

### 3 Détermination de la valeur d'utilité d'une Unité Génératrice de Trésorerie UGT

Guide de lecture de

# IAS 36

Dépréciation d'actifs

# 3

## Détermination de la valeur d'utilité d'une Unité Génératrice de Trésorerie (UGT)<sup>4</sup>

	Ce que dit la norme IAS 36 <sup>5</sup>	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.1 Méthodologie de calcul de la valeur d'utilité</b>			
<b>3.1.1 Définition</b>	<b>Paragraphe 6</b> <i>La valeur d'utilité est la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs susceptibles de découler d'un actif durant la période pendant laquelle l'entité s'attend à utiliser cet actif. (i.e. durée d'utilité)</i>	La définition de la valeur d'utilité recouvre la pratique d'évaluation d'un actif ou d'une activité par la méthode des flux futurs actualisés (ci-après « méthode DCF » pour Discounted Cash Flows)	
<b>3.1.2 Etapes du calcul</b>	<b>Paragraphe 31</b> <i>a) estimation des entrées et sorties de trésorerie futures devant être générées par une utilisation continue de l'actif et par sa sortie in fine</i> <i>b) application d'un taux d'actualisation approprié</i>	Etapes identiques pour la méthode DCF.	
<b>3.1.3 Éléments à intégrer</b>	<b>Paragraphes 30 et A1</b> Le calcul de la valeur d'utilité doit refléter : <i>a) une estimation des flux de trésorerie futurs que l'entité s'attend à obtenir de l'actif</i> <i>b) les anticipations de variations éventuelles du montant ou de l'échéancier de ces flux de trésorerie futurs</i> <i>c) la valeur temps de l'argent représentée par le taux d'intérêt sans risque actuel du marché</i> <i>d) le prix pour supporter l'incertitude inhérente de l'actif</i> <i>e) et d'autres facteurs tels que l'illiquidité dont les participants du marché tiendraient compte dans la valorisation des flux de trésorerie futurs.</i>	La pratique des évaluateurs est plus précise sur la définition du risque et diffère sur l'impact du financement et de l'illiquidité.  - Définition et segmentation du risque ; le risque total qui pèse sur les flux est décomposé en deux éléments : (i) le risque spécifique (ou risque diversifiable) non rémunéré par le marché car susceptible d'être éliminé par la diversification, (ii) le risque systématique (ou risque non diversifiable) rémunéré par le marché. Une telle segmentation ne recouvre pas précisément les éléments (b) et (d) de la norme.  - Impact du financement ; l'impact (positif) supposé de l'endettement sur la valeur des actifs financés est intégré via le calcul du coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC pour Weighted Average Cost of Capital). Selon les modalités de calcul usuelles, le Wacc comprend le coût des capitaux propres et le coût de la dette <u>après impôts</u> (ajustement à l'origine de la dénomination « coût moyen pondéré <u>ajusté</u> du capital » utilisée dans certains manuels de finance d'entreprise).  - Impact de l'illiquidité : généralement intégré via une hausse du taux d'actualisation ou l'application d'une décote sur le résultat de l'évaluation et non à travers un abattement des flux.	Retenir la segmentation du risque utilisée par les évaluateurs. Une telle segmentation du risque est parfaitement compatible avec la norme. En outre, lorsqu'elle est associée avec la méthode usuelle des évaluateurs (cf. infra, section 3.1.4), elle permet d'obtenir plus aisément la cohérence qui doit impérativement exister entre les flux de trésorerie pris en compte et le taux d'actualisation utilisé sous peine de compter le risque deux fois ou de sous-évaluer son impact.  La prise en compte de l'impact de l'endettement à travers l'utilisation du Wacc est l'une des questions laissées sans réponse tranchée par la rédaction actuelle de la norme (cf. infra, section 3.3.3).  Pour la prise en compte de l'illiquidité, privilégier les décotes (plus transparentes) à la hausse du taux d'actualisation (dont l'impact - négatif - n'est pas chiffré précisément).

<sup>4</sup>Document préparé par Bruno Husson et Jean-Florent Rérolle dans le cadre du groupe de travail réuni sous l'égide de l'Académie des sciences et techniques comptables et financières et intitulé « la détermination de la valeur recouvrable des actifs (IAS 36) ». Bruno Husson et Jean-Florent Rérolle sont membres fondateurs et administrateurs de la SFEV (Société française des évaluateurs).

<sup>5</sup>Le texte en italique correspond à une traduction littérale du paragraphe concerné de la norme.

