

LA LETTRE DE XAVIER PAPER

WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 104

mars 2017

TESTS DE DEPRECIATION : LES TAUX D'ACTUALISATION SONT-ILS LES BONS ?

Lorsque les entreprises établissent leurs états financiers, elles utilisent nombre d'hypothèses et d'estimations sur lesquelles elles ne communiquent pas nécessairement de manière explicite. Tel est souvent le cas, en matière de tests de dépréciation, lorsque les différents paramètres sous-tendant le calcul des taux d'actualisation appliqués aux flux de trésorerie disponible ne sont pas détaillés dans leur intégralité. Dans la mesure où ces tests sont particulièrement sensibles aux taux d'actualisation utilisés, la question se pose de la pertinence du calcul de ces derniers. En particulier, reflètent-ils correctement le coût du capital ? Sont-ils, le cas échéant, surévalués ou sous-évalués ? Quels sont les facteurs explicatifs des écarts constatés ? Après avoir présenté le principe de mise en œuvre des tests de dépréciation, nous proposons ci-après une méthodologie (la « **Méthodologie** ») permettant d'apprécier la pertinence des taux d'actualisation utilisés par les préparateurs des états financiers.

LES TESTS DE DEPRECIATION

La norme IAS 36 (« *Dépréciation d'actifs* ») définit les procédures permettant de vérifier que la valeur comptable des actifs d'une entreprise donnée n'excède pas leur valeur recouvrable, celle-ci étant définie comme le montant le plus élevé entre la juste valeur (prix de vente) desdits actifs, nette des coûts de cession, et leur valeur d'utilité. Elle indique que l'entreprise « *doit apprécier à chaque date de reporting s'il existe un quelconque indice qu'un actif peut avoir subi une perte de valeur* » (§.9), sachant que le test permettant d'estimer la dépréciation éventuelle doit être réalisé de façon obligatoire, chaque année, qu'il y ait indice de perte de valeur ou non, pour les goodwill et les immobilisations incorporelles à durée de vie indéterminée (§.10).

L'entreprise n'est pas nécessairement tenue d'estimer, d'une part la juste valeur de l'actif, nette des coûts de cession, d'autre part sa valeur d'utilité ; en effet, dès lors que l'un des deux montants est supérieur à la valeur comptable de l'actif, celui-ci n'est pas déprécié. Cette situation rend inutile l'estimation de l'autre montant. En pratique, les préparateurs des états financiers se limitent, le plus souvent, au calcul de la valeur d'utilité de l'actif (prédominance de la méthode DCF¹).

Selon la norme IAS 36 (§.6), la valeur d'utilité est la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs susceptibles de découler d'un actif ou d'une unité génératrice de trésorerie². Elle suppose que l'entreprise établisse des projections de flux de trésorerie sur la base de prévisions et/ou de budgets financiers les plus récents qu'elle actualise à un taux, avant impôt, qui reflète l'appréciation courante par le marché de la valeur temps de l'argent et les risques spécifiques attachés à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustées (§.55). En pratique, les projections ont le plus souvent une durée de 5 ans et le taux retenu, estimé sur la base du coût du capital de l'entreprise, est un taux après impôt. Il convient de noter que certaines entreprises, qui ont plusieurs UGT, actualisent les projections de flux selon un taux différencié reflétant le risque attaché à chacune des UGT ; dans la majorité des cas, les taux d'actualisation correspondent au coût du capital de l'entreprise, corrigé du risque lié à la zone géographique et/ou à l'activité.

¹ *Discounted Cash Flows* (ou actualisation des flux de trésorerie disponible).

² Une unité génératrice de trésorerie (UGT) est 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 (§.6). En pratique, il s'agit souvent de la zone géographique ou de l'activité qui porte le goodwill à tester.

