

Evaluation financière et comptabilité sont-elles enfin réconciliées ?

Le Baromètre IAS 36
Accuracy – Paris-Dauphine

ÉVALUATION FINANCIÈRE ET COMPTABILITÉ SONT-ELLES ENFIN RECONCILIÉES ?

Le monde de l'évaluation financière (analystes financiers, banquiers conseils, experts indépendants, etc.) et celui de la comptabilité se sont longtemps ignorés. Avec l'avènement des normes IFRS en 2005, l'évaluation a fait une entrée en force dans l'univers de la comptabilité : certains actifs et passifs sont désormais comptabilisés à leur « juste » valeur. La norme IAS 36, qui s'intéresse notamment à la valeur des goodwill, est emblématique de cette révolution.

Accuracy et l'Université Paris-Dauphine ont créé un baromètre qui analyse la mise en pratique par les entreprises de la norme IAS 36.

Le baromètre permet de mesurer la qualité de la communication financière des entreprises cotées au sujet de cette norme. Il permet ainsi de classer les entreprises :

- qui affichent les meilleures pratiques en matière d'évaluation financière,
- qui communiquent le plus clairement aux investisseurs leurs choix dans l'application de la norme.

Le goodwill, un actif sensible

Les entreprises sont souvent accusées de mettre en œuvre des stratégies de croissance externe agressives, en investissant des sommes considérables dans des acquisitions à la rentabilité incertaine.

Le goodwill est bien souvent considéré comme un indicateur de cette stratégie. Plus encore, une dépréciation comptable de ce goodwill peut être vécue comme un message négatif envoyé aux investisseurs sur le marché.

La valeur du goodwill est suivie de près

Reconnaître a posteriori que le goodwill a perdu de la valeur, via l'enregistrement d'une dépréciation, revient à admettre que l'entité acquise a été payée à un prix excessif. En ces temps de crise, les investisseurs sont peu enclins à l'indulgence envers la croissance non rentable.

La norme IAS 36 : un enjeu de communication

La norme IAS 36 impose de réaliser des tests annuels de dépréciation du goodwill, dont elle encadre les modalités. Elle présente donc un enjeu stratégique pour les entreprises. Son application garantit à l'investisseur que la valeur économique du goodwill est au moins égale à celle inscrite au bilan.

LA NORME IAS 36 EN QUELQUES MOTS

La norme IAS 36 impose aux entreprises de réaliser des tests annuels de dépréciation de leurs actifs. Ces tests, dont les modalités sont strictement encadrées par la norme, visent à vérifier que la valeur comptable des actifs incorporels est toujours inférieure à leur valeur recouvrable.

La valeur recouvrable est définie comme le maximum entre :

- la valeur d'utilité, et
- la juste valeur nette des coûts de cession.

Une perte de valeur doit être enregistrée dès que le test met en évidence une valeur recouvrable inférieure à la valeur comptable.

► Pour en savoir plus

Les termes techniques de la norme sont définis dans le glossaire.

SOMMAIRE

- 5 - Méthodologie de construction du Baromètre
- 6 - Le Baromètre Accuracy – Paris-Dauphine 2009
- 9 - Les facteurs explicatifs des notes les plus élevées (et des plus basses...)
- 10 - Quelques bonnes pratiques en matière de communication financière
- 12 - La Juste Valeur au détriment de la Valeur d'Utilité
- 13 - Le taux d'actualisation : faire le choix du WACC n'explique pas tout !
- 14 - Le taux d'actualisation : toujours une boîte noire !
- 15 - Annexes

METHODOLOGIE DE CONSTRUCTION DU BAROMETRE

Le Baromètre Accuracy – Paris-Dauphine repose sur un échantillon constitué par l'ensemble des sociétés de l'indice SBF 120 (les plus grands groupes cotés à la bourse de Paris Euro-next), à l'exclusion des institutions financières, soit un total de 104 sociétés.

Des questions binaires (51 précisément) ont été élaborées pour refléter à la fois la quantité et la qualité de l'information communiquée par les entreprises à propos de la norme IAS 36, qu'il s'agisse des principes méthodologiques ou des modalités pratiques retenus pour la mise en œuvre des tests de dépréciation.

Les réponses à ces questions ont été apportées à partir des seuls rapports annuels et documents de référence des 104 sociétés de l'échantillon, pour chacun des exercices 2006, 2007 et 2008 soit un échantillon total de 312 sociétés-années.

Des points ont été attribués à chaque réponse ; leur addition donne une note sur 10 par société et par année. Le Baromètre est la synthèse de ces notes.

Ce baromètre n'a pas pour objectif de fournir un classement individuel des sociétés considérées, mais plutôt d'identifier, grâce à une approche économétrique approfondie, les facteurs qui incitent à une communication financière plus riche, ainsi :

- une charge de dépréciation de goodwill très importante sur un exercice ;
- un capital flottant réduit ;
- la présence d'un actionnariat institutionnel fort ;
- l'expérience des normes américaines ;
- un commissaire aux comptes parmi les « Big » (*).

L'étude Accuracy – Paris-Dauphine constitue la première édition de travaux destinés à être remis à jour annuellement dans le but d'assurer un suivi dans le temps de la communication financière et des pratiques des sociétés cotées à propos de la mise en œuvre de la norme IAS 36.

(*) Sont regroupés sous la dénomination « Big » les quatre principaux cabinets internationaux d'audit et de conseil (Deloitte, Ernst & Young, KPMG et PWC), ainsi que le cabinet français Mazars.



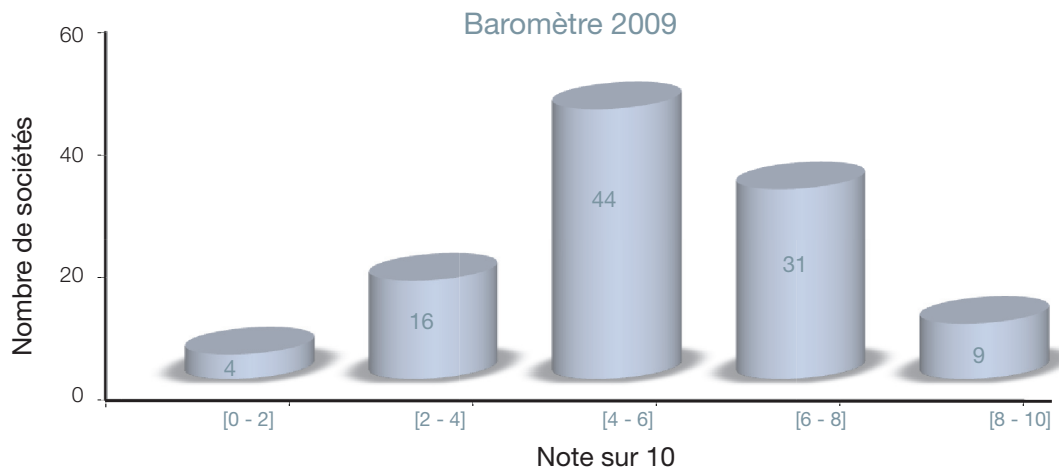
Pour en savoir plus

Une description précise de l'échantillon et du questionnaire est présentée en annexe.

