



Working Paper
Cahier de Recherche

N° 10-2004

**Goodwill et création de valeur
dans les groupes non financiers français ¹**

Bernard PARANQUE

Professeur - Euromed Marseille Ecole de Management

¹ Les analyses et opinions émises ne sauraient engager la Banque de France. La constitution des bases et les traitements informatiques ont été réalisés par Jean-Marc Thomassin.

SOMMAIRE

<i>1. Les groupes sur la période 1992-2002</i>	<i>5</i>
<i>2. Les groupes du « CAC40BdF » : Anticipation de valeur et solvabilité.....</i>	<i>11</i>
<i>3. A propos de la création de valeur.....</i>	<i>19</i>
<i>Conclusion : De la nécessité d'outils d'anticipation.....</i>	<i>27</i>
<i>Bibliographie.....</i>	<i>28</i>

Résumé

La fin des années 90 et le début des années 2000 ont été marqués par de fortes progression des goodwill des entreprises non financières débouchant sur un brutal retournement. Nombreux sont ceux qui ont alors mis en cause les marchés financiers, en particulier les grandes firmes et leurs stratégie, en s'interrogeant sur la soutenabilité de ce type de croissance. Qu'en est il alors en terme de solvabilité à un moment où le renforcement des règles prudentielles vient accentuer les exigences de création de valeur pour les actionnaires ?

Abstract

During the last years, the goodwill of the non financial companies has increased before to move back. The efficiency of financial market has been contested because of the gap between the increase of the goodwill and the lack of value for shareholders. At the same time, the international insolvency rules produces many questions about the sustainability of growth and the ability of companies to create value.

Mots clés - Key words : goodwill, création de valeur, CAC40.

INTRODUCTION

Aux débuts des années 2000, en France, les écarts d'acquisition inscrits au bilan des sociétés cotées avaient beaucoup progressé au point d'atteindre, pour certaines d'entre elles, la valeur de leurs fonds propres. Dans le contexte de ralentissement économique enregistré par la majeure partie des pays industrialisés depuis le début de la présente décennie, les politiques de provisionnement pour couvrir les dépréciations potentielles de valeurs de titres pèsent alors lourdement sur les résultats et les politiques d'investissement de ces sociétés, donc sur la croissance, compte tenu de leurs poids économiques.

Le projet de refonte de la norme IAS 22 sur les regroupements d'entreprises actuellement en cours d'examen vise notamment le traitement des écarts d'acquisition (goodwill) apparus dans les bilans consolidés des groupes à l'occasion d'opérations de croissance externe. Pour illustrer les enjeux liés à la mise en œuvre, à compter du 1^{er} janvier 2005, de cette norme pour les entreprises françaises, l'importance du goodwill et son incidence sur les structures financières sont examinées à la lumière des données statistiques de la Direction des entreprises de la Banque de France.

Les données portent sur les bilans consolidés des groupes d'entreprises non financières présents dans la «base Groupes» de la Direction des entreprises sur la période 1992 - 2002. Cette base rassemble 27 859 groupes toutes années confondues. Au 31 décembre 2002, les comptes consolidés de 3371 groupes sont disponibles dans la base.

Dans une première partie, la «base Groupes» est présentée et quelques points de méthodologie sont précisés pour tenir compte des limites et difficultés d'un tel exercice dues, notamment, à la non-stabilité des périmètres de consolidation et aux modèles comptables retenus (fonctionnel ou par nature).

Les principales caractéristiques des structures de bilans et l'évolution du goodwill sont données dans une deuxième partie.

Dans la troisième partie, quelques indicateurs de performances seront étudiés afin d'apporter des éléments d'appréciations sur le lien « anticipations / réalisations » de valeurs.

1. LES GROUPES SUR LA PERIODE 1992-2002

Cette section a pour objet de présenter brièvement la population de groupes sur lequel portera l'analyse. Une première sous-section précisera le choix méthodologique ayant présidé à la construction de la «base groupe» et délivrera quelques données descriptives. La seconde sous-section apportera un éclairage plus spécifique sur des entreprises du CAC40.

1.1. Présentation de la « base Groupes » de la Banque de France.

Le choix a été fait de retenir l'ensemble des groupes établissant des comptes consolidés pour chaque année de la période sous-revue². Le dénombrement présenté dans le tableau 1 traduit deux phénomènes, d'une part une intensification de la collecte des bilans de groupes s'expliquant par le renforcement des interrogations sur les effets de leur stratégie sur la stabilité financière, d'autre part, la multiplication des groupes et un accroissement de leur importance économique et financière.

Le choix de retenir l'ensemble des groupes chaque année sous revue est justifié par les évolutions du périmètre de consolidation liées aux décisions de croissance externe. Le caractère mouvant des périmètres réduit l'intérêt de suivre un échantillon constant de groupes : pour une même entité consolidante, les filiales sont changeantes (prise de participation majoritaire, filialisation d'un établissement, absorption d'une entité liée etc ...) ; l'entité consolidante peut changer de nom et de siren tout en gardant une certaine unité économique ; des groupes peuvent se scinder À titre d'illustration, on peut prendre le cas d'Alcatel qui a cédé un certain nombre d'activité en 1998 (Cégelec cédé à GEC, sa filiale Alstom NV devient Alstom qui elle-même crée une division spécifique dédiée aux activités de câbles, Nexans ...). On peut aussi évoquer Vivendi ou encore l'évolution du périmètre de consolidation de groupes comme France-Télécom ou Bouygues ou encore EADS. Bref, un cylindrage a peu de sens dans la mesure où notre intérêt porte le poids économique d'une forme d'organisation, dont l'architecture varie pour des raisons diverses, correspondant à des entreprises liées par des liens capitalistiques. A cet égard l'annexe présentant la composition de l'indice du CAC40, illustre les modifications des groupes.

² Par groupe établissant des comptes consolidés nous entendons l'entité consolidante finale présentant ces comptes. De fait il peut s'avérer que pour un groupe économique donné il puisse y avoir deux entités consolidantes finales si le groupe considéré opère dans deux champs d'activité distincts comme, par exemple, les BTP et la télévision.

Tableau 1 : Dénombrement des groupes selon leur taille.

Nombre de groupe												Total
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	
Petits groupes (PG) moins de 250 salariés	945	1104	1139	1190	1444	1584	1782	1960	2038	2154	2059	17399
Grands groupes (GG) de plus de 250 salariés	593	648	710	771	879	940	1023	1098	1207	1279	1312	7017
Total	1538	1752	1849	1961	2323	2524	2805	3058	3245	3433	3371	27859

Si en nombre d'entreprises ou de salariés³ les petits groupes (PG) sont les plus importants, ce n'est pas le cas en terme de chiffre d'affaires. Ce sont alors les grands groupes (GG) dont le poids économique est le plus élevé. Cette description du poids des groupes souligne l'enjeu d'une amélioration d'une part de la connaissance des petits groupes et de leur place dans l'économie, d'autre part d'un suivi des grands groupes, y compris dans leur stratégie particulière afin d'apprécier l'impact de leur développement sur la croissance économique et la stabilité financière.

