

Les survaleurs au centre des préoccupations comptables

DANG PHAM, CHRISTOPHE MARION ET CARINE BOITEAU

On n'a pas fini d'entendre parler des survaleurs. Hier, à la fin des années 1990, leur multiplication et leurs montants gigantesques témoignaient du dynamisme de l'économie et de l'optimisme des dirigeants engagés dans la course à la croissance et au redéploiement stratégique. Aujourd'hui, les actionnaires, encore traumatisés par la « dégringolade financière », apprennent que sous forme d'amortissements exceptionnels ou de pertes pour dépréciation, leurs dirigeants sont toujours en train de purger ces bilans de leurs « scories comptables » : 54 milliards de dollars pour AOL Time Warner, 44,8 milliards de dollars pour JDS Uniphase, 15,7 milliards d'euros pour Vivendi Universal en 2001... Les survaleurs sont donc encore au centre des préoccupations comptables de beaucoup de groupes. La communauté financière est restée longtemps divisée sur le choix de leur traitement comptable rendu complexe par la coexistence de multiples méthodes au plan national et international. Mais récemment, des développements réglementaires au plan international ont, semble-t-il, changé la donne : il est temps de faire un état des lieux, de rappeler la complexité du problème et d'examiner les apports et limites des nouvelles normes.

La nature ambiguë de la survaleur

La survaleur est la différence entre le prix payé et la valeur comptable de ce que l'on acquiert, compte tenu des revalorisations de certains éléments identifiables du bilan. Comment l'interpréter ?

La différence vient d'abord de la convention fondamentale du coût historique adoptée en comptabilité, qui entraîne plusieurs conséquences. En premier lieu, pour les actifs amortissables, le coût historique est amorti sur une durée conventionnelle, non dénuée de considérations fiscales. En règle générale, on amortit sur une durée plus courte que sa durée de vie économique, ce qui entraîne rapidement une valeur comptable inférieure à la valeur économique. En deuxième lieu, la comptabilité ne tenant compte que des actifs achetés par l'entreprise, de nombreux actifs, notamment incorporels, générés en interne, ne sont pas représentés au bilan (marque, fonds de commerce, etc.). Enfin, il est normal que le coût, par hypothèse payé dans le passé, ne soit pas une bonne représentation de la valeur actuelle ou attendue dans le futur. L'approche bilantielle, privilégiée par la comptabilité, s'oppose à celle du rendement, favorisée par l'acheteur.

De plus, même si l'on supposait que la comptabilité représente correctement la valeur d'un actif, on pourrait encore admettre que cette valeur ne soit pas pertinente dans le cas d'une acquisition d'entreprise. En effet, l'ensemble des biens acquis vaut plus que la somme de leurs valeurs : « le tout vaut plus que la somme des parties ». Quitte à aller dans le sens des synergies, certains ajoutent que l'entreprise achetée vaut même plus que la valeur intrinsèque de l'ensemble de ses actifs et passifs, puisque ceux-ci sont à intégrer dans un ensemble plus grand : celui de l'acquéreur. On parle alors de synergies externes...

Plus grand choix

Enfin, les survaleurs constatées à l'occasion de regroupements d'entreprises sont souvent telles que les mathématiques et la psychologie ont aussi été avancées pour les justifier. Les mathématiques contribuent par le biais de la théorie des options réelles, qui vise à mesurer la valeur de la flexibilité dont disposent les dirigeants en situation d'incertitude. Imaginons deux usines : A, capable de produire jusqu'à 1 million d'unités avec des frais proportionnels à la production, et B, qui peut produire ces mêmes quantités, mais à un niveau constant de frais fixes. Il est assez intuitif que A vaut plus cher que B, même dans l'hypothèse d'une production de 1 million d'unités et même si les coûts de revient sont équivalents à ce niveau de production. Dans cette logique, c'est l'accès à un plus grand choix

ÉTAT DES LIEUX La communauté financière est restée longtemps divisée sur le choix du traitement comptable des survaleurs. Mais récemment, des développements réglementaires au plan international ont, semble-t-il, changé la donne.