LE BAROMETRE ACCURACY – PARIS-DAUPHINE 2009

Les résultats du Baromètre 2009

En 2009, les sociétés obtiennent dans l'ensemble une note supérieure à la moyenne (5,4/10).



COMMENT INTERPRÉTER LES NOTES DU BAROMÈTRE ?

10/10	Communication financière complète qui affiche une méthodologie de tests particulièrement rigoureuse et cohérente
8/10	Communication acceptable au regard de la norme mais qui pourrait être enrichie sur certains sujets
6/10	(peu de précisions sur le taux, les flux, le choix des UGT...)
4/10	
2/10	Des exigences basiques de la norme en matière de communication financière ne sont pas respectées
0/10	

Beaucoup de notes moyennes, traduisant une communication minimaliste

- 44 sociétés (soit 42% de l'échantillon) ont une note comprise entre 4/10 et 6/10 : leur communication satisfait tout juste aux exigences de la norme.

Peu de notes extrêmes

- 4 sociétés ont une note inférieure à 2/10 : leur communication est très insuffisante au regard de la norme.
- 9 sociétés obtiennent une note supérieure à 8/10 : leur communication couvre non seulement les principaux éléments de la norme, mais également certains éléments optionnels. La méthodologie de tests présentée est particulièrement rigoureuse et cohérente au regard de l'évolution des paramètres et variables de marché.

Des notes en hausse de 2007 à 2009

La note moyenne passe de 4,6/10 en 2007 à 4,9/10 en 2008 puis 5,4/10 en 2009.

A partir de 2008, plus de la moitié des sociétés obtiennent une note supérieure à 5/10. Les notes minimale et maximale augmentent également.

Une amélioration générale notable, mais des performances individuelles contrastées

Entre 2007 et 2009, la plupart des sociétés (64%) ont vu leur note progresser. Signe de la progression générale, peu de sociétés ont vu leur note décliner (12%).

Cette amélioration générale cache cependant des évolutions significatives au niveau des performances individuelles : en deux ans, 54% des sociétés gagnent ou perdent plus de 10 places.

Des notes très élevées se détachent

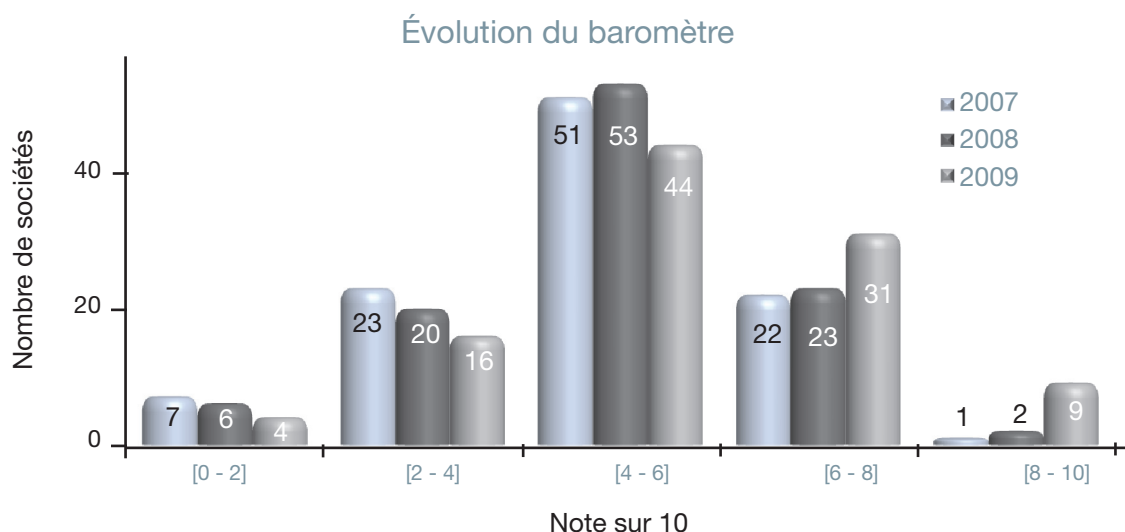
En 2009, 9 sociétés obtiennent une note supérieure à 8/10, contre une seule en 2007.

Une hétérogénéité croissante des notes

L'écart entre la note la plus élevée et la plus basse augmente entre 2007 et 2009. L'écart type, qui mesure la dispersion des notes sur l'échelle de notation, progresse également.

Des Baromètres sectoriels contrastés

Indicateurs statistiques des baromètres 2007, 2008 et 2009			
	Note médiane	Note la plus basse	Note la plus haute
Chimie - Matériaux - BTP	6,3	3,1	8,3
Technologies	6,1	3,8	9,6
Agro-alimentaire - Luxe - Grande consommation	5,8	3,3	6,1
Media - Télécoms	5,8	2,7	8,9
Automobile - Aéronautique	5,8	0,5	8,6
Services et software	5,7	3,7	7,1
Services aux collectivités - Transport	5,5	3,3	8,0
Immobilier - Hôtellerie - Grande distribution	5,1	0,3	7,9
Production d'énergie	3,8	2,3	7,0
Santé	3,7	2,3	6,4



► Pour en savoir plus

Des indicateurs statistiques détaillés des Baromètres 2007, 2008 et 2009 sont présentés en annexe.

Le baromètre fait apparaître une hiérarchie de l'information financière

Une analyse fine des données collectées montre qu'il existe une correspondance forte entre la note obtenue au baromètre et le type d'informations communiquées : deux sociétés ayant obtenu la même note communiquent généralement la même information.

Ce constat permet de segmenter les éléments communiqués en quatre catégories clairement hiérarchisées.