Tableau 2 : Répartition des groupes selon leur taille.

En nombre %	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Petits groupes (PG) moins de 250 salariés	61,44%	63,01%	61,60%	60,68%	62,16%	62,76%	63,53%	64,09%	62,80%	62,74%	61,08%
Grands groupes (GG) de plus de 250 salariés	38,56%	36,99%	38,40%	39,32%	37,84%	37,24%	36,47%	35,91%	37,20%	37,26%	38,92%
Selon les effectif employés %											
Petits groupes (PG) moins de 250 salariés	72,40%	72,45%	68,44%	82,67%	72,10%	67,65%	71,28%	66,80%	65,95%	68,38%	65,97%
Grands groupes (GG) de plus de 250 salariés	27,60%	27,55%	31,56%	17,33%	27,90%	32,35%	28,72%	33,20%	34,05%	31,62%	34,03%
Selon le chiffre d'affaires consolidé %											
Petits groupes (PG) moins de 250 salariés	40,58%	52,41%	39,30%	42,81%	38,76%	39,09%	39,81%	38,91%	41,11%	34,45%	35,99%
Grands groupes (GG) de plus de 250 salariés	59,42%	47,59%	60,70%	57,19%	61,24%	60,91%	60,19%	61,09%	58,89%	65,55%	64,01%

Toutes années confondues, 17,8% des groupes de la base sont cotés en bourse. Parmi les entreprises cotées, 48,4% sont des PG mais seulement 13,8% des petits groupes sont cotés en bourse alors qu'ils représentent 62,5% des entreprises de la « base Groupes ».

³ Ce seuil est retenu par référence à la définition des PME que donne la Commission Européenne.

Tableau 3 : Groupes de la base cotés en bourse.

	1992	1993	1994	1995	1996	
Nombre total de groupes	1 538	1 752	1 849	1 961	2 323	
<i>Dont cotés</i>	370	376	377	378	395	
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nombre total de groupes	2524	2805	3058	3245	3433	3371
<i>Dont cotés</i>	407	494	532	561	563	519

Pour approcher la « spécialisation » sectorielle de ces groupes, on retient le secteur d'appartenance délivré lors de l'élaboration des comptes consolidés. On peut faire l'hypothèse que cet indicateur est un « proxy » de l'activité du groupe d'autant meilleur que le groupe est de petite taille. En effet, plus la taille augmente moins le code d'activité est susceptible de saisir la réalité économique du groupe et la diversité de ses activités autour (ou non) d'un métier de base. Nonobstant ces réserves, le tableau 4 présente les secteurs dans lesquels la concentration d'une catégorie de taille de groupes est observable. On ne retient que les secteurs dans lesquels la présence d'une taille est supérieure à la présence de cette même taille dans l'ensemble de la « base Groupes ». Par exemple, dans le secteur de l'« agriculture, chasse et sylviculture » 72,6% des entreprises sont des PG alors que ces PG représentent 62,5% dans la « base Groupes ». L'opposition selon la taille est là encore prononcée, les petits groupes se trouvant plus dans les activités d'agriculture, de pêche de commerce et de transports alors que les groupes moyens se concentrent dans le travail du bois, la fabrication de machines ou encore la construction. On retrouve les grands groupes dans les secteurs des biens intermédiaires et des activités extractives.

Tableau 4 : Répartition sectorielle des groupes selon leur taille.

PG de moins de 250 salariés	AA Agriculture, chasse, sylviculture	BB Pêche, aquaculture	CA Extraction de produits énergétiques	DD Travail du bois et fabrication d'articles en bois	FA Construction	GA Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques	GG Commerce - réparations automobiles et d'articles domestiques	Poids dans le total de la base groupe»
Poids dans le secteur en % du nombre de groupes	72,6	86,1	76,3	66,7	60,5	82,5	70,6	62,5

GG de plus de 250 salariés	CB Extraction de produits non énergétiques	DB Industrie textile et habillement	DC Industrie du cuir et de la chaussure	DF Cokéfaction, raffinage, industries nucléaires	DH Industrie du caoutchouc et des plastiques	DJ Métallurgie et travail des métaux	Poids dans le total de la « base groupe»
Poids dans le secteur en % du nombre de groupes	43,5	42,7	57,8	54,1	47,5	44,0	12,4

GG de plus de 250 salariés (suite)	DK Fabrication de machines et équipements	DG Industrie chimique	DL Fabrication d'équipements électriques et électroniques	DM Fabrication de matériel de transport	EE Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau	II Transports et communications	FA Construction	DN Autres industries manufacturières	Poids dans le total de la « base groupe»
Poids dans le secteur en % du nombre de groupes	49,8	45,9	45,0	46,0	46,1	34,4	16,28	44,5	37,7

1.2. Les entreprises du CAC40 présentes dans la « base Groupes »

Tableau 5 : Caractérisations des groupes de la base appartenant au CAC40.