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<p><b>3.1.4 Deux méthodes possibles pour déterminer les flux et le taux</b></p>	<p><b>Paragraphes 32 et A2</b> Les éléments (b), (d) et (e) susmentionnés peuvent être intégrés dans le calcul de la valeur d'utilité : - soit par un ajustement du taux d'actualisation (approche « traditionnelle ») - soit par un ajustement des flux de trésorerie (approche par « les flux de trésorerie espérés ») <i>Quelle que soit l'approche utilisée pour refléter les attentes concernant des variations éventuelles du montant ou de l'échéancier de ces flux de trésorerie futurs (i.e. élément b susmentionné), le résultat doit refléter la valeur actualisée attendue des flux de trésorerie futurs, c'est-à-dire la moyenne pondérée de tous les résultats possibles.</i></p> <p><b>Paragraphe A4</b> L'approche « traditionnelle » s'appuie sur un ensemble <u>unique</u> de flux de trésorerie estimés (i.e. les flux les plus probables ou « best estimates ») et suppose qu'un <u>unique</u> taux d'actualisation peut intégrer toutes les attentes relatives aux flux de trésorerie futurs et la prime de risque appropriée. Par suite, cette approche met surtout l'accent sur la détermination du taux d'actualisation.</p> <p><b>Paragraphe A7</b> Les « flux espérés » de l'approche alternative sont les flux moyens espérés, calculés en considérant toutes les attentes relatives aux flux de trésorerie potentiels (au lieu de l'unique flux le plus probable) et en affectant une probabilité d'occurrence à chacun des scénarios possibles. A la différence de l'approche « traditionnelle », l'accent est donc mis sur la détermination des flux.</p> <p><b>Paragraphe A15</b> Quelle que soit l'approche adoptée, les taux utilisés pour actualiser les flux de trésorerie ne doivent pas refléter les risques au titre desquels les flux de trésorerie estimés ont été ajustés. Autrement, l'effet de certaines hypothèses serait compté deux fois (voir aussi IAS 36 § 56).</p>	<p>La pratique des évaluateurs recouvre peu ou prou les principes de l'approche « traditionnelle » décrite par la norme, mais diffère dans la mise en œuvre notamment au niveau de la détermination du taux d'actualisation. Bien plus, les deux approches décrites dans la norme ne correspondent pas véritablement aux deux méthodes susceptibles d'être mises en œuvre par les évaluateurs et désignées ci-après « méthode usuelle » et « méthode alternative des équivalents certains ».</p> <p>La méthode usuelle des évaluateurs consiste effectivement à actualiser des flux de trésorerie à un taux d'actualisation ajusté pour le risque. Cependant, l'ajustement du taux d'actualisation n'est destiné à intégrer que la seule partie du risque qui ne peut être éliminée par la diversification (i.e. le risque systématique). Par suite, l'autre composante du risque (i.e. le risque spécifique) est théoriquement intégrée dans les flux grâce à l'estimation de « flux espérés » sur la base de plusieurs scénarios probabilisés. En réalité cependant, dans un souci de commodité, les évaluateurs fondent le plus souvent leurs travaux sur un unique jeu de prévisions en assimilant un peu rapidement les « flux les plus probables » aux « flux espérés ».</p> <p>La méthode alternative des équivalents certains consiste à intégrer la totalité du risque (i.e. risque spécifique et risque systématique) dans les flux de trésorerie en opérant des abattements sur les flux espérés. Les flux de trésorerie ainsi obtenus sont alors logiquement actualisés au taux d'intérêt sans risque.</p>	<p>Retenir la méthode usuelle des évaluateurs qui consiste à intégrer le risque spécifique dans les flux (via la construction de scénarios probabilisés et le calcul de « flux espérés ») et le risque systématique dans le taux d'actualisation (en ajoutant au taux sans risque une prime de risque tirée du marché financier).</p> <p>Dans ce cadre, la priorité des priorités est sans doute de « challenger » le business plan fourni par l'entreprise à propos de l'UGT concernée afin d'examiner dans quelle mesure les flux de trésorerie extériorisés recouvrent bien la notion de « flux espérés ». Une telle analyse sera d'autant plus nécessaire que l'entreprise aura fourni un jeu de prévisions unique et non plusieurs scénarios de développement.</p> <p>La qualification des flux de trésorerie pourra être améliorée avec le temps en comparant année après année les réalisations avec les prévisions. A cet égard, le normalisateur a envisagé d'introduire dans la norme un test subséquent analogue à celui prévu par la norme anglaise sur les dépréciations de goodwill (<i>UK Financial Reporting Standard 11</i>) et consistant à comparer les réalisations aux prévisions sur une période de cinq ans. L'objectif du test est d'examiner si la connaissance ex ante des réalisations futures aurait conduit à une dépréciation et, le cas échéant, de procéder a posteriori à une telle dépréciation. Le normalisateur a finalement renoncé à cette sophistication de la norme (voir à ce sujet les paragraphes BC195 à BC198) en considération des trois éléments suivants : (i) les entreprises chercheront plutôt à favoriser les dépréciations d'actifs qu'à les éviter afin d'alléger leur bilan et améliorer ainsi le ratio de rentabilité des capitaux engagés (roce), (ii) en sus de la comparaison des flux, d'autres éléments comme l'évolution des taux d'intérêt devraient également être pris en compte, (iii) la mise en œuvre de ce type de tests pourrait s'avérer trop coûteuse au regard des avantages retirés.</p> <p>In fine, la pertinence du taux d'actualisation utilisé ne pourra être appréciée qu'après avoir « qualifié » les flux comme évoqué ci-dessus.</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