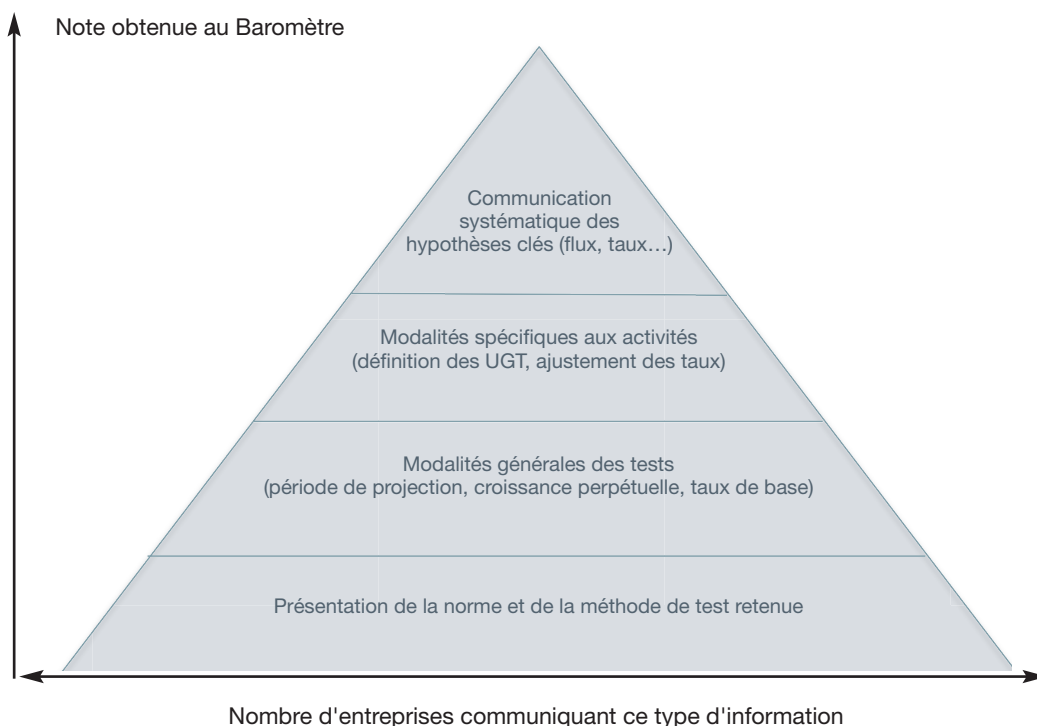
Des informations de plus en plus sensibles

La hiérarchie qui apparaît n'est pas surprenante. En effet, plus on s'élève dans la pyramide et plus l'information communiquée est « coûteuse » ou « sensible » pour l'entreprise.

Au premier étage de la pyramide, l'information communiquée recouvre principalement des citations extraites de la norme et des indications générales sur les options retenues par la société. Il s'agit donc d'une information standard, peu sensible et peu susceptible d'évoluer d'une année sur l'autre.

Lorsque l'on s'élève dans la pyramide, la précision des éléments communiqués exige chaque année une mise à jour circonstanciée.

Au sommet de la pyramide, l'information est non seulement très spécifique mais également plus sensible. En particulier, son caractère systématique ouvre la possibilité d'une analyse critique par le lecteur du rapport annuel.



LES FACTEURS EXPLICATIFS DES NOTES LES PLUS ÉLEVÉES (ET DES PLUS BASSES...)

FACTEUR EXPLICATIFS DU BAROMÈTRE

Montant des dépréciations	+
Capital flottant	--
Actionnariat institutionnel	+++
Expérience des normes américaines	+
Commissaire aux comptes parmi les Big	+

Dépréciations de Goodwill

Une charge de dépréciation élevée, en proportion du résultat d'exploitation, est associée à une note élevée. Cette corrélation est particulièrement forte pour les sociétés de taille modeste. En effet, dans une société de taille modeste, le directeur financier a, ceteris paribus, un rôle multiple et supervise directement, voire rédige, le contenu du rapport annuel. Au sein des groupes plus importants, de nombreux départements (comptabilité, finance, contrôle, communication finan-

cière) participent à l'élaboration du rapport annuel, ce qui peut nuire à la force voire à la cohérence du propos tenu sur la norme IAS 36. Dès lors, il n'est pas surprenant de constater que les entreprises de taille modeste intensifient la communication financière lorsqu'une dépréciation conséquente est comptabilisée.

Structure de l'actionnariat : impact du flottant

Un pourcentage élevé de flottant est associé à une note basse.

Les sociétés dont l'actionnariat est relativement dispersé tendent en effet à communiquer par d'autres canaux que le seul rapport annuel : réunions avec les analystes, lettres aux actionnaires, etc. Le rapport annuel ne constitue donc qu'un support parmi d'autres et n'est pas représentatif de la qualité de la communication financière de ces sociétés.

Structure de l'actionnariat : impact de la présence d'investisseurs institutionnels

Les sociétés dont l'actionnariat comprend une large part d'investisseurs institutionnels ont des notes élevées. Ce bon résultat n'est pas surprenant, car les investisseurs institutionnels exigent une information financière très complète et formalisée afin de pouvoir comparer leurs différents investissements.

Expérience des normes américaines

Les sociétés de l'échantillon qui étaient cotées aux Etats-Unis avant l'entrée en vigueur des normes IFRS (en janvier 2005), obtiennent des notes supérieures aux autres. La similarité entre les référentiels comptables US GAAP et IFRS explique que ces sociétés, qui appliquaient les US GAAP avant 2005, mettent à profit leur expérience pour produire une information financière qui respecte les exigences de la norme.

Commissaire aux comptes parmi les Big

Les sociétés obtiennent en moyenne des notes plus élevées lorsqu'au moins un de leurs commissaires aux comptes fait partie des Big.

UNE ANALYSE SCIENTIFIQUE DU BAROMETRE

Identification de facteurs d'influence

Les principaux facteurs susceptibles d'influer sur la qualité de la communication financière des entreprises ont été recensés : la taille de la société, le secteur d'activité, l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs, le niveau de risque perçu par les investisseurs, l'importance relative des dépréciations enregistrées par la société au cours de l'exercice, etc.

Identification de variables mesurables reliées à ces facteurs d'influence

Chacun de ces facteurs a été associé à une variable quantitative construite à partir de paramètres de marché (bid-ask spread ou bêta de l'action par exemple), eux-mêmes extraits de la base de données financière Reuters.

Test des relations entre le Baromètre et les paramètres de marché

Le pouvoir explicatif des facteurs d'influence mentionnés ci-dessus a été testé via une régression linéaire entre les notes obtenues au Baromètre et les paramètres de marché.



Pour en savoir plus

La construction détaillée des variables est présentée en annexe

QUELQUES BONNES PRATIQUES EN MATIERE DE COMMUNICATION FINANCIERE

A partir des « bonnes pratiques » observées, un exemple de discours a été construit, qui paraît respecter au mieux tant la lettre que l'esprit de la norme.

Bien évidemment, aucune société de l'échantillon n'adopte un tel discours mais, considérés individuellement, tous les éléments communiqués ont été observés dans au moins un rapport annuel de l'échantillon.

Une société qui communiquerait l'ensemble de ces informations obtiendrait la note 10/10 au Baromètre.