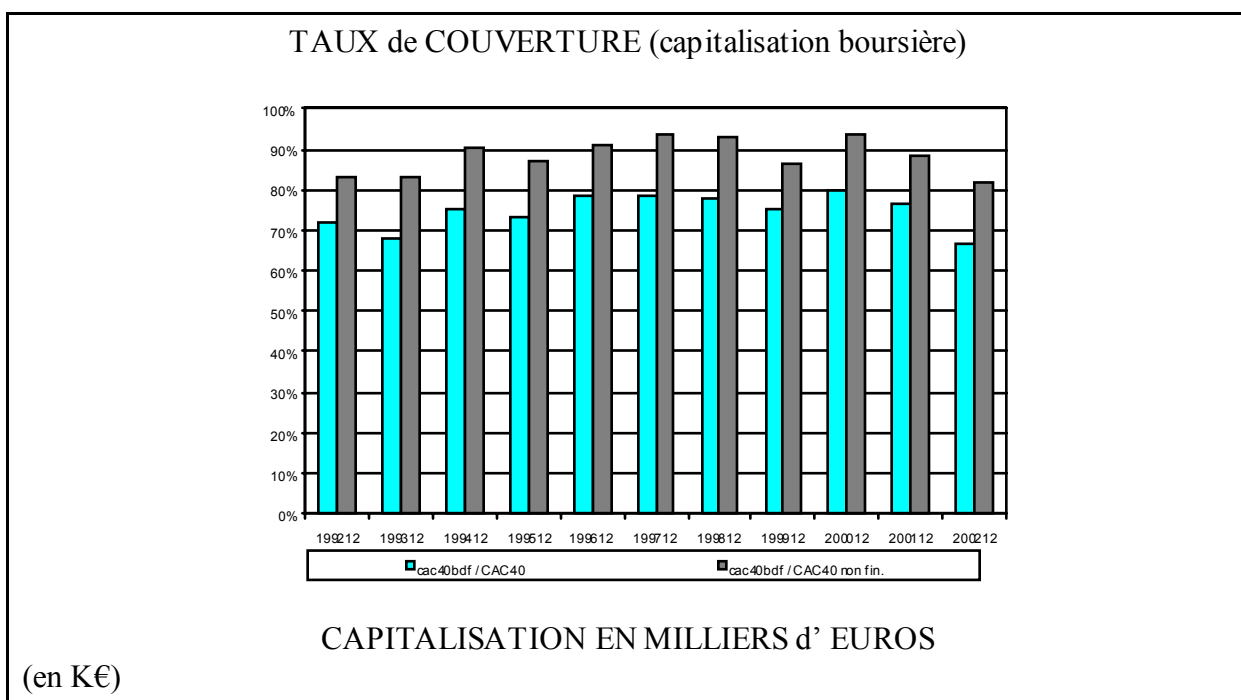
	1992	1993	1994	1995	1996	
Nombre d'entreprises	25	24	26	25	26	
Capitalisation boursière	114 308	147 634	138 263	146 601	191 098	
Effectif à la clôture (unités)»	1 059 275	984 005	1 152 153	922 651	915 474	
Total du bilan (M€)	261 674	294 315	328 636	345 447	422 838	
	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nombre d'entreprises du « CAC40BdF»	26	29	27	27	28	25
Capitalisation boursière du « CAC40BdF»	286 338	450 485	792 763	814 552	715 526	443 503
Effectif à la clôture (unités) du « CAC40BdF »	1 116 747	1 395 271	1 531 997	2 088 809	2 082 467	1 817 484
Total du bilan (M€)	482 614	563 628	743 072	795 661	1 011 153	726 735

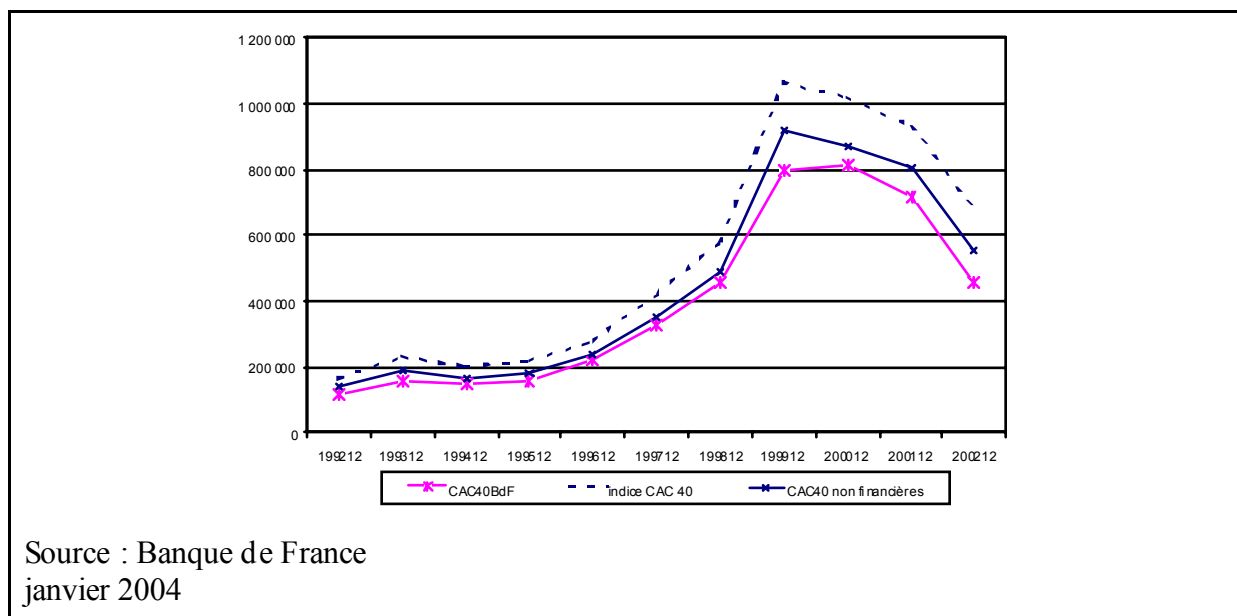
L'identification des entreprises établissant des comptes consolidés appartenant à l'indice CAC40 est aisée grâce à leur numéro siren et sicovam. Toutefois, dans certains cas ce n'est

pas l'entité consolidante finale qui est cotée mais une des filiales, comme dans le cas de SODHEXO, voire la tête de groupe et une filiale comme pour France Télécom et Orange. Or si on ne veut pouvoir conduire une analyse économique et financière pertinente il faut éviter les doubles comptes. Pour ce faire on ne retient que la seule l'entité consolidante finale, ce qui sous-estime le nombre de groupes présent dans la « base Groupes » de la Banque de France cotés en bourse. Le tableau 5 dénombre les entreprises finalement retenues. Cet échantillon non cylindré présente une cohérence intertemporel comme le montre les taux de couverture ci-dessous Dans les graphiques et tableaux suivants, cet échantillon sera dénommé « CAC40BdF »

En 2002, les 25 entreprises ainsi identifiées emploient 1 817 484 personnes – soit 34,4 % des effectifs employés par les 3 371 entreprises de la « base Groupes ». Leur **capitalisation** est de 443 503 M€ et leur total de bilan atteint 726 735 M€ - soit 33,2 % du total du bilan cumulé des entreprises présentes dans la base groupes. Les entreprises « CAC40BdF » représente, selon les années, entre 70% et 80% de la capitalisation du CAC40 et entre 80% et 90% de la capitalisation de leurs seules homologues non financières.

Avant 1997, la capitalisation boursière des entreprises de la « base Groupes » de l'indice représentait entre 50% et 60% de celle des groupes cotés, pour atteindre plus de 70% sur la fin de période. Enfin, l'évolution de la capitalisation boursière présente le même profil d'une population à l'autre.





L'étude des groupes se heurte à deux difficultés majeures. A la variabilité du périmètre de consolidation, s'ajoute l'existence de deux modes de comptabilisation, l'un dit par « nature », l'autre dit par « fonction ». Le tableau 6 présente le pourcentage d'entreprises de la « base Groupes » de la Banque de France établissant des comptes consolidés par « nature » – le complément à 100 nous donnant tenant une comptabilité par « fonction ».

Tableau 6 : Entreprises de la « base Groupes » tenant une comptabilité par nature.