	<p><b>Paragraphe A6</b> Le taux d'actualisation unique de l'approche « traditionnelle » ne peut être déterminé de manière satisfaisante que par référence au taux d'actualisation qui peut être inféré du prix observé et des flux futurs estimés sur un actif comparable coté sur un marché.</p> <p><b>Paragraphes A16, A17 et A18</b> Lorsque le taux d'actualisation ne peut être déterminé à partir du marché, des substituts doivent être obtenus en cherchant à estimer l'appréciation par le marché, :</p> <p>a) de la valeur temps de l'argent pour les périodes allant jusqu'à la fin de la durée d'utilité de l'actif ; et</p> <p>b) des facteurs (b), (d) et (e) décrits dans le paragraphe A1 (IAS 36), dans la mesure où ces facteurs n'ont pas déjà été intégrés dans l'évaluation via un ajustement des flux de trésorerie</p> <p>Dans ce cas, on peut prendre en compte, <i>comme point de départ</i>, les taux suivants :</p> <p>a) le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise déterminé à l'aide de techniques telles que le MEDAF (Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers ou CAPM pour « Capital Asset Pricing Model »)</p> <p>b) le taux d'emprunt marginal de l'entité</p> <p>c) d'autres taux d'emprunt sur le marché</p> <p>Toutefois, il convient d'ajuster ces taux :</p> <p>a) pour refléter la façon dont le marché évaluerait les risques spécifiques associés aux flux de trésorerie estimés, et</p> <p>b) pour exclure les risques qui ne sont pas pertinents aux flux de trésorerie estimés ou au titre desquels ces flux ont été ajustés.</p>	<p>Le taux d'actualisation ajusté pour le risque, déterminé dans le cadre de la méthode usuelle des évaluateurs est défini par le coût moyen pondéré du capital (ci-après Wacc). Comme indiqué dans la norme (paragraphe A6), ce taux est obtenu à partir du marché à partir des données fournies par un échantillon de sociétés cotées comparables (et non à partir d'un seul actif comparable comme semble le suggérer le même paragraphe de la norme). Plus précisément, la détermination du Wacc s'appuie sur la formule du MEDAF ; contrairement à ce que la norme semble indiquer en parlant de « point de départ » 'starting point', c'est le fruit d'un processus long et complexe décrit par les étapes suivantes :</p> <p>a) Détermination du loyer de l'argent (ou taux d'intérêt sans risque).</p> <p>b) Estimation du bêta de l'activité évaluée selon la démarche analogique suivante :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- constitution d'un échantillon de sociétés cotées « comparables » dont les activités sont similaires à l'activité évaluée ;</li> <li>- estimation du bêta des actions des sociétés comparables à partir des cours boursiers ;</li> <li>- estimation du bêta de l'activité en « désendettant » les coefficients bêta précédents, ce qui implique de formuler une hypothèse à propos de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs ;</li> </ul> <p>c) Estimation de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché boursier.</p> <p>d) Calcul du coût d'opportunité du capital (i.e. coût des capitaux propres en l'absence d'endettement)</p> <p>e) Choix d'une structure de financement cible exprimée en valeur de marché.</p> <p>f) Calcul du Wacc :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- calcul direct via un ajustement à la baisse du coût d'opportunité du capital conformément à l'hypothèse formulée à l'étape (d) ;</li> <li>- calcul indirect à partir de la formule traditionnelle du coût moyen pondéré du capital, ce qui requiert au préalable d'estimer le coût des capitaux propres en ré-endettant le coefficient bêta obtenu à l'étape (d).</li> </ul>	<p>En cohérence avec la recommandation formulée plus haut pour une utilisation de la méthode usuelle des évaluateurs, retenir la démarche habituellement mise en œuvre par les évaluateurs pour déterminer le taux d'actualisation.</p> <p>Toutefois, selon que l'on décide d'exclure ou non l'impact éventuel du financement (cf. infra section 3.3.3), le taux d'actualisation à utiliser est le « coût d'opportunité du capital » ou le « coût moyen pondéré du capital » défini respectivement aux étapes (d) et (f) du processus décrit ci-contre couramment mis en œuvre par les évaluateurs pour la détermination du Wacc.</p> <p>Il importe de souligner à nouveau la nécessaire cohérence qui doit exister entre les flux de trésorerie et le taux d'actualisation. Si les flux de trésorerie pris en compte correspondent aux flux espérés, le taux d'actualisation approprié (i.e. conforme aux préceptes de la finance d'entreprise et compatible avec les recommandations de la norme) est un taux défini à partir du marché financier, qui intègre le risque systématique de l'entité évaluée.</p> <p>Si les flux pris en compte sont supérieurs aux flux espérés et n'intègrent donc pas la totalité du risque spécifique, alors le taux d'actualisation à utiliser doit être supérieur au coût d'opportunité du capital (ou au Wacc selon le choix effectué) afin d'intégrer cette fraction du risque spécifique non intégrée dans les flux. A l'inverse, si les flux pris en compte sont inférieurs aux flux espérés et intègrent donc non seulement la totalité du risque spécifique mais également une fraction du risque systématique, le taux à utiliser doit être inférieur au coût d'opportunité du capital ou au Wacc (et se rapprocher ainsi du coût de la dette ou du taux sans risque) afin d'éviter le double comptage de cette fraction du risque systématique déjà intégrée dans les flux.</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.2 Détermination des flux de trésorerie</b>			