Tests de dépréciation des actifs incorporels	Nature de l'information	Information donnée par
<p><i>Conformément à la norme IAS 36, les immobilisations corporelles et incorporelles font l'objet d'un test de dépréciation dès l'apparition d'indices de pertes de valeur et au minimum une fois par an pour les actifs à durée de vie indéfinie.</i></p> <p><i>Les tests sont effectués au niveau de chaque entité générant ses flux propres de trésorerie (UGT, Unité Génératrice de Trésorerie). Ils consistent à comparer la valeur nette comptable de l'UGT avec sa valeur recouvrable.</i></p> <p><i>La valeur recouvrable correspond au plus haut de la valeur d'utilité ou de la juste valeur diminuée des coûts de sortie.</i></p>	Présentation de la norme et du cadre général des tests	49% de l'échantillon
<p><i>La juste valeur d'une UGT est déterminée par référence aux flux de trésorerie futurs actualisés attendus de ses actifs. Ces flux ont été déterminés de la façon suivante (...). Les principales hypothèses retenues pour déterminer ces flux sont les suivantes, (...)</i></p>	Méthodologie adoptée	91% de l'échantillon
<p><i>La société est découpée en 5 UGT, qui correspondent aux segments primaires d'activité du groupe. Le tableau ci-dessous reprend les principaux éléments financiers de chacune de ces UGT.</i></p>	Présentation des UGT	28% de l'échantillon
<p><i>Les flux de trésorerie sont issus du plan d'affaires à 3 ans élaboré suivant une approche « bottom-up » par chacune des directions « métier » concernées.</i></p> <p><i>Le plan d'affaires a été approuvé par le Conseil d'Administration du Groupe en date du 30/09/2008.</i></p>	Nature, durée et date d'élaboration du plan d'affaires	84 % de l'échantillon
<p><i>Au-delà de cet horizon, les flux sont extrapolés sur une période de 5 ans en appliquant un taux de croissance décroissant ou stable.</i></p>	Présentation de la période d'extrapolation	22 % de l'échantillon

Tests de dépréciation des actifs incorporels	Nature de l'information	Information donnée par
<p><i>Une valeur terminale est calculée à horizon 8 ans, par capitalisation à l'infini des flux de trésorerie en appliquant un taux de croissance perpétuelle de x %, qui correspond à l'inflation.</i></p>	<p>Mode de calcul de la valeur terminale</p>	<p>63 % de l'échantillon</p>
<p><i>Les taux d'actualisation après impôt sont calculés à partir du Coût Moyen Pondéré du Capital du Groupe (WACC), qui s'élève à 8% pour l'exercice 2008.</i></p>	<p>Nature du taux d'actualisation</p>	<p>64% de l'échantillon</p>
<p><i>Les paramètres de calcul du WACC sont les suivants : (...)</i></p>	<p>Paramètres du taux de base</p>	<p>3% de l'échantillon</p>
<p><i>Les différents paramètres ont été estimés en retenant les méthodologies et les hypothèses suivantes :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - pour le taux sans risque, (...); - pour le coefficient bêta de l'activité, (...). - etc. 		
<p><i>Des taux d'actualisation spécifiques par UGT sont obtenus en ajoutant au WACC du Groupe une prime de risque spécifique. Ces primes de risque ont été déterminées UGT par UGT sur la base de la méthodologie et des hypothèses suivantes : (...)</i></p>	<p>Différenciation des taux par UGT</p>	<p>66% de l'échantillon</p>
<p><i>Des analyses de sensibilité ont été réalisées pour évaluer l'impact sur les résultats des tests d'une variation des principaux paramètres. Ces analyses de sensibilité ont notamment porté sur :</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - les taux d'actualisation, - le taux de croissance perpétuelle, - le niveau des cash-flows d'exploitation prévisionnels, <p><i>Les résultats de ces analyses sont présentés dans le tableau ci-dessous : (...)</i></p>	<p>Analyses de sensibilité</p>	<p>66% de l'échantillon</p>

LA JUSTE VALEUR AU DETRIMENT DE LA VALEUR D'UTILITE

Les entreprises communiquent majoritairement sur la détermination d'une Valeur d'Utilité...

En 2008, 88% des sociétés disent mettre en œuvre un DCF pour déterminer une valeur d'utilité.

ESTIMATION DE LA VALEUR D'UTILITE :

Mise en œuvre d'un DCF reposant sur des flux strictement définis

« Les flux de trésorerie futurs doivent être estimés pour un actif dans son état actuel. Les estimations de flux de trésorerie futurs ne doivent pas inclure des entrées ou des sorties de trésorerie futures estimées susceptibles de résulter :

- d'une restructuration future dans laquelle l'entreprise ne s'est pas encore engagée ;
- ou de l'amélioration ou de l'accroissement de la performance de l'actif. »

Norme IAS 36, § 44

... mais estiment en réalité une Juste Valeur via un « DCF de marché »

Seuls 6% des sociétés disent explicitement construire des projections de flux spécifiques afin de répondre aux exigences posées par la norme pour le calcul d'une valeur d'utilité. A l'inverse, 45% des sociétés disent explicitement que le DCF mis en œuvre repose sur les flux donnés par le « plan d'affaires du management », à savoir des flux intégrant notamment les investissements de croissance et donc inappropriés pour le calcul d'une valeur d'utilité. Dans ce dernier cas, on parle de « DCF de marché ».

ESTIMATION DE LA JUSTE VALEUR :

Trois méthodes possibles clairement hiérarchisées

« La meilleure indication de la juste valeur d'un actif diminuée des coûts de la vente est un prix figurant dans un accord de vente irrévocable signé [...]

S'il n'existe pas d'accord de vente irrévocable mais si un actif est négocié sur un marché actif, la juste valeur diminuée des coûts de la vente est le prix de marché de l'actif moins les coûts de sortie [...]

S'il n'existe ni accord de vente irrévocable, ni marché actif pour un actif, la juste valeur diminuée des coûts de la vente est estimée à partir de la meilleure information disponible [...]

Norme IAS 36, § 25 - 27

Avant mai 2008, la mise en œuvre d'un tel « DCF de marché » s'inscrivait dans la possibilité offerte par la norme de recourir aux « meilleures références d'évaluation disponibles » pour déterminer une juste valeur lorsque celle-ci ne pouvait s'apprécier sur la base du prix de cession de l'actif considéré stipulé dans un accord de vente irrévocable ou à partir des prix observés sur des actifs comparables échangés sur des marchés actifs. Depuis mai 2008, un amendement de la norme autorise explicitement la mise en œuvre d'un DCF pour la détermination de la Juste Valeur d'un actif.

AMENDEMENT DE LA NORME EN MAI 2008 :

La juste valeur peut être estimée via la mise en œuvre d'un DCF de marché

« Si l'estimation de la Juste Valeur d'un actif est fondée sur une approche de type DCF, les informations suivantes doivent être communiquées :

- Durée de la période de prévision
- Croissance perpétuelle au delà de la période de prévision
- Taux d'actualisation utilisé »

Norme IAS 36, paragraphe 134(e) - traduction
(Amendement entré en vigueur le 01/01/2009)

Ce que le « DCF de marché » permet ...

Les sociétés peuvent désormais déterminer la valeur recouvrable d'un actif en estimant sa Juste Valeur via un DCF reposant sur les plans d'affaires élaborés en interne. La réalisation des tests de dépréciation s'en trouve grandement simplifiée, car seules des circonstances très particulières pourraient justifier la complexité induite par la construction de flux prévisionnels ad hoc en vue de l'estimation d'une Valeur d'Utilité pour la détermination de la valeur recouvrable.