Nombre / (% du total)	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Base groupe	1330 (86,5%)	1541 (87,9%)	1637 (88,%)	1748 (89,1%)	2144 (92,2%)	2370 (93,9%)	2646 (94,3%)	2900 (94,8%)	3080 (94,9%)	3271 (95,3%)	3215 (95,4%)
« CAC40BdF »	11 (44%)	9 (37,4%)	9 (34,6%)	9 (36,0%)	11 (42,3%)	8 (30,8%)	8 (27,6%)	8 (29,6%)	8 (29,6%)	8 (28,6%)	6 (24%)

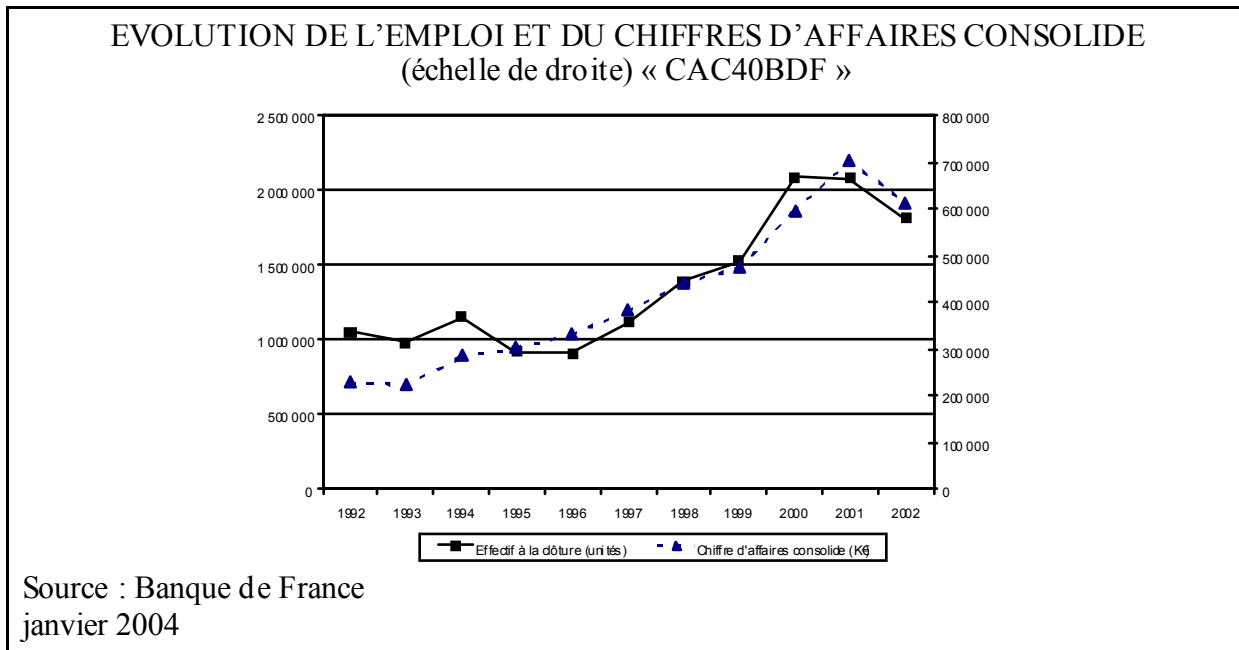
La majorité des groupes « CAC40BdF » tient une comptabilité par fonction, contrairement aux autres groupes, en particulier non cotés. Ce choix, lié aux normes comptables internationales, met l'accent sur la rémunération des capitaux et, plus particulièrement, sur la création de valeur pour l'actionnaire. Il peut être cependant préjudiciable à l'analyse complète des performances. En effet, il interdit toute analyse de la formation de la valeur ajoutée et de sa répartition⁴ ainsi que de la « construction » de la rentabilité, qu'elle soit économique ou financière (Paranque, Salais, Rivaud-Danset, 1997). Comme le souligne Michael Jensen (2001) la maximisation de la valeur pour l'actionnaire a besoin, pour produire ses effets, de

⁴ Sauf à la reconstituer à partir des comptes sociaux des filiales consolidées mais à condition de disposer des comptes de toutes les filiales, y compris les étrangères sous réserves que ces dernières tiennent une comptabilité par nature, ce qui n'est pas le cas, en particulier dans le monde anglo-saxon.

tenir compte de l'ensemble des intérêts des différentes parties prenantes. En effet, c'est la condition pour que les managers puissent disposer d'objectifs clairs et univoques, issus d'un accord négocié entre ces parties. De ce point de vue, l'actualité est là pour illustrer les enjeux sous-jacents tant du point de vue social (emploi, rémunération, retraite ...) qu'économique (effet des faillites sur les partenaires bancaires et commerciaux) à une correcte prise en compte des intérêts de tous. En tout état de cause, il apparaît un effet « cotation en bourse »: les marchés financiers ne font pas que « simplement » faciliter l'accès aux ressources financières pour une catégorie d'entreprises, ils favorisent aussi une uniformisation des représentations de la performance, voire une réduction de l'analyse à sa seule composante financière (« shareholder approach »). A l'inverse, l'immense majorité des entreprises garde une présentation ouverte permettant une analyse plus globale de la « construction » de la performance dans une optique « stakeholder approach ». La question que l'on peut se poser est de savoir si la généralisation d'une forme de communication correspondante à une population d'entreprise, certes importante du point de vue de leur poids économique, et à leurs modes de financement, ne se fait pas au détriment de besoins de l'immense majorité des autres sociétés.

2. LES GROUPES DU « CAC40BDF » : ANTICIPATION DE VALEUR ET SOLVABILITE

Sur la période sous revue, les groupes du « CAC40BdF » enregistrent une hausse des effectifs consolidés suivant celle du chiffre d'affaires. Si ce constat confirme la croissance mondiale de ces groupes, toutefois son interprétation est limitée dans la mesure où nous ne disposons pas d'informations sur la répartition géographique de l'emploi et des activités, ce qui est dommageable pour en apprécier l'impact macro-économique. Autrement dit, l'analyse de la « création de valeur », et donc des stratégies suivies, est limitée par l'absence d'indications sur sa localisation et ses effets sur la croissance des pays.



Nonobstant cette limite, il est possible d'avoir une vue globale des effets de la croissance des groupes sur leur bilan.

Le rapport du Commissariat Général du Plan (2002) intitulé « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance » souligne le « rôle prépondérant joué par les marchés financiers dans les choix d'investissement des entreprises (...) ». La période qui débute à la fin des années 90 se caractériserait par l'émergence d'un « nouveau régime de croissance » défini comme un « changement qualitatif qui ne se résume pas à un choix de productivité ou à une modification des performances économiques et financières ». Ce « régime de croissance » s'accompagne d'intenses opérations de restructuration accompagnant une forte progression des rachats d'entreprises. Dans ce contexte d'anticipations des revenus, il en est résulté une valorisation élevée des ces opérations révélées par la hausse importante des cours boursiers reflétée par celle des « goodwill ».