<b>3.2.1 Sources</b>	<p><b>Paragraphe 33</b></p> <p>a) hypothèses raisonnables et documentées ; meilleure estimation de l'ensemble des conditions économiques pendant la durée d'utilité restant à l'actif ; poids plus important donné aux indications externes.</p> <p>b) utiliser les prévisions les plus récentes ; période maximale de 5 ans (sauf si l'on peut justifier une période plus longue).</p> <p>c) au-delà, extrapolation des projections avec un taux de croissance stable ou décroissant pour le futur (sauf justification contraire) ; ne pas excéder le taux de croissance moyen à long terme du secteur.</p>	<p>Les sources et le schéma d'évaluation décrit par la norme recouvrent la pratique des évaluateurs. De fait, ces derniers s'appuient fréquemment sur les plans d'affaires du management.</p> <p>Par ailleurs, afin d'éviter que la valeur terminale ne pèse d'un poids démesuré, les évaluateurs ont pris l'habitude de distinguer deux périodes :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- une première période de planification financière dont l'horizon est celui du plan d'affaires du management ;</li> <li>- une seconde période d'extrapolation des flux futurs au terme de laquelle est calculée une valeur terminale.</li> </ul>	<p>Comme indiqué dans la première colonne ci-contre, la pratique des évaluateurs consistant à extrapoler les flux au-delà de l'horizon du plan d'affaires fourni par le management est explicitement mentionnée par la norme.</p>
<b>3.2.2 Typologie</b>	<p><b>Paragraphe 39</b></p> <p>Les flux de trésorerie futurs comprennent :</p> <p>a) <i>les projections des entrées de trésorerie futures relatives à l'utilisation continue de l'actif</i></p> <p>b) <i>les projections des sorties de trésorerie nécessairement encourues pour générer les entrées de trésorerie relatives à l'utilisation continue de l'actif (...) et pouvant être directement attribuées à l'actif sur une base raisonnable, cohérente et permanente ; et</i></p> <p>c) <i>les flux de trésorerie nets qui seront, s'il y a lieu, reçus lors de la sortie de l'actif à la fin de sa durée d'utilité</i></p>	<p>Les évaluateurs distinguent les flux de trésorerie annuels (éléments a) et b)) et la valeur terminale.</p> <p>S'agissant des flux annuels, le calcul s'appuie généralement sur des données de nature comptable (excédent brut d'exploitation, variation de BFR, ...) qui ne sont pas explicitement mentionnées dans la norme.</p> <p>En ce qui concerne la valeur terminale, le calcul se fait à une date qui ne correspond pas précisément à la fin de la durée d'utilité de l'activité évaluée dans la mesure où cette date est a priori indéterminée.</p>	<p>La typologie des flux telle que décrite dans ce paragraphe 39 recouvre celle définie par les évaluateurs. Toutefois, la Norme prévoit l'exclusion d'un certain nombre d'éléments de ces flux de trésorerie (cf. infra paragraphe 3.2.3)</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.2.3 Éléments exclus</b>	<p><b>Paragraphe 44</b> <i>Les flux de trésorerie futurs doivent être estimés pour un actif dans son état actuel. Ils ne doivent pas inclure les effets susceptibles de résulter :</i></p> <p><i>a) d'une restructuration future non encore engagée (la restructuration étant une modification significative du champ d'activité de l'entité ou de la manière dont elle est gérée),</i></p> <p><i>b) de l'amélioration ou l'accroissement de la performance de l'actif</i></p> <p><b>Paragraphe 50</b> Les flux de trésorerie futurs ne doivent pas inclure :</p> <p><i>a) les entrées ou sorties de trésorerie provenant d'activités de financement</i></p> <p><i>b) les entrées ou sorties de trésorerie liées à l'impôt sur le résultat</i></p>	<p>Les éléments mentionnés ci-contre et exclus par la norme sont habituellement pris en compte par les évaluateurs, soit au niveau des flux comme partie intégrante du plan d'affaires (restructurations, investissements de croissance), soit au niveau du taux d'actualisation pour le calcul d'un taux ajusté pour le financement (via un ajustement fonction de la structure de financement cible retenu).</p> <p>S'agissant de l'impôt, les évaluateurs considèrent que la fiscalité est un paramètre à intégrer dans toute évaluation, et cela d'autant plus que les taux d'intérêt explicites ou implicites du marché sur lesquels s'appuie la détermination du taux d'actualisation sont des taux après impôts.</p> <p>L'exclusion de l'impôt entraîne logiquement celle du financement dans la mesure où la variable fiscale est centrale dans le débat à propos de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs.</p>	<p>Le normalisateur relève une source de conflit potentiel entre le paragraphe 33 de la norme, qui recommande de s'appuyer sur les prévisions les plus récentes du management, et le paragraphe 44 évoqué ci-contre, qui recommande d'exclure des éléments normalement intégrés dans les prévisions du management (voir les paragraphes BC73 à BC75). Pour autant, il réaffirme le principe essentiel d'une évaluation de l'actif dans son « état actuel » [cf. paragraphe BC72].</p> <p>Parallèlement, il est souhaitable de prendre toutes dispositions pour faciliter ultérieurement la comparaison prévisions-réalisations, condition indispensable à l'amélioration de la qualification des flux évoquée plus haut [cf. supra, section 3.1.4 et IAS 36 § 34].</p>