... et ce qu'il ne permet pas

En revanche, que le DCF mis en œuvre ait pour objectif d'estimer une Valeur d'Utilité ou une Juste Valeur, les entreprises restent soumises à des exigences proches en matière de communication : elles sont notamment tenues de présenter les hypothèses clefs relatives aux projections de flux et de justifier le taux d'actualisation utilisé.

► Pour en savoir plus

Des statistiques sur les méthodes mises en œuvre par les entreprises sont présentées en annexe.

LE TAUX D'ACTUALISATION : FAIRE LE CHOIX DU WACC N'EXPLIQUE PAS TOUT !

Un plébiscite du WACC...

En 2008, 35% des sociétés de l'échantillon ne fournissent aucune précision sur le modèle de référence retenu pour la détermination du taux d'actualisation.

Parmi celles qui évoquent le sujet, une écrasante majorité (61 sociétés sur 65) disent explicitement utiliser un WACC comme taux de base dans la mise en œuvre de leurs tests de dépréciation. Seules 4 sociétés utilisent explicitement un modèle alternatif, qui intègre dans le taux d'actualisation le risque de l'activité sans tenir compte de la structure du financement.

... qui clôt à tort un sujet toujours délicat

Cette domination sans partage du WACC ne doit pourtant pas occulter le fait que ses modalités de calcul, loin d'être uniques, sont toujours sujettes à discussion : savoir qu'une société « utilise un WACC », sans plus de détail, n'apporte aucune information précise à l'utilisateur des comptes, sinon que la société concernée intègre dans l'évaluation de ses actifs un supplément de valeur qui augmente avec le niveau du levier financier, car directement lié aux économies fiscales générées par la déductibilité des frais financiers.

ECLAIRAGE : LE WACC, UN TAUX CONTROVERSE

Contrairement à une idée couramment répandue, il existe non pas une, mais une multitude de formules de calcul du WACC, différant notamment sur la mesure et donc la prise en compte :

- du risque associé au niveau du levier financier ;
- de la valeur associée aux économies fiscales sur frais financiers.

De plus, si le loyer de l'argent fait généralement l'objet d'un certain consensus, les autres paramètres du calcul du WACC sont très largement sujets à débat :

- Comment estimer la prime de risque de marché ? (Approche historique ou approche prospective ? Estimation de court ou de long terme ?)
- Comment déterminer le coefficient bêta ? (Echantillon de référence ? Modalités de calcul ?)
- Comment définir une structure financière cible ?

Enfin, la pertinence même du concept de WACC est remise en cause par certains travaux qui lui reprochent de surestimer l'impact positif de l'endettement sur la valeur des actifs, car il n'en considère que les aspects positifs (économies fiscales sur frais financiers) et occulte les aspects négatifs (coûts de gestion, d'opportunité, d'agence, de faillite, etc.)

LE TAUX D'ACTUALISATION : TOUJOURS UNE BOITE NOIRE !

Faible publicité des paramètres de calcul

En 2008, 21% des sociétés fournissent des éléments sur les modalités techniques retenues pour la détermination du taux d'actualisation, et 3% seulement communiquent l'ensemble des paramètres utilisés.

Comment expliquer l'évolution des taux ?

Un taux d'actualisation est la somme de deux composantes, la première reflétant la valeur du temps (estimée par le taux sans risque) et la seconde le coût du risque (intégré via une prime de risque). Si le niveau de risque de l'activité ne change pas, la variation des taux d'actualisation d'une année sur l'autre devrait donc refléter celle du taux sans risque.

De façon surprenante, une telle corrélation n'est guère observée dans la pratique : en 2007, alors que le taux sans risque a progressé, seules 34% des sociétés affichent des taux en hausse ; en 2008, alors que le taux sans risque a diminué, seules 50% des sociétés indiquent des taux en baisse.



Source : Agence France Trésor, OAT TEC 10 ans

Deux raisons possibles à cette situation : soit les entreprises conservent des taux constants, par facilité ou par prudence, soit les variations du taux sans risque sont compensées par des variations opposées de la prime de risque. Il est difficile de trancher entre les deux hypothèses, dans la mesure où seules 7% des sociétés fournissent une explication (même partielle) sur l'évolution du taux d'une année sur l'autre.

Comment sont différenciés les taux d'actualisation ?

Si la norme propose d'utiliser un WACC comme point de départ, elle indique néanmoins qu'il ne s'agit que d'un taux de base, qui doit être ajusté pour refléter les risques propres à chaque UGT. Ainsi, en 2008, 75% des sociétés indiquent utiliser des taux différenciés par UGT. Pour autant, moins de 3% des sociétés donnent des indications sur la nature et les modalités de calcul exactes des ajustements effectués.

Un sujet de communication globalement négligé

L'absence de communication autour du taux d'actualisation est une surprise à double titre :

- d'une part, il s'agit d'un paramètre essentiel et complexe des travaux d'évaluation, dont le niveau détermine assez largement l'issue des tests de dépréciation.
- d'autre part, la norme impose aux entreprises une obligation de communication concernant les principaux paramètres des évaluations effectuées : à défaut de communiquer de manière détaillée sur les flux prévisionnels, information par nature stratégique et donc toujours sensible, on aurait a priori attendu des entreprises qu'elles communiquent de façon complète sur les taux d'actualisation retenus.

LES TAUX D'ACTUALISATION DEFINIS PAR LA NORME

« Les taux d'actualisation sont des taux avant impôt qui reflètent l'appréciation courante du marché de :

- la valeur temps de l'argent ;
- et les risques spécifiques à l'actif pour lesquels les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustées »

Norme IAS 36, §55

► Pour en savoir plus

Des statistiques sur le taux d'actualisation utilisé par les entreprises sont présentées en annexe.

ANNEXES

Annexe 1 : Glossaire	17
Annexe 2 : Description de l'échantillon	18
Annexe 3 : Méthodologie	20
Annexe 4 : Baromètres annuels détaillés	21
Annexe 5 : Statistiques sur la méthode de test mise en œuvre	22
Annexe 6 : Statistiques sur le taux d'actualisation utilisé	23
Annexe 7 : Direction scientifique de l'étude	24

ANNEXE 1

GLOSSAIRE

Coûts de sortie

Coûts marginaux directement attribuables à la sortie d'un actif ou d'une Unité Génératrice de Trésorerie, à l'exclusion des charges financières et de la charge d'impôt sur le résultat.

DCF (Discounted Cash Flows)

Méthode d'évaluation reposant sur l'actualisation de flux de trésorerie prévisionnels.

Juste valeur nette des coûts de cession

Montant qui peut être obtenu de la vente d'un actif ou d'une Unité Génératrice de Trésorerie lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normale entre des parties bien informées et consentantes, diminué des coûts de sortie.

Marché actif

Un marché actif est un marché pour lequel sont réunies les conditions suivantes :

- les éléments négociés sur ce marché sont homogènes ;
- on peut normalement trouver à tout moment des acheteurs et des vendeurs consentants ;
- les prix sont mis à la disposition du public.