Dans la norme actuelle, le goodwill peut se définir comptablement comme « ... l'écart entre le prix payé pour l'acquisition d'une entreprise, ou d'un groupe d'actifs, et la valeur total réévaluée des actifs identifiés (corporels et incorporels) » (Nussenbaum, 2003). Deux définitions de cet « écart de prix » sont ici retenues.

La première résulte d'une approche comptable stricte, à savoir les **écarts d'acquisition** inscrits au bilan. Ces derniers ont connu une forte progression depuis 1992 passant de 6 % du total du bilan pour atteindre 16,3 % en 2001 (soit 64 % du total des écarts d'acquisition

inscrits au bilan de l'ensemble des « groupes » alors que leurs effectifs n'en représentent que 34,4% et leur total du bilan 33,2%). Ils ont légèrement fléchi en 2002 pour représenter 15,3% du total du bilan.

La seconde, calculée comme la somme des écarts d'acquisitions inscrits au bilan plus les immobilisations incorporelles diminuées des frais d'établissement, de recherche et développement, des logiciels et des droits et brevets et assimilés, est économique. Elle tient compte de certains éléments incorporels identifiables au bilan, et sera dénommée « **goodwill** ».

Le rapport « **écarts d'acquisition / capitaux propres** » est de 56 % en 2001, après avoir enregistré une forte hausse sur les trois derniers exercices. Il continue sa progression en 2002 (60%). Toutefois, la dispersion des ratios individuels est importante : en 2002 un quart des groupes « CAC40BdF » a un ratio inférieur à 16,3% alors que pour un autre quart celui-ci est supérieur à 65,4%. En 2001 la dispersion est encore plus large, les quartiles s'établissant respectivement à 12,7% et 72,5%. Ainsi les écarts d'acquisition importants se concentrent sur un petit nombre de groupes.

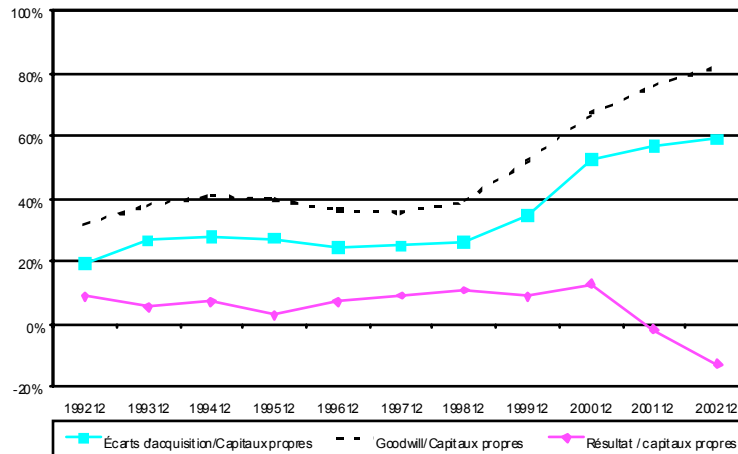
Le ratio « **goodwill / capitaux propres** » enregistre la même évolution pour atteindre 83,6% en 2002. Pour celui-ci le premier quartile des groupes « CAC40BdF » est de 44,7% et le troisième quartile de 102,3% (contre 31,6% et 101,3% en 2001 et 13,6% et 83,7% en 2000).

Ainsi une très forte hausse de ces deux indicateurs s'est produite depuis 1998, date à laquelle les quartiles étaient de, respectivement, 30,3% et 39,1%. Les niveaux atteints depuis lors s'expliquent tout autant par la poursuite des stratégies d'acquisitions que par une moindre progression, voire le recul, des résultats impactant les capitaux propres. Il apparaît en outre que ce mouvement a été le fait d'une minorité d'entreprises du CAC40.

En fin de période, l'évolution de ces indicateurs ne reflète plus seulement les anticipations de sur-valeur mais traduit aussi les pertes enregistrées et/ou anticipées. En effet, si les deux ratios augmentent en 2001 et 2002, ce mouvement est aussi imputable à la détérioration des capitaux propres consécutive aux pertes résultant du renforcement des politiques de provisionnement rendues nécessaires par la conjoncture (**résultats/capitaux propres**).

SURVALEUR ET RESULTATS RAPPORTES AUX CAPITAUX PROPRES
 « CAC40BdF »

(ratio moyen en en pourcentage)

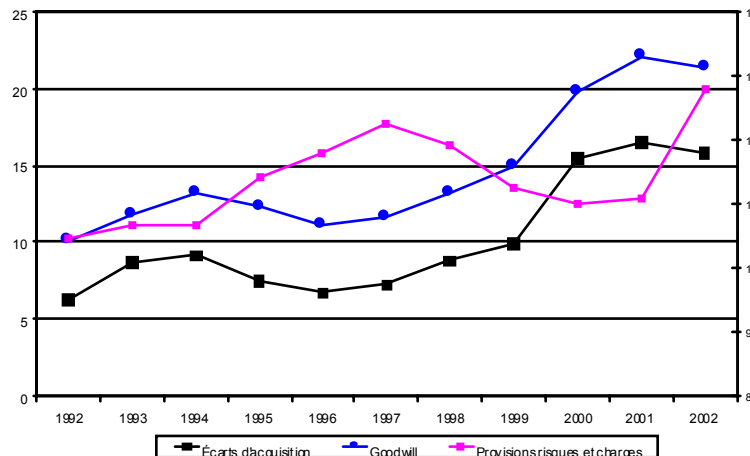


Source : Banque de France
 janvier 2004

En 2001, les **provisions pour risques et charges** représentent 11 % du passif des groupes du « CA40BdF », soit 42 % du total des provisions constituées par l'ensemble des entreprises de la «base Groupes ». Elles atteignent 12,8% en 2002. Les **écarts d'acquisition** et les **provisions pour risques et charges** présentent des évolutions différentes: la diminution du goodwill au milieu des années quatre vingt dix s'accompagne simultanément d'une hausse des provisions alors que sa hausse à partir de 1998 entraîne un moindre provisionnement. En 2002, les tendances s'inversent à nouveau mais les provisions enregistrent une forte augmentation. On relèvera que les provisions pour restructurations ou écarts d'acquisition négatifs représentent moins de 1 % du total du bilan.

