'aperçoit que la valeur annoncée n'est pas concrétisée dans les résultats. Je pense que c'était très important de parler de façon très directe et de façon très terre à terre des missions qui touchent à la valeur et la sensibilité du risque sur celle-ci.

Vous avez pu constater que l'on a parlé tout aussi bien des très grandes entreprises que de plus petites. Nous avons des auditeurs qui interviennent dans ces domaines, nous avons des directeurs financiers qui interviennent dans ces domaines. Vous avez vu aussi que le croisement lillois et lyonnais nous a fait toucher du doigt nombre de ces entreprises qui sont la France d'aujourd'hui et je l'espère celle de demain, c'est-à-dire les Yves Rocher ou les Essilor de

demain, c'est-à-dire toutes ces entreprises qui ont une capacité à maintenir de l'emploi et de la richesse à l'intérieur de l'Hexagone. Ce sont des entreprises qui seront très certainement condamnées à se développer, ce qui est une condamnation assez agréable. Mais cela veut dire que ce sont des entreprises qui seront conduites à se rapprocher d'autres entreprises, ce qui posera des problèmes de valorisation. Pas nécessairement des valorisations absolues, mais des valorisations relatives pour les participants, les parties prenantes de ces entreprises qui vont croître par ce phénomène de croissance externe.


Si les choses se font correctement, elles ne peuvent se faire qu'avec la confiance des actionnaires concernés et la perception que leur rapprochement avec une autre entreprise se fait avec une rémunération juste, équitable, et qu'effectivement ils ne se retrouvent pas dépossédés d'une façon ou d'une autre de ce qu'ils pensaient être la valeur de l'entreprise.

Je voudrais vous remercier vous tous qui avez passé la journée ici. Je voudrais bien évidemment remercier les différents participants, ceux qui nous ont rejoints et qui exercent des fonctions en dehors de notre profession ; et puis ceux de la commission évaluation qui se sont investis parce que vous avez vu qu'un intervenant sur deux pratiquement est issu de cette commission. C'est une commission où les gens travaillent beaucoup, mais ils travaillent avec le souci de venir présenter leurs réflexions et leurs travaux à leurs consœurs et leurs confrères.

Je voudrais remercier de nouveau Olivier Arthaud, Jean-Louis Mullenbach et Vincent Baillot qui sont un peu les âmes de cette journée et qui l'ont préparée avec passion. Je voudrais remercier Brigitte Guillebert et les services de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes, de l'AMRAE, de l'AFDCC et de la DFCG. En effet, il y a tout un travail de préparation qu'ils ont réalisé et qui fait que cette journée a pu se dérouler.

Je vous rappelle que les travaux que nous faisons, y compris les actes de cette journée seront intégralement retranscrits d'ici – je n'allais pas dire quelques semaines – quelques mois pour vous les transmettre et vous pourrez en disposer sous format papier ou sous format électronique. Nous nous y employons, là aussi dans une recherche très importante de capitaliser ces savoirs. Je pense que tout ce qui s'est dit aujourd'hui mérite d'être médité, et pour le méditer il faut pouvoir le relire à tête reposée, c'est tout l'intérêt de propos extrêmement riches.

Je vous donne rendez-vous l'année prochaine, je ne sais pas encore si ce sera en octobre ou en novembre ; en tout cas dès la semaine prochaine la commission évaluation va



de nouveau travailler sur le thème de la troisième journée de l'évaluation. Avec nos partenaires AMRAE, AFDCC et DFCG nous avons été extrêmement heureux de vous accueillir. Je crois que nous devons étendre cette pratique. Ce ne sont pas des commissaires aux comptes qui parlent aux commissaires aux comptes, ce sont des commissaires aux comptes qui se veulent caisse de résonance et lieu d'échange avec les gens avec lesquels ils travaillent.