À la fin des années 1990, la multiplication et les montants gigantesques des survaleurs témoignaient du dynamisme de l'économie et de l'optimisme des dirigeants engagés dans la course à la croissance et au redéploiement stratégique.

de décisions économiques qui justifie la survaleur. En plus des mathématiques, la théorie financière a recours à la psychologie et explique la survaleur par le simple orgueil (« hubris » en anglais). Comme l'a dit Warren Buffett, de nombreux acquéreurs se prennent pour une princesse dont le baiser va transformer le crapaud en superbe prince charmant : « on observe de nombreux baisers, mais très peu de miracles ».

Naturellement, selon l'analyse que l'on fait de la survaleur, la vision que l'on aura de son traitement comptable sera bien différente.

Les modes de traitement de la survaleur

On peut d'abord préconiser une imputation de la survaleur en déduction des capitaux propres consolidés. Plusieurs raisons sont avancées, notamment par les Britanniques qui ont été longtemps au premier rang des défenseurs de cette solution : difficulté à identifier les origines de la survaleur et à déterminer la durée d'un éventuel amortissement, ambiguïté du concept qui fait que son caractère d'actif peut être contesté (ce n'est pas un élément séparable qui peut être vendu sans céder d'autres éléments du patrimoine ou l'entreprise elle-même), cohérence avec la non-reconnaissance à l'actif du « goodwill » créé en interne. Mais ce traitement présente l'inconvénient, notamment, de voiler le montant investi et de faire disparaître toute mauvaise affaire, rendant ainsi plus difficile l'appréciation de la performance après l'acquisition. A l'extrême, il a permis le « recyclage » en résultat des capitaux propres antérieurs, par le biais de reprises de provisions constituées lors d'acquisitions. Il est aujourd'hui interdit au

niveau international et son application a été rendue pratiquement impossible par les autorités comptables françaises. On peut aussi tout simplement empêcher la survaleur de naître : on aura recours alors à la méthode de mise en commun d'intérêts (« pooling of interests ») qui permet, dans le cas d'acquisitions payées principalement en actions et sous certaines conditions, de comptabiliser les regroupements d'entreprises non comme des acquisitions mais comme des mariages : on se contente alors d'agréger des valeurs comptables, les actifs et passifs acquis étant repris en coûts historiques et aucune survaleur n'étant dégagée.

Cette solution est particulièrement avantageuse dans la mesure où le résultat est non seulement allégé d'un amortissement de survaleur qui n'existe plus, mais encore « boosté » par le maintien des coûts historiques (réduction des bases d'amortissement des actifs amortissables acquis, augmentation des plus-values futures en cas de cession) alors que dans le même temps les capitaux propres sont réduits, ce qui améliore les taux de rentabilité futurs. A l'origine applicable seulement dans des situations particulières où il n'était pas possible d'identifier un acquéreur, ce mode de traitement a cependant donné lieu à de nombreux abus aux Etats-Unis. Reconnu en France, il est en train de devenir (pour combien de temps ?) une exception française (BNP/Paribas, Carrefour/Promodès, Total/Fina/ELF, etc.) car les nouvelles normes tant internationales (IFRS 3) qu'américaines (FAS 141 et 142) l'interdisent. On peut aussi inscrire la survaleur au bilan et l'amortir, si elle est positive, sur sa durée d'utilisation, comme tout autre actif amortissable. La survaleur



Dang Pham est professeur à HEC.



Christophe Marion est fondateur de FinHarmony, conseil et formation.

semble satisfaisante aux conditions de reconnaissance d'un actif : elle est source d'avantages économiques futurs pour l'acquéreur, dont la réalité est attestée par la transaction passée, sauf à remettre en question la rationalité économique des opérateurs et le caractère objectif de la mesure. Toutefois, pour certains, il est prudent de considérer que ces avantages futurs ne dureront pas éternellement et il convient par conséquent de procéder à un amortissement systématique. On peut laisser à l'entreprise le soin de fixer elle-même la durée de vie en fonction des hypothèses retenues et des objectifs fixés lors de l'acquisition (solution actuellement retenue en France) ou imposer conventionnellement des limites (vingt ans selon l'ancienne norme IAS 22, ou quarante ans autrefois aux USA). L'amortissement systématique des survaleurs a l'avantage de la simplicité et permet de respecter le principe de rattachement des coûts aux revenus (« matching principle »), central dans la comptabilité traditionnelle.