Perte de valeur

Une perte de valeur doit être comptabilisée dès que le montant auquel un actif est enregistré au bilan s'avère supérieur à la fois à la valeur attendue de son utilisation par l'entreprise (valeur d'utilité) et au produit estimé de sa vente dans des conditions de concurrence normale (juste valeur).

UGT (Unité Génératrice de Trésorerie)

Le plus petit groupe identifiable d'actifs qui génère des entrées de trésorerie largement indépendantes des entrées de trésorerie générées par d'autres actifs ou groupes d'actifs.

Valeur d'utilité

Valeur actualisée des flux de trésorerie futurs susceptibles de découler d'un actif ou d'une Unité Génératrice de Trésorerie.

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Il s'agit de la moyenne pondérée du coût des différentes sources de financement de la société (capitaux propres, dettes financière). En prenant en compte les économies d'impôt sur frais financiers, il intègre l'impact positif de l'endettement sur le coût des capitaux.

ANNEXE 2

DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON

Le baromètre repose sur un échantillon de 104 sociétés, soit l'ensemble des entreprises de l'indice boursier SBF 120 exception faite des institutions financières (banques et assurances), des sociétés d'investissements et des rares sociétés pour lesquelles des opérations de marché significative sont intervenues sur la période (sortie de cote, modification de périmètre majeure, etc.) ou dont les rapports annuels ne font aucune mention des modalités de mise en œuvre d'IAS 36.

Composition de l'échantillon d'étude

Accor	Dassault Systèmes	JC Decaux	Saint-Gobain
ADP	Derichebourg	Klépierre	Sanofi-Aventis
Air France-KLM	EADS	Lafarge	Schneider Electric
Air Liquide	EDF	Lagardère	Séché Environnement
Alcatel Lucent	EDF Energies Nouvelles	Legrand	Séchillienne Sidec
Alstom	Eiffage	L'Oréal	SES
Alten	Eramet	LVMH	Sodexo
Altran Technologies	Essilor International	M6	Soitec Silicon
ArcelorMittal	Eutelsat	Maurel et Prom	Sperian Protection
Areva Ci	Fimalac	Michelin	Stallergènes
Arkema	Foncière des Régions	Néopost	Suez Environnement
Atos Origin	France Télécom	Nexans	Technip
Bénéteau	GDF Suez	Nexity	Téléperformance
Bic	Gecina	Nicox SA	TF1
Bonduelle	Gemalto	Orpéa	Thalès
Bourbon	Groupe Stéria	Pages Jaunes	Théolia
Bouygues	Haulotte Group	Pernod-Ricard	Thomson
Bureau Veritas	Havas	Peugeot SA	Total
Cap Gemini	Hermès International	PPR	Ubisoft Entertainment
Carbone Lorraine	Icade	Publicis Groupe SA	Unibail-Rodamco
Carrefour	Iliad	Rémy Cointreau	Valéo
Casino	Imerys	Renault	Vallourec
CGG Veritas	IMS	Rexel	Véolia Environnement
Ciments Français	Ingénico	Rhodia	Vinci
Club Méditerranée	Ipsen	Safran	Vivendi
Danone	Ipsos	Saft	Zodiac Aerospace

L'échantillon a été ventilé en dix secteurs distincts.

Répartition sectorielle des sociétés de l'échantillon

Agro-alimentaire - Luxe - Grande consommation	9	8,7 %
Automobile - Aéronautique	10	9,6 %
Chimie - Matériaux - BTP	16	15,4 %
Immobilier - Hôtellerie - Grande distribution	10	9,6 %
Media - Télécoms	11	10,6 %
Production d'énergie	9	8,7 %
Santé	6	5,8 %
Services aux collectivités - Transport	10	9,6 %
Services et software	11	10,6 %
Technologies	12	11,5 %
Total échantillon	104	100,0 %

Les actifs incorporels (y compris écarts d'acquisition) représentent pour l'ensemble de ces secteurs entre 30% et 150% de la valeur comptable des capitaux propres.

Montant des actifs incorporels aux bilans des sociétés de l'échantillon

en M€	Fin 2007		Fin 2008	
	Goodwill + Autres incorporels	En % des capitaux propres comptables	Goodwill + Autres incorporels	En % des capitaux propres comptables
Agro-alimentaire - Luxe - Grande consommation	65 509	122 %	64 852	123 %
Automobile - Aéronautique	37 519	57 %	38 645	63 %
Chimie - Matériaux - BTP	88 211	88 %	99 074	94 %
Immobilier - Hôtellerie - Grande distribution	24 127	46 %	23 932	50 %
Media - Télécoms	85 046	138 %	91 707	149 %
Production d'énergie ⁽¹⁾	17 773	34 %	19 645	34 %
Santé	48 027	100 %	45 928	94 %
Services aux collectivités - Transport	40 852	55 %	72 134	69 %
Services et software	10 000	92 %	10 005	90 %
Technologies	35 524	106 %	32 302	125 %
Total échantillon	452 587	81,7 %	498 224	86,1 %

(1) Hors Areva

Source Reuters

L'évolution du PBR (« Price to Book Ratio »), ratio qui mesure l'écart entre la valeur de marché et la valeur comptable des capitaux propres, est présentée dans le tableau ci-dessous.

PBR (Price to Book Ratio : capitalisation boursière / valeur comptable des capitaux propres)

en M€	Fin 2006	Fin 2007	Fin 2008
Agro-alimentaire - Luxe - Grande consommation	3,7	3,2	2,2
Automobile - Aéronautique	1,6	1,6	0,8
Chimie - Matériaux - BTP	2,1	2,3	1,0
Immobilier - Hôtellerie - Grande distribution	2,2	1,8	1,1
Media - Télécoms	2,3	2,4	1,8
Production d'énergie ⁽²⁾	3,0	2,8	1,6
Santé	2,2	2,1	1,4
Services aux collectivités - Transport	3,5	3,3	1,8
Services et software	2,3	2,4	1,6
Technologies	1,9	1,7	1,1
Total échantillon	2,5	2,4	1,4

(1) Capitalisation boursière à la date de clôture rapportée aux capitaux propres comptables à la même date

(2) Hors Areva

Source Reuters

La chute des cours qui a accompagné la crise financière de 2008 s'est logiquement traduite par une nette diminution du PBR. A priori, on aurait pu imaginer que cette évolution se traduise fin 2008 par une augmentation significative du nombre de dépréciations. Comme indiqué par le tableau ci-dessous, ce pronostic s'est avéré inexact : si le nombre de sociétés ayant opéré des dépréciations est en hausse en 2007 (+17% par rapport à 2006), il est en revanche stable entre 2007 et 2008.

Près de 70% des sociétés ayant opéré des dépréciations en 2006 en ont opéré de nouvelles en 2007 et en 2008. Dans le même temps, 38% des sociétés n'ont opéré aucune dépréciation sur les trois années observées.