Le thème de la journée de l'année prochaine n'est pas encore définitivement déterminé. Dans nos premières réflexions nous avons pensé qu'il serait sans doute intéressant de s'appesantir un peu sur les acteurs de l'évaluation. On a beaucoup parlé des thèmes, mais les acteurs sont importants également, il faut les détecter. Il faut regarder

très exactement ce qu'ils font parce que ce que j'ai personnellement ressenti aujourd'hui, c'est à quel point nous sommes à un moment de balancier, de rupture. Les modèles sont, je dirais, positivement critiqués mais en tout cas tout le monde en voit un peu la limite. Il ne faudrait pas que cela se traduise par une perte de crédibilité totale de la nature même de l'évaluation. Il convient de faire probablement un peu de prospective pour savoir qui seront les évaluateurs de demain, et comment est-ce qu'ils travailleront. Ce sont des réflexions que nous allons analyser au niveau de la commission évaluation.

Je vous souhaite une bonne fin de journée. Merci encore de votre présence. Merci à tous et à bientôt.

## Un point sur la Commission Évaluation de la CNCC

La Commission Évaluation de la CNCC a été créée en 2009 sur proposition du président Claude Cazes. Elle regroupe des professionnels issus de cabinets de taille diversifiée qui ont une expérience importante en matière de commissariat aux apports et à la fusion ainsi qu'en évaluation d'entreprises, les deux activités qui constituent les axes de travail de cette Commission.

À ce jour ces différents travaux ont consisté à :

- mettre à jour la doctrine professionnelle de la CNCC en matière de commissariat aux apports et à la fusion : refonte des anciennes normes 7-101 et 7-102, devenues aujourd'hui des avis techniques,
- rédiger un guide sur l'Évaluation pour répondre aux préoccupations des commissaires aux comptes quelle que soit la nature de la mission qu'ils réalisent dès lors que se posent des problématiques d'évaluation,
- rédiger un guide sur les missions de commissariat aux apports et à la fusion afin de donner aux commissaires aux comptes des indications pratiques leur permettant de réaliser au mieux les missions de commissariat aux apports qui peuvent leur être confiées dans les sociétés par actions ou les sociétés à responsabilité limitée,

La Commission a souhaité faire connaître ses réflexions à la fois aux commissaires aux comptes et également à son environnement qu'il s'agisse de l'entreprise, des associations d'évaluateurs ou encore des analystes financiers. C'est pourquoi elle a proposé aux Compagnies régionales un diaporama reprenant l'avancée de ses réflexions, sachant que ce diaporama est mis à jour chaque fois qu'une étape est franchie dans les travaux et débats menés.

Elle a également souhaité mettre en place un Événement annuel, cette journée en étant la deuxième édition. Elle estime en effet nécessaire que la réflexion puisse être alimentée par l'apport de chacun. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle certains des commissaires aux comptes qui sont membres de la Commission sont aussi membres de différentes organisations traitant de l'Évaluation.

Le succès de cette manifestation nationale conforte la Commission dans sa volonté de poursuivre ses rencontres annuelles et de leur donner un caractère plus technique.

Après la réalisation des ouvrages rappelés ci-dessus qui a demandé l'énergie et l'engagement de tous, la Commission a décidé de rester en veille afin de leur conserver leur caractère d'actualité. Elle continuera à être à l'écoute de la profession de commissaires aux comptes en répondant aux questions qu'ils peuvent se poser tout au long de leur activité.

Je remercie tous les membres de la Commission pour leur action au service de notre profession et plus particulièrement Olivier Arthaud mon vice-président.

Gilles Arietti, Vincent Baillot, Stéphane Bellanger, Béatrice Belle, Antoine Butrot, Lison Chouraki, Jean-Pierre Colle, Aymeric de la Morandière, Arnaud Dieumegard, Gérard Émard, Christian Émorine, Didier Fauray, Alain Frydlender, Alain Grippon, Olivier Grivillers, Philippe Hébert, Julien Herenberg, Pascal Housseau, Claude Jacquart, Raphaël Jacquemard, Philippe Lafargue, Hervé le Donnant, Jean-Charles Legris, Sylvaine Leprail, Henri Limouzineau, Stéphane Loubières, Jean-Louis Mullenbach, William Nahum, Jean-François Pansard, Jean-Pierre Patou, Yves Pelle, Olivier Péronnet, Sylvie Perrin, Agnès Piniot, Jacques Potdevin, Vincent Reynier, Norbert Rocourt, Thierry Saint-Bonnet, Olivier Salustro, Pierre Sardet, Rémi Savournin, Pascal Simons, Hubert Tubiana, Christophe Velut.