Ce mode de traitement n'est cependant plus retenu par les nouvelles normes IFRS 3 et FAS 142 qui se sont ralliées à une autre solution : inscrire la survaleur à l'actif sans amortissement et effectuer un test de valeur (« impairment test ») au moins annuel qui peut déboucher sur l'enregistrement (irréversible) de la dépréciation en résultat. Les partisans de cette solution, qui semblent donc l'emporter aujourd'hui, font valoir que l'actif incorporel acquis peut très bien avoir une durée indéfinie (comme certaines marques très anciennes qui continuent à être exploitées) et une valeur qui non seulement ne se dégrade pas mais augmente. Par ailleurs, un amortissement ferait double emploi avec la comptabilisation de charges telles que les frais de promotion, de publicité, de recherche, qui contribuent à maintenir, voire à accroître, les avantages économiques acquis. En outre, un résultat après amortissement systématique des survaleurs sur une durée arbitraire n'est pas, ainsi que diverses recherches l'ont montré (Jennings, LeClere et Thompson, 2001), d'une grande utilité pour les marchés financiers. Les analystes, souvent, « mettent de côté » cet amortissement pour retrouver un résultat plus pur. Le maintien au bilan des survaleurs, sous réserve de test de dépréciation annuel, aurait aussi le mérite de fournir une information à jour sur un incorporel et l'on sait la soif des marchés pour davantage de renseignements sur ces intangibles, de plus en plus importants dans la valorisation des entreprises.

Les quatre modes de traitement précédents ont des conséquences très différentes sur les états financiers (figure ci-contre).

Les nouvelles normes : test de dépréciation et UGT Comment s'assurer que le montant de la survaleur globale au bilan ne s'est pas déprécié ? Par exemple, Sanofi a déboursé 55 milliards d'euros pour l'acquisition d'Aventis, dont les capitaux propres étaient de 10 à 15 milliards d'euros au 31 décembre 2003 (selon que l'on retient le référentiel comptable français ou américain). Le suivi de la survaleur ainsi dégagée, entre 40 et 45 milliards d'euros, est pratiquement impossible en l'état. D'où la nécessité de l'affecter aux différentes activités du groupe : médicaments de prescription, vaccins humains, santé animale ou aux autres métiers. Les normes internationales (IAS/IFRS) prévoient donc que la survaleur doit être affectée aux actifs sur une base assez fine : les « unités génératrices de trésorerie » (UGT). L'UGT est définie comme le plus petit groupe d'actifs générant des flux de trésorerie largement indépendants des flux générés par les autres actifs ou groupes d'actifs. Pour vérifier que les survaleurs sont comptabilisées à des valeurs satisfaisantes, il est nécessaire de mettre en place un processus en trois étapes : affectation des survaleurs, calcul de la valeur recouvrable des UGT et comptabilisation de l'éventuelle perte de valeur.

La première étape n'est pas sans problèmes. Par exemple, la Commission européenne donne son accord à la fusion entre Carrefour et Promodès à la condition qu'un certain nombre de magasins soient cédés afin d'éviter une position dominante sur ces marchés. La survaleur porte-t-elle sur l'ensemble des magasins de la cible, ou seulement sur ceux qui seront conservés ? Dans cette dernière hypothèse, comment affecter la survaleur si la liste des magasins à céder n'est pas encore arrêtée ? Pour se conformer à l'obligation d'affecter la survaleur, il est nécessaire de procéder à plusieurs estimations et hypothèses, qui incluent forcément toutes un certain degré de subjectivité. Ces hypothèses s'ajoutent à celles qui sont inhérentes aux UGT elles-mêmes. En effet, il convient de rappeler que la définition du périmètre des UGT est déjà le résultat d'un choix lourd de conséquences : toutes choses égales par ailleurs, des UGT au périmètre large sont susceptibles de mettre

l'entreprise à l'abri de pertes de valeur significatives par le biais de phénomènes de compensation.