Sociétés ayant opéré une dépréciation

Nombre de sociétés ayant opéré des dépréciations ...

... en 2008	49
... en 2007	48
... en 2006	36
... trois années successives (2006, 2007 et 2008)	24

Nombre de sociétés n'ayant opéré

aucune dépréciation 2006, 2007 et 2008 38

ANNEXE 3

METHODOLOGIE

QUESTIONS FORMULEES POUR L'ELABORATION DU BAROMETRE

Le Baromètre a été établi à partir d'un questionnaire de 51 questions, qui couvrent les thèmes suivants.

- 1 - **Présentation de la norme IAS 36**
Mention explicite de la norme et présentation de l'alternative entre juste valeur et valeur d'utilité
- 2 - **Méthode retenue pour les tests**
Juste valeur ou valeur d'utilité ; DCF, multiples ou autre méthode
- 3 - **Hypothèses de base des tests**
Durée du plan et de la période d'extrapolation, détermination de la valeur terminale, taux d'actualisation de base...
- 4 - **Paramètres du taux de base**
Taux sans risque, bêta, prime de marché, levier cible...
- 5 - **Différenciation par UGT**
Nombre d'UGT, unicité ou pluralité des approches d'évaluation et des taux, méthode de différenciation...
- 6 - **Source des paramètres utilisés**
Paramètres déterminés en interne, par un expert indépendant, fondés sur un consensus d'analystes...
- 7 - **Justification des modalités retenues pour les tests**
Evocation de la problématique avant/après impôt, explication des variations de taux, cohérence entre flux et taux pour la prise en compte du risque...
- 8 - **Sensibilité des résultats aux paramètres d'évaluation**
Tests de sensibilité sur le taux d'actualisation, le taux de croissance perpétuelle, les flux.

DESCRIPTION DES VARIABLES EXPLICATIVES DU BAROMETRE

Sept facteurs d'influence potentiels des notes du Baromètre ont été identifiés et transcrits sous la forme de variables quantitatives. Ces facteurs et les variables correspondantes sont énumérés ci-dessous.

- 1 - **Asymétrie d'information**
Variable égale, pour chaque société, à la moyenne annuelle des bid-ask spreads journaliers observés sur le cours de l'action.
- 2 - **Taille de l'entreprise**
Variable égale, pour chaque société, au logarithme népérien de la valeur d'entreprise, elle-même définie comme la somme de la capitalisation boursière, des intérêts minoritaires et de la dette financière nette.
- 3 - **Poids relatif des dépréciations de goodwill**
Variable égale, pour chaque société, au rapport entre la charge de dépréciation du goodwill enregistrée au cours de l'exercice et l'EBIT du même exercice.
- 4 - **Expérience d'un référentiel comptable proche de celui des IFRS**
Variable binaire égale à 1 pour les sociétés qui étaient cotées aux Etats-Unis avant janvier 2005 et à 0 pour les autres sociétés.
- 5 - **Risque associé à l'action de la société**
Variable égale, pour chaque société, au coefficient bêta de l'action, calculé sur une période de 2 ans via une régression linéaire entre les variations hebdomadaires du cours de l'action de la société et les variations du cours de l'indice de référence STOXX.
- 6 - **Poids de l'actionnariat institutionnel**
Variable égale, pour chaque société, au rapport entre le nombre d'actions détenues par des investisseurs institutionnels et le nombre total d'actions.
- 7 - **Dispersion de l'actionnariat**
Variable égale, pour chaque société, au flottant exprimé en pourcentage de la capitalisation boursière.

Toutes les données de marché nécessaires à la construction de ces variables ont été extraites de la base de données Reuters.

ANNEXE 4

BAROMETRES ANNUELS DETAILLES

Indicateurs statistiques des baromètres 2007, 2008 et 2009

	Note moyenne	Note médiane	Ecart-type	Note minimale	Note maximale	Taille de l'échantillon
2007	4,6	4,7	1,7	0,2	8,4	104
2008	4,9	5,1	1,7	0,3	8,9	104
2009	5,4	5,6	1,8	0,3	9,6	104

Baromètres annuels par secteur

	Année	Note moyenne	Note médiane	Ecart-type	Note maximale	Note minimale	Taille échantillon
Agro-alimentaire - Luxe - Grande consommation	2007	4,7	4,9	1,2	6,1	2,8	9
	2008	5,0	5,2	1,0	6,1	3,3	9
	2009	5,3	5,8	0,9	6,1	3,3	9
Automobile - Aéronautique	2007	4,5	4,3	2,2	7,3	0,2	10
	2008	5,1	5,5	2,1	7,4	0,5	10
	2009	5,6	5,8	2,1	8,6	0,5	10
Chimie - Matériaux - BTP	2007	4,8	5,1	1,9	7,8	0,8	16
	2008	5,2	5,1	1,9	8,8	0,8	16
	2009	6,1	6,3	1,6	8,3	3,1	16
Immobilier - Hôtellerie - Grande distribution	2007	3,5	4,0	2,2	6,3	0,3	10
	2008	3,9	4,6	2,5	6,9	0,3	10
	2009	4,4	5,1	2,8	7,9	0,3	10
Media - Télécoms	2007	5,8	5,6	1,1	8,4	4,2	11
	2008	5,8	5,6	1,3	8,9	4,2	11
	2009	5,6	5,8	1,7	8,9	2,7	11
Production d'énergie	2007	3,7	3,8	1,2	5,8	2,3	9
	2008	3,5	3,8	1,3	5,8	1,8	9
	2009	4,1	3,8	1,5	7,0	2,3	9
Santé	2007	3,3	3,2	1,9	5,3	0,3	6
	2008	3,8	3,4	1,4	5,7	2,3	6
	2009	4,1	3,7	1,7	6,4	2,3	6
Services aux collectivités - Transport	2007	4,7	4,7	1,2	6,4	2,6	10
	2008	5,1	5,1	1,4	7,3	2,3	10
	2009	5,4	5,5	1,6	8,0	3,3	10
Services et software	2007	5,2	5,4	1,2	6,8	2,6	11
	2008	5,2	5,6	1,1	6,4	2,6	11
	2009	5,7	5,7	1,0	7,1	3,7	11
Technologies	2007	4,9	4,7	1,5	6,8	2,5	12
	2008	5,1	5,1	1,7	7,9	2,5	12
	2009	6,1	6,1	1,7	9,6	3,8	12

ANNEXE 5

STATISTIQUES SUR LA METHODE DE TEST MISE EN ŒUVRE

Méthode retenue pour l'estimation de la valeur recouvrable			
	En 2006	En 2007	En 2008
Mise en œuvre d'un DCF uniquement	82 %	79 %	77 %
Mise en œuvre d'un DCF et d'une autre approche en parallèle	14 %	17 %	20 %
Mise en œuvre d'une autre méthode uniquement (multiples en général)	4 %	4 %	3 %
Total : échantillon complet de 104 sociétés	100 %	100 %	100 %