PRINCIPE DE LA METHODOLOGIE

La méthodologie mise en œuvre afin d'apprécier la pertinence des taux d'actualisation retenus par les préparateurs des états financiers lors des tests de dépréciation repose sur les deux postulats suivants :

- les taux d'actualisation retenus par les experts indépendants, lors de la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé lors d'offres publiques, constituent une bonne estimation du coût du capital des sociétés cibles évaluées. En effet, les experts susvisés sont indépendants, expérimentés et rompus aux pratiques de l'évaluation financière ; et
- les taux d'actualisation utilisés par les préparateurs des états financiers pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation sont calculés selon le coût moyen pondéré du capital³.

Pour les besoins de notre étude, nous avons utilisé les rapports d'expertise indépendantes des 3 dernières années (2014, 2015 et 2016) disponibles sur le site Internet de l'Autorité des Marchés Financiers ([AMF] - www.amf-france.org), soit 99 rapports d'expertise indépendante. Nous avons exclu les rapports pour lesquels :

- la société cible évaluée est une foncière ou une société coquille ;
- l'offre publique porte sur les bons de souscription d'actions (BSA) de la société cible et non sur ses actions ;
- la société cible présente ses comptes consolidés et/ou sociaux selon les normes comptables françaises, pour lesquelles il n'existe pas nécessairement de dispositions équivalentes à la norme IAS 36 ; et
- l'information relative au taux d'actualisation est absente des états financiers de la société cible : absence de tests de dépréciation en l'absence de goodwill, états financiers non disponibles en cas de sortie de la cote, ou recours à la juste valeur, nette des coûts de cession, et non à la valeur d'utilité.

En définitive, l'échantillon de notre étude se limite à 49 rapports d'expertise indépendante.

Pour chacune des sociétés de l'échantillon analysé, nous avons retenu le taux d'actualisation mentionné dans le rapport annuel de l'exercice fiscal le plus proche de la date de l'offre publique correspondante. En présence d'un taux d'actualisation différencié par UGT (région ou secteur d'activité), nous avons retenu un taux moyen pondéré par le chiffre d'affaires.

RESULTATS ET ORIGINE DES ECARTS

Après avoir préparé les données selon le processus décrit ci-avant, nous avons effectué un comptage du nombre d'occurrences pour les 3 cas de figure suivants :

- le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF est supérieur à celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation (cas n° 1). Cette situation traduit une éventuelle sous-évaluation du taux retenu pour le calcul de la valeur d'utilité ;
- le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF est inférieur à celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation (cas n° 2). Cette situation traduit une éventuelle surévaluation du taux retenu pour le calcul de la valeur d'utilité ; et

³ Postulat corroboré par les différentes études ou analyses existant sur ce sujet.

- le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF est égal à celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation (cas n° 3).

Le tableau ci-dessous présente les résultats du comptage, en nombre et en pourcentage :

Cas n° 1	Cas n° 2	Cas n° 3	Rapports exclus de l'étude	Total
19	28	2	50	99
39%	57%	4%		100%

Les résultats font apparaître une éventuelle sous-évaluation des taux retenus par les préparateurs des états financiers, dans 39% des cas, et une éventuelle surévaluation, dans 57% des cas. L'égalité reste l'exception (4% des cas).

Néanmoins, la détermination du coût du capital, qui suppose l'estimation du taux sans risque, du bêta et de la prime de risque de marché, étant susceptible de varier sensiblement d'un évaluateur à l'autre en fonction de ses choix⁴, il apparaît peu probable, en pratique, que deux évaluateurs différents calculent des taux strictement identiques. Sur la base de ce constat, nous avons modifié la définition des 3 cas visés ci-avant, considérant que l'égalité des taux était établie dès lors que l'écart constaté était inférieur à 0,5% (en valeur absolue). Les 3 cas de figure sont modifiés de la façon suivante :

- le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF est supérieur de plus de 0,5% à celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation (cas n° 1 bis). Cette situation traduit une éventuelle sous-évaluation du taux retenu pour le calcul de la valeur d'utilité ;
- le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF est inférieur de plus de 0,5% à celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation (cas n° 2 bis). Cette situation traduit une éventuelle surévaluation du taux retenu pour le calcul de la valeur d'utilité ; et
- l'écart entre le taux retenu par l'expert indépendant pour les besoins de la mise en œuvre de la méthode DCF et celui utilisé par l'entreprise pour les besoins de la mise en œuvre des tests de dépréciation ne dépasse pas 0,5% (cas n° 3 bis).