La deuxième étape consiste à calculer la valeur recouvrable de ces UGT définie comme le plus grand des deux montants suivants : la valeur de marché (le prix de cession net) et la valeur d'utilité. Par définition, une UGT en cours de test n'est pas à vendre, sinon des règles particulières de valorisation s'appliqueraient et elle figurerait sur une ligne à part des états financiers : activités abandonnées. Dès lors, il est difficile d'en connaître le prix de cession net. C'est pourquoi la valeur recouvrable sera le plus souvent basée sur la valeur d'utilité, c'est-à-dire la somme actualisée des flux de trésorerie attendus de l'UGT. Une certaine part de subjectivité intervient donc à cette étape également, à travers les hypothèses que ce calcul nécessite. En effet, non seulement des paramètres tels que la durée de projection et le taux d'actualisation sont susceptibles d'influer sur le résul-

Toutes ces possibilités sont de nature à offrir aux dirigeants une latitude non négligeable pour ne pas déprécier la survaleur ou au contraire pour « charger la barque », selon les intentions du moment.

tat obtenu, mais, surtout, les prévisions sont par nature sujettes à caution. De même que certains nouveaux présidents ont pu être tentés de « passer les comptes à la paille de fer » par le biais de provisions importantes (« big bath reserve ») lors de leur prise de fonction, on peut craindre qu'une approche « pessimiste » dans l'élaboration des prévisions de trésorerie offre à la nouvelle direction un outil similaire. De plus, quelques difficultés supplémentaires d'ordre pratique sont à prévoir. En effet, du strict point de vue de la norme IAS 36, il n'est pas possible de se baser sur les plans d'activité de l'entité, car ceux-ci tiennent compte d'hypothèses pluriannuelles, comme la variation du périmètre de l'UGT. Or, la norme prévoit que la prévision de trésorerie doit porter sur un actif en l'état, c'est-à-dire compte non tenu des éventuelles réorganisations destinées à accroître la production. Ainsi, il faut prendre en compte les investissements de renouvellement, mais pas ceux de capacité.

Une fois ces difficultés surmontées, il convient – dernier temps du processus – de comparer la valeur d'utilité ainsi obtenue à la valeur nette comptable de l'UGT après affectation de la survaleur. Selon les normes IAS/IFRS, tout excédent de valeur comptable par rapport à la valeur recouvrable est affecté à la survaleur. Dans le cas particulier où la perte de valeur est supérieure à la valeur du « goodwill », la perte est imputée sur le « goodwill » jusqu'à ce que sa valeur soit ramenée à zéro et le solde de perte non imputée

est affecté aux autres actifs de l'UGT. Il s'agit d'un raccourci que les normes américaines (FAS 141 et 142) ne se sont pas permis. En US GAAP, l'excédent de valeur comptable sur la valeur recouvrable n'est que l'indicateur de la perte de valeur du « goodwill » (« triggering event »), qui doit être mesurée dans une étape complémentaire du processus que nous n'abordons pas ici.

Apports et limites des nouvelles normes

La philosophie privilégiée par les US GAAP et les IFRS comporte plusieurs avantages. Tout d'abord, elle met fin à la méthode du « pooling » très critiquée, qui masquait les montants de survaleur acquis et la réalité des transactions. Ensuite, elle s'inscrit dans un processus de convergence vers une méthode unique internationale. Par ailleurs, l'« impairment » évite l'écueil de la détermination d'une durée d'amortissement arbitraire rencontré par l'IAS 22 : dans les faits, les groupes privilégiant des durées courtes étaient pénalisés.

Enfin, selon les travaux d'Hirschey et Richardson (2002), l'annonce d'une dépréciation du « goodwill », suite à un test d'« impairment », apporte aux marchés financiers une information utile, perçue comme un signal de changements futurs adverses et importants pour le groupe. Cependant, sur le plan conceptuel, cette philosophie a été critiquée par certains commentateurs qui se sont interrogés sur l'intérêt d'un test de dépréciation qui ne sépare pas le « goodwill » acquis du « goodwill » interne généré par l'acquéreur avant et après l'acquisition : il peut en résulter une absence de signification réelle de la mesure, ce qui est troublant si l'on songe que, par ailleurs, les producteurs de comptes soulignent la complexité et le coût pour les entreprises de la mise en place de ce test...

Sur le plan pratique, comme nous l'avons montré, l'« impairment » implique des choix discrétionnaires. Outre l'effet de compensation, le test laisse des marges de manœuvre considérables à la subjectivité : détermination du périmètre des UGT, prévision de cash-flows, choix du taux d'actualisation. Toutes ces possibilités sont de nature à offrir aux dirigeants une latitude non négligeable pour ne pas déprécier la survaleur ou au contraire pour « charger la barque », selon les intentions du moment.