**SUR-VALEUR ET PROVISIONS RAPPORTES AU TOTAL DU BILAN
 « CAC40BdF »**

(ratio moyen en pourcentage - échelle de gauche : « écarts et goodwill » ; échelle de droite : « provisions »)

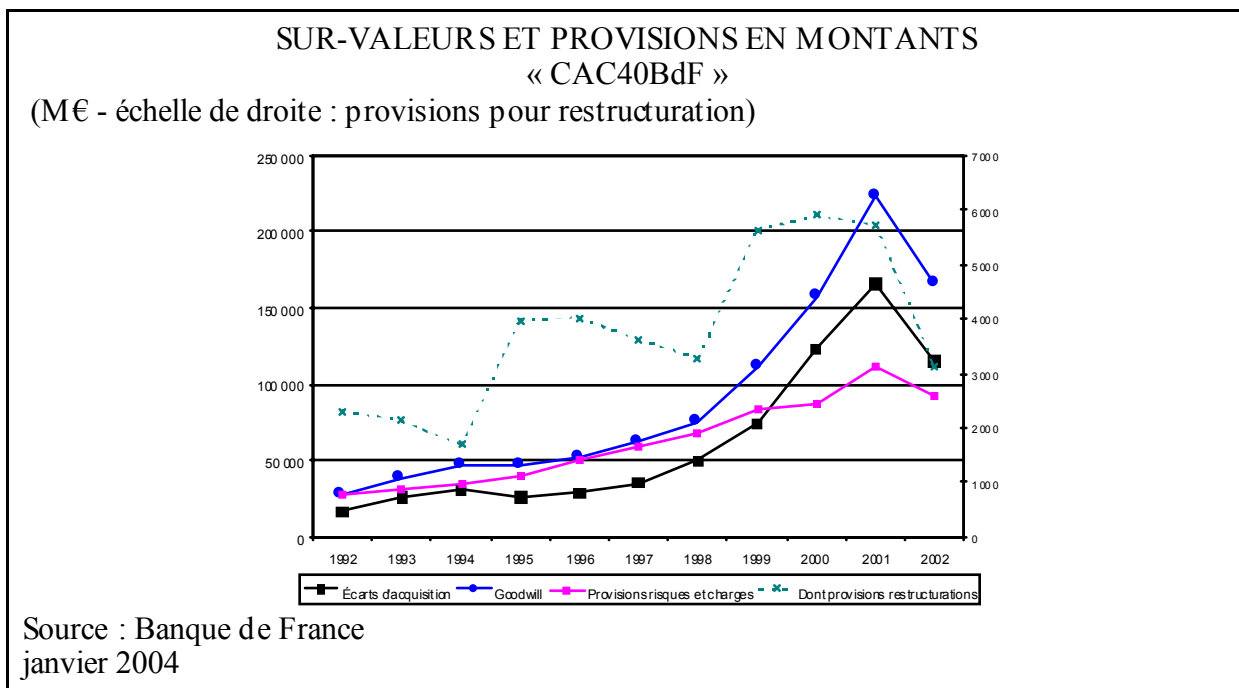


Source : Banque de France
 janvier 2004

La baisse des montants, observée en 2002, peut apparaître contradictoire avec la hausse du ratio. Toutefois, ceci doit s'analyser dans un contexte d'ensemble. Les dotations aux provisions, exprimant une révision des perspectives économiques, amplifient l'impact négatif du ralentissement de l'activité sur les résultats et donc impactent le total du bilan. De ce fait, en 2002, on observe simultanément une réduction de leur montant et pourtant une hausse de la part relative des provisions dans le passif sous l'effet d'une baisse plus que proportionnelle du dénominateur. Il y a donc à la fois un « sur-provisionnement » relatif en réaction au contexte conjoncturel et un « sous-provisionnement » absolu. Autrement dit, la prise en compte du risque lié à une forte progression des goodwill, ne serait pas assez anticipatrice. Cette « insuffisance » de la politique de provisionnement est susceptible d'aggraver les effets liés au retournement conjoncturel ⁵. Les dotations aux provisions passées fin 2002 ont pesé sur les résultats de l'exercice sans pour autant avoir un caractère de perte avérée contrairement à ce