Le tableau ci-après présente les résultats de ce nouveau comptage, en nombre et en pourcentage :

Cas n° 1 bis	Cas n° 2 bis	Cas n° 3 bis	Rapports exclus de l'étude	Total
10	16	23	50	99
20%	33%	47%		100%

Les résultats, désormais plus contrastés, font apparaître que, dans la majorité des cas (47%), les experts indépendants et les préparateurs des états financiers déterminent un coût du capital sensiblement identique. Il existe donc des écarts dans 53% des cas. Des calculs statistiques complémentaires montrent que la moyenne des écarts (en valeur absolue) ressort à 0,9%⁵ et que l'écart interdécile ressort à 2,1%⁶ ; ces éléments confirment que les écarts constatés sont souvent significatifs.

⁴ Par exemple : choix des sociétés comparables cotées pour la détermination du bêta ou de l'indice de référence pour l'estimation de la prime de risque de marché (CAC 40, SBF 250, etc.).

⁵ La moyenne des taux retenus par les experts indépendants étant égale à 9,3%, la moyenne des écarts de 0,9% correspond à une variation de près de 10% du taux d'actualisation.

⁶ L'intervalle interdécile est une mesure de la dispersion (des 80% d'observations centrales).

D'une façon générale, les sociétés communiquent peu, voire pas du tout, sur les modalités de calcul du taux d'actualisation, se contentant de mentionner le(s) taux utilisé(s) et limitant, dès lors, la compréhension des écarts observés. Certains écarts trouvent leur origine dans les éléments explicatifs suivants :

- les préparateurs des états financiers utilisent majoritairement la méthode du coût moyen pondéré du capital alors qu'une partie importante des experts indépendants privilégient la méthode du coût d'opportunité du capital, cette dernière ne prenant pas en compte l'impact de la structure financière de la société évaluée ;
- bon nombre de sociétés utilisent un taux d'actualisation différencié par UGT alors que les experts indépendants, qui ne disposent souvent que d'un business plan global, utilisent un taux d'actualisation unique ; et
- certains experts indépendants ajoutent une prime de risque spécifique au taux d'actualisation issu du MEDAF⁷, afin de tenir compte de la faible liquidité du titre de la société évaluée ou de sa petite taille⁸ (cf. la Lettre de XAVIER PAPER de juin 2016 - « Evaluation : faut-il appliquer une prime de risque spécifique ? »), alors que les préparateurs des états financiers utilisent peu cette méthode.

CONCLUSION

La détermination du coût du capital est un exercice délicat, qui repose sur l'utilisation de paramètres dont la mesure est susceptible de présenter une grande variabilité. Les développements qui précèdent le confirment ; dans la majorité des cas, des écarts apparaissent entre les taux utilisés par les experts indépendants et ceux utilisés par les préparateurs des états financiers. Néanmoins, la proportion relativement équilibrée entre les écarts positifs, traduisant une éventuelle sous-évaluation du taux d'actualisation, et les écarts négatifs, traduisant une éventuelle surévaluation du taux d'actualisation, rend difficile toute conclusion relative à la pertinence du calcul des taux d'actualisation utilisés soit par les préparateurs des états financiers soit par les experts indépendants. Les écarts observés ont, tout simplement, pour origine les nombreuses modalités de calcul possibles du coût du capital.

PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire
75017 Paris, France
+33 1 40 68 77 41
www.xavierpaper.com

Xavier Paper
+33 6 80 45 69 36
xpaper@xavierpaper.com

Patrick Grinspan
+33 6 85 91 36 23
pgrinspan@xavierpaper.com

⁷ Modèle d'équilibre des actifs financiers.

⁸ D'un point de vue boursier, la taille et la liquidité sont liées ; en effet, plus une société est de taille importante (elle se mesure par la capitalisation boursière), meilleure est sa liquidité (elle se traduit par des volumes d'échange de titres importants).