Face à ces incertitudes, il est à craindre que les utilisateurs des documents financiers ne tiennent pas compte des éventuelles dépréciations du « goodwill », de la même manière qu'ils n'utilisaient pas l'amortissement adopté par l'entreprise, mais employaient le leur. Toutefois, à la différence de la situation antérieure, ils ne disposent plus des informations nécessaires pour procéder à leur propre retraitement. Au total, le rapport coûts/avantages du nouveau dispositif semble incertain et même – pour l'instant du moins (*) – plutôt défavorable. Les normalisateurs n'auraient-ils pas cher payé la fin du « pooling of interests » ? Si c'était le cas, eux aussi auraient payé une... survaleur dont ils auront à assumer un jour la dépréciation ●

(*) En outre, le FASB et l'IASB étudient ensemble une suite qui rendrait encore plus complexe (« Business Combinations phase II ») le traitement de la survaleur (« full goodwill »).



Carine Boiteau est maître de conférences à Paris-V.

RÉSUMÉ

Les survaleurs sont encore au centre des préoccupations comptables de beaucoup de groupes. La communauté financière est restée longtemps divisée sur le choix de leur traitement comptable du fait de la coexistence de multiples méthodes aux plans national et international. Récemment, de nouveaux développements réglementaires au plan international ont, semble-t-il, changé la donne : le présent article fait un état des lieux, rappelle la complexité du problème et examine les apports et limites des nouvelles normes.

Impact des modes de traitement

La société M débourse 1.500 pour acquérir 90 % de la société F. La valeur comptable de F est de 500 à la date d'acquisition et M en détient 90 %, soit 450. Or, M a déboursé 1.500 pour les obtenir : il y a 1.050 d'écart de première consolidation. Si l'écart d'évaluation global est de 600, 90 % en revient à M, soit 540. Il reste donc 510 d'écart d'acquisition.

Les bilans de M et F, un an après l'acquisition

Bilan M				Bilan F			
Titres F	1.500	Capitaux propres	2.000	Actifs	1.000	Capitaux propres	500
Autres actifs	3.500	Dettes	3.000			Dettes	500
Total actif	5.000	Total passif	5.000	Total actif	1.000	Total passif	1.000

Les bilans consolidés du groupe M selon les 4 méthodes

Par hypothèse, on fixe le résultat consolidé avant traitement des écarts à 200, il est issu exclusivement de l'exploitation et toutes les dettes sont financières. Pour chacune des méthodes, trois ratios couramment utilisés en analyse financière sont calculés : le RoE (« return on equity » : résultat/capitaux propres), le RoA (« return on assets » : résultat d'exploitation/actif total) et le taux d'endettement (« gearing » : dettes financières/capitaux propres).

Imputation de la survaleur en déduction des capitaux propres consolidés				Méthode de la mise en commun d'intérêts (« Pooling of interests »)			
Actifs	5.100	Capitaux propres	1.490	Actifs	4.500	Capitaux propres	950
		Intérêts minoritaires	110			Intérêts minoritaires	50
		Dettes	3.500			Dettes	3.500
Total actif	5.100	Total passif	5.100	Total actif	4.500	Total passif	4.500
RoE : 13,4 %	RoA : 3,9 %	Endettement :	2,3	RoE : 21 %	RoA : 4,4 %	Endettement :	3,7

Amortissement sur vingt ans de la survaleur activée

Amortissement sur vingt ans de la survaleur activée				Activation de la survaleur et test de dépréciation annuel			
Actifs	5.100	Capitaux propres	1.974,5	Actifs	5.100	Capitaux propres	2.000
Ecart d'acquisition	484,5	Intérêts minoritaires	110	Ecart d'acquisition	510	Intérêts minoritaires	110
		Dettes	3.500			Dettes	3.500
Total actif	5.584,5	Total passif	5.584,5	Total actif	5.610	Total passif	5.610
RoE : 8,8 %	RoA : 3,1 %	Endettement :	1,77	RoE : 21 %	RoA : 3,6 %	Endettement :	1,75

Source : Auteurs.