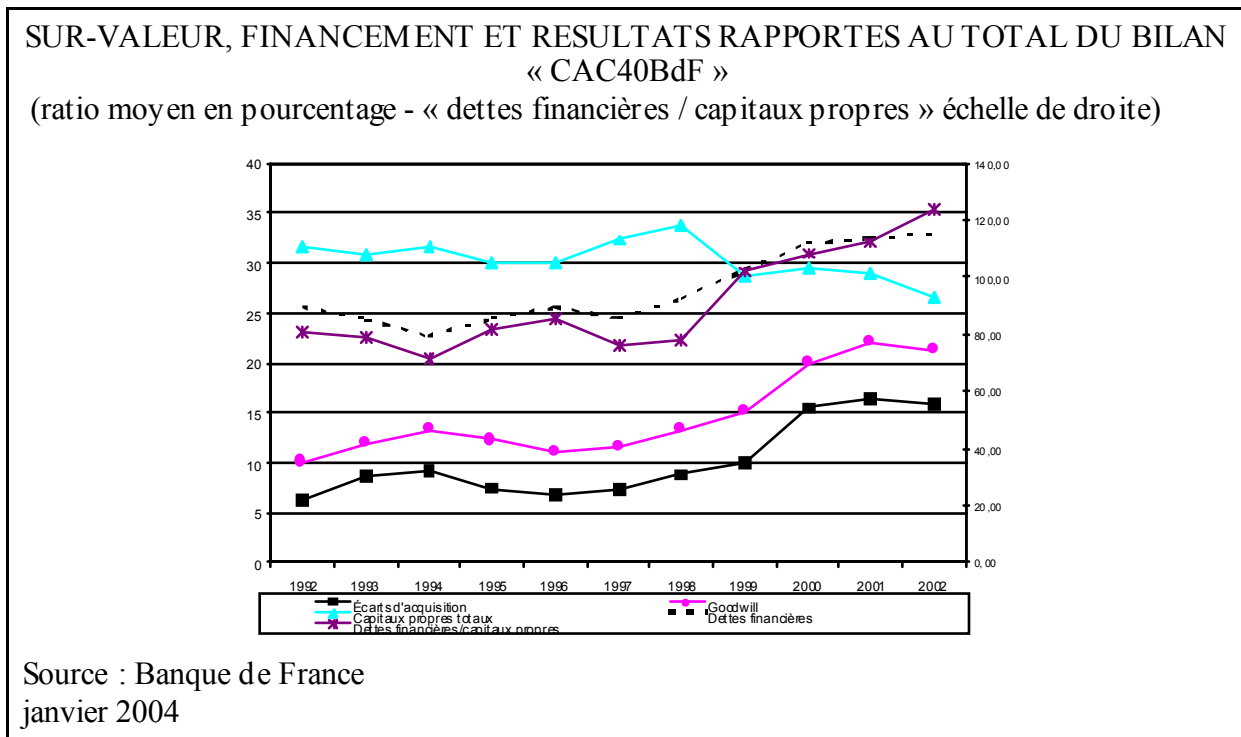
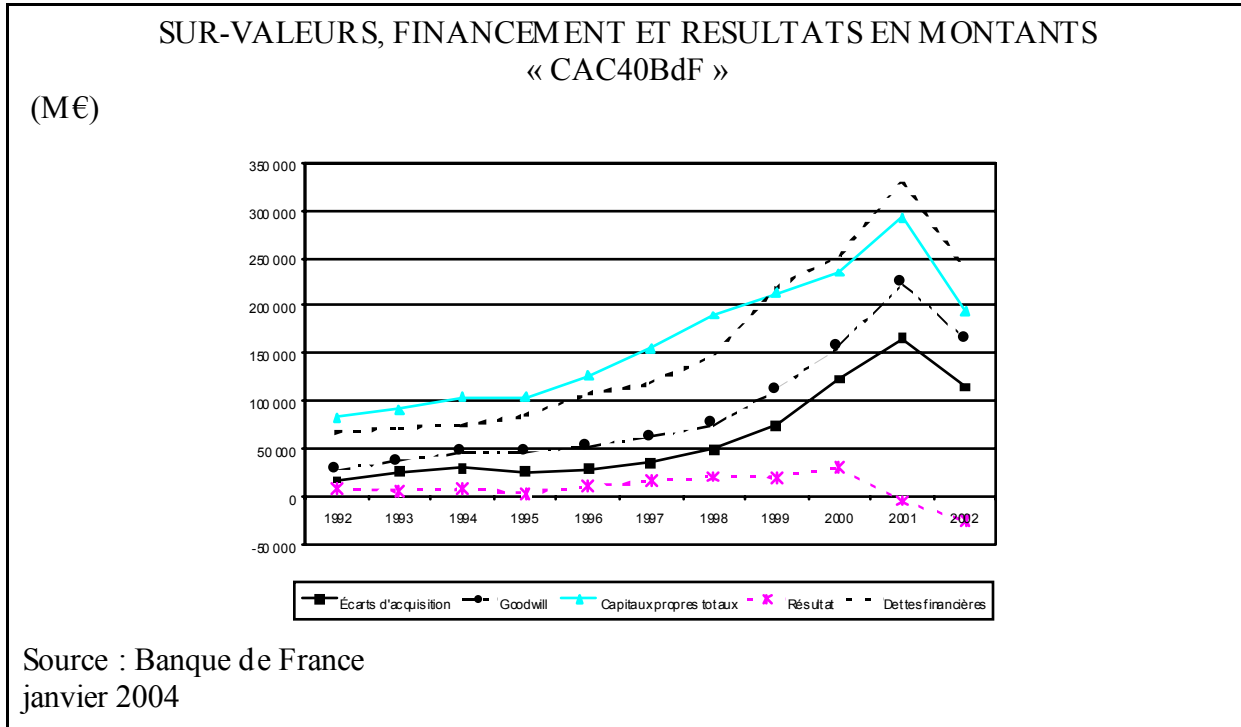
⁵ L'IASB étudie actuellement un projet de refonte de la norme IAS 22 sur les regroupements d'entreprises qui devrait être applicable pour l'échéance du 1^{er} janvier 2005. Actuellement, le goodwill disparaît progressivement du bilan par le biais d'un amortissement linéaire. Selon la nouvelle acceptation prônée par l'IASB, le goodwill est reconnu comme un actif à part entière. Il est prévu qu'en cas de baisse de sa valeur, il fera l'objet de provisions. On voit mal cependant comment les réformes comptables en cours, et les préconisations en résultant, pourront modifier ces comportements. En effet, que ce soit le fait de dotations aux amortissements exceptionnels ou aux provisions pour dépréciations, ces charges calculées expriment une révision à la baisse des anticipations de croissance ayant justifiées les « goodwill » payés. Les corrections surviendront toujours à posteriori amplifiant (voire créant) les mouvements conjoncturels et menaçant la stabilité financière (voir le numéro de la Revue de Stabilité Financière de novembre 2003).

qui transparaît souvent dans les présentations publiques ou la presse. Il se crée donc un effet de grossissement, pour une part, « virtuel » des pertes ou des bénéfices qui peut les fluctuations des résultats et accroître l'incertitude quant aux perspectives de croissance. De manière symétrique, les reprises sur provisions, qui peuvent survenir ultérieurement, vont aussi jouer un rôle non négligeable dans l'intensité de l'amélioration des résultats, sans qu'il soit aisé de distinguer entre ce qui résulte de réels gains et ce qui provient d'un effet mécanique lié aux règles comptables. A cet égard, les résultats semestriels publiés en juin 2003 illustrent ce phénomène.



La progression de la dette financière suit celle des capitaux propres. Toutefois, à compter de 1998, la hausse de la première s'accélère et devient plus importante que celles des seconds. En 2001-2002 une inversion de tendance se produit mais le recul de l'endettement financier est moins prononcé que celui des capitaux propres (respectivement -21,1% contre -31,4%). En effet, malgré les mesures de désendettement prises face au contexte de retournement conjoncturel, le ratio « dettes financières / capitaux propres » progresse fortement du fait du fort recul des capitaux propres consécutif aux provisions passées qui ont pesé sur les résultats. Ces évolutions traduisent, une fois encore, les révisions négatives des anticipations de performances attendues des stratégies d'acquisitions ce qui alimentent le processus de ralentissement économique qui a perduré en 2003. Ces mêmes grandeurs exprimées en pourcentage du bilan conduisent aux mêmes constats. Par conséquent, les bilans restent

marqués par le poids relatif de la dette financière et donc par un alourdissement de la contrainte de solvabilité.



En calculant les indicateurs au plan individuel pour chaque groupe et non plus de manière agrégée, la moyenne du ratio « **dettes financières/total du bilan** » pour le « CAC40BdF » est

de 26,5% en 2002 (avec un premier quartile à 17,4% et un troisième quartile à 32,8%). Les évolutions observées sur la période traduisent un comportement relativement homogène de ces groupes. Toutefois, le rapprochement des indicateurs statistiques « moyenne » (en traits plein) et « ratio moyen » (en pointillé) sur les **écarts d'acquisition** indique un ratio moyen supérieur à la moyenne traduisant une concentration de ceux-ci sur quelques groupes dont les bilans sont les plus importants. Ainsi comme s'en est fait l'écho le rapport du Commissariat Général du Plan (2002), alors que la moyenne du goodwill des entreprises du CAC40 était de 101,6% au 31/12/2001, le ratio était de 252,1% pour France Télécom, de 165,8% pour Vivendi Universal ou encore de 154,6% pour Carrefour ⁶.

L'examen de l'ensemble des entreprises de la « base Groupes » conduit à constater des différences : la dette financière diminue de 24% (contre -25,6% pour les capitaux propres) ce qui permet de stabiliser en fin de période sa part dans le passif autour de 30%. Au total, comme le montre le graphique suivant, deux types de profils se distinguent assez nettement selon que le groupe est ou non coté en bourse, à fortiori s'il appartient à l'indice du CAC 40.