Type d'approche (valeur d'utilité ou juste valeur) pour laquelle la méthode DCF est mise en œuvre			
	En 2006	En 2007	En 2008
DCF pour le calcul d'une valeur d'utilité	85 %	89 %	91 %
DCF pour le calcul d'une juste valeur nette des coûts de cession	5 %	1 %	2 %
DCF sans précision du type de valeur choisi	10 %	10 %	7 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

Détermination des flux prévisionnels dans le cadre de la méthode DCF			
	En 2006	En 2007	En 2008
Flux explicitement construits pour l'estimation d'une Valeur d'Utilité	3 %	3 %	6 %
Plan d'affaires "classique" du management	36 %	38 %	47 %
Nature des flux non précisée	61 %	59 %	48 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

ANNEXE 6

STATISTIQUES SUR LE TAUX D'ACTUALISATION UTILISÉ

Nature du taux retenu pour la mise en œuvre de la méthode DCF			
	En 2006	En 2007	En 2008
WACC	54 %	55 %	60 %
Autre modèle de référence	4 %	3 %	4 %
Modèle non précisé	42 %	42 %	36 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

Différenciation des taux retenus selon les UGT			
	En 2006	En 2007	En 2008
Utilisation d'un taux unique pour toutes les UGT	23 %	24 %	25 %
Utilisation de taux différenciés selon les UGT	77 %	76 %	75 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

Communication des modalités de calcul du taux			
	En 2006	En 2007	En 2008
Formule de calcul explicitement communiquée	1 %	2 %	3 %
Communication d'un moindre niveau de détail	8 %	11 %	18 %
Aucune précision sur les modalités de calcul retenues	91 %	87 %	79 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

Divulgence des taux d'actualisation utilisés			
	En 2006	En 2007	En 2008
Communication d'un (ou plusieurs) taux d'actualisation chiffré(s)	77 %	83 %	87 %
Mise en œuvre d'un DCF sans communiquer le taux d'actualisation	23 %	17 %	13 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

Evolution des taux d'actualisation entre 2006 et 2008		
	Evolution 2006-2007	Evolution 2007-2008
Taux en baisse	32 %	21 %
Taux stable	34 %	30 %
Taux en hausse	34 %	49 %
Total : entreprises qui communiquent un taux les 3 années	100 %	100 %

Détermination des flux prévisionnels dans le cadre de la méthode DCF			
	En 2006	En 2007	En 2008
Avant impôt	29 %	27 %	23 %
Après impôt	32 %	39 %	46 %
Non précisé	39 %	34 %	32 %
Total : entreprises qui mettent en œuvre la méthode DCF	100 %	100 %	100 %

ANNEXE 7

DIRECTION SCIENTIFIQUE DE L'ÉTUDE

Jean-François Casta, Professeur à l'Université de Paris-Dauphine

Docteur en économie de la production, Agrégé d'économie et gestion, diplômé de l'Institut National des Sciences et Techniques Nucléaires, Jean-François Casta a exercé comme Commissaire aux Comptes, puis comme consultant en Corporate Finance, dans différents réseaux internationaux d'audit et de conseil. Spécialiste de reporting financier et de normes IFRS, il encadre des recherches doctorales (DRM Finance, UMR CNRS) dans le domaine de la « Fair value accounting » et du « Comprehensive income ». Jean-François Casta est l'auteur de nombreux ouvrages ou de chapitres relatifs à l'évaluation des actifs et au risque. Il dirige le Master 229 « Audit financier » à l'université Paris Dauphine et enseigne la finance dans l'Executive MBA Université Paris-Dauphine-IAE de Paris.

Bruno Husson, Associé chez Accuracy et Professeur Affilié du Groupe HEC

Diplômé d'HEC et titulaire d'un Doctorat d'Etat de l'Université Paris-Dauphine, Bruno Husson a débuté sa carrière en 1977 au Groupe HEC comme professeur de finance, avant de rejoindre ODDO & Cie en 1987, puis BRYAN, GARNIER & Co en 1999, sociétés au sein desquelles il a développé les activités d'analyse financière et de conseil financier «corporate». Début 2003, il a créé en association avec Close Brothers SA, CB Fairness, société spécialisée en évaluation financière et attestations d'équité. Ces quinze dernières années, Bruno Husson est intervenu comme expert indépendant dans plus de soixante-dix opérations impliquant des sociétés cotées et dans une vingtaine de levées de fonds dans le cadre d'introductions en bourse ou de placements privés. Chez Accuracy depuis 2006, il développe les activités dans tous les domaines de l'évaluation financière : évaluations patrimoniales, évaluations de préjudices, attestations d'équité, expertises méthodologiques, évaluations dans le cadre des normes comptables IFRS, etc.

Henri Philippe, Associé chez Accuracy

Diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA et Docteur en Finance, Henri Philippe a débuté sa carrière chez FCC AUDIT & CONSEIL, avant de rejoindre en 1999 PwC Corporate Finance où il a exercé les fonctions de manager au sein du département Evaluation. Début 2005, il a participé, en qualité de Directeur, au développement de CB FAIRNESS, société spécialisée en évaluation financière et attestations d'équité. Au cours des dix dernières années, Henri Philippe est devenu un spécialiste en matière d'évaluations complexes (évaluation d'instruments dérivés, options réelles, etc.). Il a également conseillé de nombreuses sociétés lors de la mise en place des normes comptables IFRS, que ce soit pour la comptabilisation de plans de stock-options ou la réalisation de tests de dépréciation de goodwill et d'actifs incorporels. Henri Philippe est chargé de cours en finance au Groupe HEC, ainsi qu'à l'Université Paris-Dauphine. Chez Accuracy depuis 2006, il est expert du pôle « Valuation & Fairness Opinion ».

Olivier Ramond, Maître de conférences à l'Université Paris-Dauphine

Docteur en sciences de gestion, diplômé d'Actuariat, Commissaire aux Comptes et diplômé d'Avocature, Olivier Ramond est responsable pédagogique du Master 229 « Audit Financier » et co-directeur du diplôme de « Droit et ingénierie des patrimoines » à l'Université Paris-Dauphine. Il est également Research Fellow à la Manchester Business School (U.K.). Auteur d'articles académiques et professionnels dans le domaine du reporting financier, des normes IFRS et de l'évaluation, Olivier Ramond enseigne ces disciplines à l'Université Paris-Dauphine et à Sciences-Po Paris et intervient comme consultant auprès de groupes cotés.



Accuracv • 41, rue de Villiers • 92200 Neuilly-sur-Seine
Tél. : + 33 (0)1 58 75 75 10 • Fax : + 33 (0)1 58 75 75 11 • www.accuracy.eu

Université Paris-Dauphine • Place du Maréchal de Lattre de Tassigny • 75116 PARIS
Tél. : + 33 (0)1 44 05 44 05 • Fax : + 33 (0)1 44 05 49 49 • www.dauphine.fr