

# La crise des marchés financiers : quelles conséquences sur la valeur des actifs ?

Dans le contexte boursier actuel, la valeur des actifs doit nécessairement être examinée à la lumière du choix de la prime de risque de marché utilisée pour les besoins des tests de dépréciation.



Par Xavier Paper, associé,  
Paper Audit & Conseil

La norme IAS 36 relative aux dépréciations d'actifs fournit le corps de règles permettant aux entreprises de s'assurer, à chaque date d'arrêt des comptes, que la valeur comptable des actifs enregistrés au bilan ne s'est pas dépréciée depuis la précédente date d'arrêt des comptes. A quelques semaines de la publication des comptes semestriels, il semble opportun de s'interroger sur les effets que la crise des marchés financiers est susceptible d'avoir sur la valeur des actifs des entreprises.

## 1. Le test de dépréciation des actifs selon la norme IAS 36

La norme IAS 36 s'applique à la majorité des actifs non financiers, qu'ils soient corporels ou incorporels, dès lors qu'il existe un quelconque indice de perte de valeur. S'agissant des actifs incorporels à durée de vie indéterminée (goodwills), les tests de dépréciation ont alors un caractère systématique.

En cas d'indice de perte de valeur, l'entreprise doit calculer la valeur recouvrable de l'actif à savoir, la plus élevée entre la juste valeur diminuée du coût des ventes et la valeur d'utilité. La juste valeur diminuée du coût des ventes correspond peu ou prou à la valeur de marché de l'actif ; la valeur d'utilité s'apprécie généralement sur la base des flux de trésorerie actualisés associés à l'actif testé. En l'absence de marché actif, l'entreprise doit calculer la valeur d'utilité. Cela passe par l'estimation des flux de trésorerie futurs attendus et du taux d'actualisation prenant en compte le niveau de risque associé aux actifs testés.

## 2. Les effets de l'augmentation de la prime de risque de marché

En pratique, le taux d'actualisation utilisé pour calculer la valeur d'utilité est estimé à partir du coût du capital de l'entreprise ; ce dernier correspond au taux implicite du marché financier que l'on détermine selon une formule issue de la théorie du modèle d'évaluation des actifs financiers (Medaf). Selon cette théorie, les investisseurs ne rémunèrent que le risque exogène (risque de marché), le coût du capital étant égal à la somme du taux correspondant au loyer de l'argent auquel s'ajoute une prime de risque, inhérente au profil de risque de l'entreprise et proportionnelle à la prime de risque

de marché. En pratique, le taux du loyer de l'argent correspond au taux des emprunts d'état de maturité 10 ans (OAT 10 ans) tandis que la prime de risque de marché est estimée à partir des valeurs qui composent l'indice CAC 40.

Cette prime, qui représente l'écart entre la rentabilité anticipée du marché et le taux sans risque, est fondée sur les anticipations des investisseurs ; c'est une donnée de nature prospective qu'il est logique d'utiliser pour les besoins de l'actualisation des flux de trésorerie, eux-mêmes prospectifs. Dès lors, si les investisseurs anticipent un accroissement du risque de marché (détérioration de l'environnement économique, hausse des taux d'intérêt, risque de change, etc.), le coût du capital des entreprises doit augmenter en relation avec la prime de risque de marché attendue. A cet égard, la prime de risque de marché, anticipée à partir du price earning ratio (PER) ressortant de l'indice CAC 40 et du taux de l'OAT 10 ans, a oscillé entre 4,5 % et 5,5 % au cours du premier semestre 2008 et a progressé d'environ 200 points de base depuis la fin de l'année 2007, passant de 3,5 % à 5,5 %. De surcroît, cette augmentation, qui traduit une baisse de plus de 20 % de l'indice CAC 40, depuis le début de l'année 2008, ne s'est pas accompagnée d'une révision des résultats des entreprises d'un niveau équivalent. Sur cette base, les tests de dépréciation relatifs à la mise en œuvre de la norme IAS 36 devraient conduire, selon toute logique, à une baisse généralisée de la valeur d'utilité des actifs, notamment des goodwills, ainsi qu'à l'enregistrement des provisions correspondantes pour dépréciation.

## 3. La prime de risque prospective versus la prime de risque historique

En conclusion, les investisseurs devraient prêter une attention toute particulière à l'évolution du coût du capital utilisé par les entreprises lors de la mise en œuvre des tests de dépréciation. La prise en compte d'une prime de risque historique (fondée sur les rentabilités ex-post obtenues par les investisseurs), par construction plus faible que la prime de risque prospective dans la conjoncture économique actuelle, pourrait constituer un moyen détourné de masquer la hausse des taux d'actualisation et de réduire ainsi, voire d'annuler, les risques de comptabilisation de provisions pour dépréciation. ■