<b>3.2.4 Inflation</b>	<p><b>Paragraphe 40</b> <i>Les estimations de trésorerie futures et le taux d'actualisation reflètent des hypothèses cohérentes quant aux augmentations de prix dues à l'inflation. Par conséquent, si le taux d'actualisation inclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie sont estimés en prix courants. Si le taux d'actualisation exclut l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale, les flux de trésorerie sont estimés en prix constants (mais comprennent les augmentations ou diminutions de prix spécifiques futures).</i></p>	<p>Les évaluateurs raisonnent en euros courants afin d'intégrer les effets prix différenciés qui impactent les nombreux éléments entrant dans la détermination des flux et d'éviter ainsi d'avoir à déflater le taux d'actualisation nominal qu'ils ont retiré du marché.</p> <p>Relevons à cet égard qu'un raisonnement en euros constants suppose que les flux (au numérateur) et le taux d'actualisation (au dénominateur) sont impactés par le même taux d'inflation général (dont le niveau historique ou anticipé dépend par ailleurs du panier de biens et services pris en compte), situation jamais rencontrée dans la pratique.</p>	<p>Retenir la pratique des évaluateurs qui est parfaitement compatible avec les recommandations de la norme.</p> <p>En outre, la solution alternative envisagée par la norme, consistant à associer un taux d'actualisation déflaté (i.e. excluant « l'effet des augmentations de prix dues à l'inflation générale ») avec des flux incluant « les augmentations ou diminutions de prix spécifiques futures » et excluant les effets liés à l'inflation générale, est plutôt difficile à mettre en oeuvre.</p>
<b>3.2.5 Taux de change</b>	<p><b>Paragraphe 54</b> <i>Les flux de trésorerie futurs sont estimés dans la monnaie dans laquelle ils seront générés, puis ils sont actualisés en appliquant un taux d'actualisation approprié à cette monnaie.</i></p> <p>Cette valeur actualisée est convertie sur la base du taux de change prévalant à la date du jour du calcul de la valeur d'utilité.</p>	<p>Une démarche alternative, couramment utilisée par les évaluateurs et qui aboutit au même résultat, consiste à convertir les flux annuels dans la monnaie de référence à un taux de change « glissant » intégrant le différentiel d'inflation anticipé (selon la théorie de la parité des pouvoirs d'achat), puis d'actualiser ces flux au taux appliqué aux flux exprimés dans la monnaie de référence. Le cas échéant, la fraction non diversifiable du risque pays est pris en compte via la prime extériorisée sur les emprunts souverains du pays concerné contractés dans la monnaie de référence.</p>	<p>La démarche alternative des évaluateurs ne semble pas incompatible avec les recommandations de la norme et a de nombreux avantages. Elle contraint d'abord l'évaluateur à réfléchir sur la pertinence et la pérennité du taux de change actuel. Ensuite, elle permet d'éviter l'estimation d'un taux d'actualisation « approprié à la monnaie locale », tâche rendue souvent hasardeuse voire impossible en raison de l'inefficacité ou de l'incomplétude relative des marchés financiers locaux.</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.2.6 Prix de transfert</b>	<p><b>Paragraphe 70</b> Si elles sont affectées par la fixation de prix de cession interne, les entrées ou sorties de trésorerie doivent être ajustées en considérant la meilleure estimation des prix de marché futurs, c'est-à-dire les prix susceptibles d'être obtenus lors de transactions dans des conditions de concurrence normales (voir aussi le paragraphe BC116).</p>	<p>La démarche suggérée par la norme suppose que l'évaluation effectuée a pour objectif de déterminer une valeur qui soit indépendante de la subvention (ou de la taxation implicite) représentée par les prix de transfert, ce qui n'est pas nécessairement le cas dans la pratique.</p>	<p>Le calcul des prix de transfert doit s'inscrire dans le cadre des principes directeurs de l'OCDE (juillet 1995). A ce titre, l'entreprise devra s'assurer que sa politique de fixation des prix de cession interne respecte le principe de pleine concurrence. D'une manière générale, elle devra vérifier que les paramètres utilisés dans un contexte fiscal sont cohérents avec ceux retenus pour le calcul de la valeur d'utilité des UGT.</p>
<b>3.2.7 Besoin en fonds de roulement</b>	<p><b>Pas de mention explicite</b> Le besoin en fonds de roulement (BFR) est un concept financier qui n'est jamais explicitement mentionné dans la norme. Bien plus, les éléments constitutifs du BFR (i.e. stocks, créances et dettes d'exploitation) ne font clairement pas partie des éléments à tester visés par la norme IAS 36.</p>	<p>Les données habituellement considérées dans les processus budgétaire ou de planification financière des entreprises sont de nature comptable [chiffre d'affaires, résultat d'exploitation]. Dans ce cadre, la détermination des flux de trésorerie impose d'intégrer, dans le calcul, les variations futures de BFR, car elles permettent de prendre en compte les décalages liés à la durée du cycle d'exploitation (via la variation des stocks) et les décalages de paiement (via la variation des créances et dettes d'exploitation).</p> <p>Le calcul des variations de BFR intégrées dans les flux s'appuie sur la détermination d'un BFR normatif. Dans le cas où le BFR à la date de l'évaluation diffère du BFR normatif, les évaluateurs retiennent l'une ou l'autre des solutions suivantes : (i) corriger le BFR à la date de l'évaluation et intégrer en tant que telle la fraction atypique du BFR ainsi extériorisée dans la valeur de l'entité, (ii) intégrer dans le calcul de la variation de BFR de la première période le retour à une situation normative. Les écarts de valorisation résultent de l'actualisation et sont généralement non significatifs.</p> <p>Dans le cas où le BFR à la date de l'évaluation est différent du BFR moyen en raison du caractère saisonnier de l'activité, les évaluateurs s'appuient sur le premier dans la mesure où il ne comporte pas d'éléments atypiques et s'inscrit de ce fait dans la norme (fluctuante en fonction de la période de l'année). Calculer des variations sur la base d'un BFR moyen normatif donne les mêmes flux, mais complique inutilement le travail de prévision.</p>	<p>Retenir la pratique des évaluateurs décrite ci-contre : l'estimation de la valeur d'utilité d'une UGT est obtenue en actualisant les flux futurs (qui intègrent les variations de BFR) et la valeur de sortie à la fin de la durée d'utilité (valeur qui intègre le montant du BFR à cette date).</p> <p>La valeur des actifs immobilisés qui sont les seuls visés par les tests de la norme est obtenue simplement en retranchant de la valeur d'utilité obtenue pour l'UGT considérée le montant du BFR à la date de l'évaluation. Cette règle s'applique dans tous les cas, y compris dans celui où le BFR à la date de l'évaluation diffère du montant normatif (en raison d'éléments atypiques) ou du montant moyen (en raison du caractère saisonnier de l'activité).</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.2.8</b> <b>Valeur terminale</b>	<p><b>Paragraphe 52</b>  <i>L'estimation des flux de trésorerie nets à recevoir (ou à payer) lors de la sortie d'un actif à la fin de sa durée d'utilité doit être le montant qu'une entité s'attend à obtenir de la sortie de l'actif lors d'une transaction dans des conditions de concurrence normales entre des parties bien informées et consentantes, après déduction des coûts de sortie estimés.</i></p> <p><b>Paragraphe 53</b>  <i>Estimation déterminée de manière similaire à celle de la juste valeur diminuée du coût de la vente, à l'exception du fait que pour estimer ces flux de trésorerie nets :</i></p> <p><i>(a) l'entité utilise les prix prévalant à la date de l'estimation pour des actifs similaires arrivés à la fin de leur durée d'utilité et exploités dans des conditions similaires à celles dans lesquelles l'actif sera utilisé,</i></p> <p><i>(b) l'entité ajuste les prix pour tenir compte tant de l'effet des augmentations de prix futures dues à l'inflation que des augmentations ou des diminutions de prix spécifiques futures. Toutefois, si les estimations des flux de trésorerie futurs provenant de l'utilisation continue de l'actif et le taux d'actualisation ne tiennent pas compte de l'effet de l'inflation, l'entité exclut également cet effet de l'estimation des flux de trésorerie nets liés à la sortie.</i></p>	<p>L'estimation des flux de trésorerie nets à recevoir (ou à payer) lors de la sortie d'un actif correspond à sa valeur résiduelle (ou sa valeur terminale s'agissant d'une UGT) à la fin de sa durée d'utilité (ou à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires s'agissant d'une UGT).</p> <p>Les modalités de calcul de la valeur terminale en usage chez les évaluateurs sont multiples. En plus du calcul explicite fondé sur l'utilisation de multiples issus d'une approche analogique, il existe un calcul implicite fondé sur l'actualisation d'un flux normatif à l'infini ou encore sur l'actualisation d'une chronique de flux intégrant la réduction ou la disparition progressive de la rente économique (principe du « cash flow fade »).</p> <p>Dans la pratique des évaluateurs, la valeur terminale estimée n'intègre généralement pas les frais liés à la cession de l'activité évaluée (commission du banquier d'affaires par exemple).</p>	<p>Comme rappelé ci-contre, la norme fait référence à la fin de la durée d'utilité de l'actif évalué. S'agissant d'un actif corporel, cette date peut généralement être appréhendée sans difficulté. En revanche, s'agissant d'une UGT (c'est-à-dire le plus souvent d'un segment d'activité), une telle date est a priori indéterminée. Dans ce dernier cas, le concept ne trouve donc pas d'application pratique, ce qui conduit à déterminer à l'instar des évaluateurs une « valeur terminale » (en supposant la poursuite de l'activité sur un horizon infini), à défaut de calculer une « valeur résiduelle » (en supposant la cessation d'activité).</p> <p>Bien qu'elle semble privilégier l'approche analogique pour la détermination de la valeur terminale, la norme n'exclut pas pour autant les autres modalités de calcul utilisées par les évaluateurs.</p> <p>Qu'elle résulte d'un calcul explicite (via l'utilisation d'un multiple) ou d'un calcul implicite (via l'actualisation d'un flux normatif à l'infini), la valeur terminale intègre les économies de loyers liées à la détention de biens immobiliers par l'UGT. Ajouter la valeur résiduelle de ces biens à la valeur terminale reviendrait à comptabiliser deux fois la valeur de ces biens.</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<b>3.3 Détermination du taux d'actualisation</b>			
<b>3.3.1 Définition</b>	<p><b>Paragraphe 55</b>  <i>Le(s) taux d'actualisation est (sont) un (des) taux avant impôt qui reflète(nt) l'évaluation actuelle par le marché de :</i>  a) <i>la valeur temps de l'argent ; et</i>  b) <i>les risques spécifiques à l'actif pour lequel les estimations de flux de trésorerie futurs n'ont pas été ajustées.</i></p> <p><b>Paragraphe 56</b>  Tel que défini ci-dessus, le taux d'actualisation est <i>le taux de rentabilité que des investisseurs demanderaient s'ils avaient à choisir un placement qui générerait des flux de trésorerie dont le montant, l'échéancier et le profil de risque seraient équivalents à ceux que l'entité s'attend à obtenir de l'actif.</i></p>	<p>La définition générale donnée au paragraphe 56 de la norme recouvre la pratique des évaluateurs, à cette nuance près relative aux caractéristiques des investisseurs mentionnés. S'agit-il d'investisseurs correctement diversifiés à l'image de ceux considérés dans le MEDAF, ou convient-il d'intégrer dans le taux d'actualisation une prime complémentaire (difficile à déterminer dans la pratique) liée à une diversification insuffisante ?</p> <p>Plus généralement, à la différence de la pratique des évaluateurs, la norme reste très imprécise sur la définition et la segmentation du risque, comme attesté par la définition de la composante (b) mentionnée dans le paragraphe 55 (voir les commentaires formulés plus haut à la section 3.1.4)</p>	
<b>3.3.2 Estimation selon une base après impôt</b>	<p><b>Paragraphe A20</b>  <i>Le paragraphe 55 impose que le taux d'actualisation utilisé soit un taux avant impôt. Par conséquent, lorsque la base utilisée pour estimer le taux d'actualisation est une base après impôt, elle est ajustée pour refléter un taux avant impôt.</i></p>	<p>Les taux d'actualisation utilisés par les évaluateurs sont tirés des marchés financiers et intègrent par conséquent la fiscalité qui pèse sur les bénéfices des entreprises. Par souci de cohérence, les flux de trésorerie considérés par ces mêmes évaluateurs intègrent également la fiscalité sociale.</p> <p>Les différents éléments pris en compte dans le calcul des flux ne sont pas tous impactés par l'impôt (variation de BFR ou valeur terminale par exemple) et leurs poids relatifs varient selon les années considérées. De ce fait, l'ajustement du taux d'actualisation visant à obtenir une base avant impôts applicable à des flux avant impôts ne peut résulter que d'un calcul ad hoc réalisé a posteriori selon un processus itératif sur la base des estimations obtenues préalablement avec des flux nets d'impôts actualisés à des taux de marché intégrant l'impôt.</p>	<p>Retenir la démarche usuelle des évaluateurs en considérant des flux et un taux d'actualisation après impôts, ceci afin d'obtenir une estimation de la valeur de l'UGT et ce faisant d'être le cas échéant en mesure de déterminer un taux d'actualisation avant impôts selon le processus itératif décrit ci-contre et suggéré dans la norme (voir à ce sujet les paragraphes BCZ81 à BCZ85).</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
<p><b>3.3.3</b> <b>Prise en compte de la structure financière ?</b></p>	<p><b>Paragraphe A19</b> <i>Le taux d'actualisation est indépendant de la structure financière de l'entité et de la façon dont celle-ci a financé l'achat de l'actif, car les flux de trésorerie futurs attendus d'un actif ne dépendent pas de la façon dont l'entité a financé l'achat de cet actif.</i></p>	<p>Le calcul traditionnel du Wacc par les évaluateurs (i.e. ajustement du coût moyen pondéré à travers la prise en compte d'un coût de la dette après impôt) a pour objet d'intégrer de façon simple le supplément de valeur représenté par la valeur actuelle des économies fiscales générées, au niveau de l'entreprise, par la déductibilité des frais financiers du bénéfice imposable. Cependant, la simplicité de la procédure n'est pas sans inconvénient et provient sans surprise du caractère contraignant ou rudimentaire du modèle théorique sous-jacent.</p> <p>Ainsi, la structure financière (mesurée par le rapport entre la valeur de marché de la dette et la valeur de marché des capitaux propres) est supposée invariante dans le temps. Par ailleurs, le modèle théorique sous-jacent ignore la fiscalité personnelle et l'ensemble des coûts explicites ou implicites liés à l'endettement financier (souvent désignés globalement dans la littérature financière sous le vocable « coûts de faillite » ou « coûts d'agence de la dette »).</p> <p>Pour toutes ces raisons et d'autres encore, l'existence même d'un impact positif de l'endettement sur la valeur des actifs fait toujours débat dans le milieu académique. De ce fait, certains évaluateurs remettent en cause la pertinence du Wacc traditionnel et proposent soit de lui substituer le coût d'opportunité du capital (ou coût des capitaux propres en l'absence d'endettement), tel que défini à l'étape (d) du processus usuel de détermination du Wacc décrit plus haut (cf. supra, section 3.1.4), soit de mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation alternative visant à déterminer séparément la valeur économique de l'entité évaluée et l'impact, positif ou négatif, du financement (méthode de la « valeur actuelle nette ajustée » ou <i>adjusted net present value</i>).</p> <p>Contrairement à ce qu'une lecture au pied de la lettre pourrait laisser penser, utiliser le coût d'opportunité du capital ou coût des capitaux propres sans dette (i.e. <i>unlevered cost of equity</i>) ne revient en aucune façon à supposer que les entités évaluées se financent exclusivement par capitaux pro-</p>	<p>Au terme du paragraphe A19 ci-contre, la structure financière de l'entité évaluée est un élément qui doit clairement être ignoré dans le processus d'évaluation de la valeur d'utilité. Pour autant, la portée exacte de ce paragraphe fait débat.</p> <p>Certains en déduisent que l'estimation de la valeur d'utilité d'un actif doit exclure tout impact éventuel de l'endettement et y voient même l'affirmation plus générale de la neutralité de la structure financière sur la valeur des actifs. De ce fait, le taux d'actualisation qu'ils préconisent est le « coût d'opportunité du capital » évoqué ci-contre.</p> <p>D'autres soulignent justement que le paragraphe A19 n'exclut pas de manière explicite la prise en compte de la structure financière cible de l'entreprise dans laquelle s'insère l'entité évaluée ou encore la structure financière type du secteur d'activité de ladite entité. De ce fait, le taux d'actualisation qu'ils préconisent est le Wacc usuel tel que déterminé en intégrant l'une des deux structures financières normatives qui viennent d'être mentionnées.</p> <p>Par construction, le coût d'opportunité du capital (ou rentabilité exigée par les actionnaires en l'absence d'endettement) est supérieur au Wacc, car le Wacc a précisément pour objectif d'intégrer dans le taux d'actualisation (via un ajustement en baisse du coût d'opportunité du capital) la valeur des économies fiscales qui sont générées par l'endettement et qui ont été délibérément omises dans la détermination des flux. Soulignons au passage qu'un tel objectif est a priori incompatible avec une démarche d'évaluation qui souhaiterait faire abstraction de la fiscalité.</p> <p>Dans la pratique cependant, le coût d'opportunité du capital applicable à une entité donnée ne peut être déterminé directement, mais doit être estimé à partir de la démarche analogique décrite plus haut (cf. supra, section 3.1.4) en désendettant les coefficients bêta des actions des sociétés comparables. Naturellement, la formule utilisée à cet effet dépend de l'hy-</p>

	Ce que dit la norme IAS 36	La pratique des évaluateurs	Conseils pratiques de mise en oeuvre
		<p>pres, hypothèse qui serait au demeurant dénuée de tout fondement théorique et de toute portée pratique. Plus simplement, en cohérence avec les travaux académiques les plus récents sur le sujet, le choix du coût d'opportunité du capital repose sur l'affirmation de la neutralité de la structure financière sur la valeur des actifs (i.e. coût moyen pondéré du capital invariant selon la structure financière) ou, pour le moins, sur l'affirmation du caractère par trop rudimentaire du Wacc pour intégrer un éventuel impact de l'endettement sur la valeur des actifs. Dans un tel contexte, le choix du coût d'opportunité du capital ou coût des capitaux propres sans dette répond à un simple souci de commodité et de prudence, car ce taux est supposé identique ou peu différent du coût moyen pondéré qui serait calculé dans un cadre d'analyse plus réaliste que celui considéré dans le modèle traditionnel du Wacc.</p>	<p>pothèse formulée à propos de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs. Or, les bêtas désendettés obtenus sous l'hypothèse de neutralité de la structure financière (et donc les estimations subséquentes du coût d'opportunité du capital) seront logiquement inférieurs à ceux obtenus sous l'hypothèse contraire. Pour cette raison, selon la structure financière cible retenue pour la détermination du Wacc, il peut arriver que l'estimation du coût d'opportunité du capital obtenue sous l'hypothèse de neutralité de la structure financière soit paradoxalement inférieure au Wacc calculé à partir de l'estimation du coût d'opportunité du capital obtenue sous l'hypothèse contraire.</p>
<p><b>3.3.4</b> <b>Taux unique versus taux multiples</b></p>	<p><b>Paragraphe A21</b> <i>Une entité utilise généralement un taux d'actualisation unique pour estimer la valeur d'utilité d'un actif. Toutefois, une entité utilise des taux d'actualisation distincts pour différentes périodes futures lorsque la valeur d'utilité est sensible à une variation des risques pour des périodes différentes ou à une variation de la structure à terme des taux d'intérêt.</i></p>	<p>L'utilisation de plusieurs taux d'actualisation est plutôt rare dans la pratique. C'est parfois le cas dans le contexte spécifique de l'évaluation de « jeunes pousses », ceci pour intégrer non seulement le risque élevé du projet à court terme, mais surtout l'évolution importante du risque dans le temps à mesure que certaines étapes décisives du développement sont franchies.</p>	<p>Les recommandations de la norme sont conformes à la pratique des évaluateurs.</p>