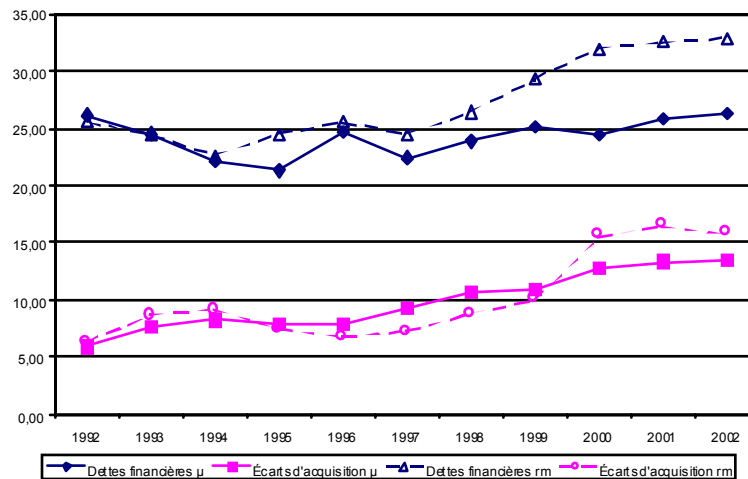
Ainsi les groupes du « CAC40BdF » ont connu une brève période de recul de la part de la dette financière dans le total de leur bilan de 1992 à 1995 avant que celle-ci ne s'alourdisse jusqu'en 2002 coïncidant avec la progression des écarts d'acquisition. A l'inverse, les groupes non cotés ont amélioré leur autonomie financière malgré une légère dégradation sur le début des années 2000, tout en stabilisant la part des écarts d'acquisitions dans le total du bilan. Ce rapprochement permet de souligner l'alourdissement marqué de la contrainte de solvabilité pour les « CAC40BdF » face aux groupes non cotés. Cette contrainte pèse d'autant plus sur leur situation actuelle, que l'endettement a été fondé sur des perspectives de profits basées sur des stratégies de croissance externe, justifiant les écarts d'acquisitions correspondants. Le remboursement de la dette devrait alors être permis par la réalisation effective des profits attendus de ces choix. Toute révision à la baisse des résultats aggrave donc la contrainte de solvabilité.

⁶ (Pihon, 2003, page 87).

DETTES FINANCIERES ET ECARTS D'ACQUISITIONS RAPORTES AU TOTAL DU BILAN

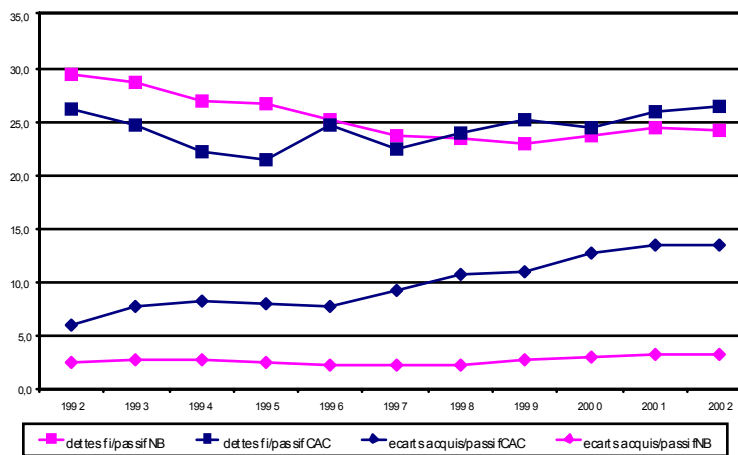
«CAC40BdF »

(en pourcentage - (moyenne en traits plein - ratio moyen en pointillé).)



DETTES FINANCIERES ET ECARTS D'ACQUISITIONS « CAC40BDF » ET GROUPES NON COTES EN BOURSE (NB)

(moyenne en pourcentage du total du bilan)



Source : Banque de France
janvier 2004

3. A PROPOS DE LA CREATION DE VALEUR

Pour améliorer l'évaluation des performances des entreprises, en particulier à travers le lien entre « goodwill », comme expression d'anticipations de profits, et la réalisation de ces dernières à travers les résultats tels qu'ils transparaissent dans les documents comptables et financiers établis par les groupes, d'autres indicateurs doivent être examinés.

Sans revenir sur la problématique de la définition de la performance, nous nous appuyons sur un article de Michael Jensen (2001) pour justifier le choix de 3 indicateurs principaux tenant compte des différentes parties prenantes concernées par la (les) performance(s) de la firme.

Il s'agit tout d'abord du ratio « Valeur ajoutée / total du bilan » comme expression de la capacité du groupe à créer de la valeur pour l'ensemble des acteurs concernés par son développement (son efficacité économique). L'intérêt d'un tel indicateur est qu'il exprime une synthèse des relations économiques que l'entreprise entretient avec ses environnements commerciaux (via les politiques commerciales et d'approvisionnement retenues avec les clients et les fournisseurs), résultante des décisions de développement antérieures. Il permet, avant toute incidence des politiques salariales et de financement, d'apprécier la capacité de l'entreprise à créer des richesses selon des indicateurs cohérents avec ceux utilisés usuellement pour apprécier les performances courantes, y compris d'un point de vue macroéconomique. A contrario, il souligne le biais existant à ne retenir que des indicateurs exprimant les conditions de rémunérations des apporteurs de fonds hors tout élément d'appréciation de l'état des relations de l'entreprise avec les autres parties prenantes (clients, salariés, fournisseurs, apporteurs de capitaux, Etat). Cette réserve est particulièrement vraie pour les groupes du « CAC40BdF » dont la grande majorité présente une comptabilité par fonction selon les standards internationaux.

Tableau 7 : Indicateurs de performances en ratio moyen

CAC40BdF – ensemble	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nombre de groupes	25	24	26	25	26	26	29	27	27	28	25
Résultat courant avant impôts / total du bilan	4,2	3,1	3,7	3,6	3,4	4,6	5,0	4,2	5,7	4,3	5,3
Résultat net consolidé / capitaux propres totaux	9,1	5,3	7,3	2,5	6,8	9,6	10,8	8,9	12,9	-1,6	-13,2
CAC40BdF – groupe tenant une comptabilité par nature	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée	39,8	38,7	41,6	48,8	37,2	42,3	38,8	42,0	44,3	45,4	30,5
Valeur ajoutée / total passif	41,5	39,0	38,6	42,5	29,1	29,6	28,4	27,4	30,4	31,4	33,8
Excédent brut d'exploitation / total passif	16,5	15,1	16,1	20,7	10,8	12,5	11,0	11,5	13,5	14,2	10,3
Résultat courant avant impôts / total du bilan	2,9	1,7	3,1	2,7	3,0	3,9	4,6	3,6	4,8	4,7	5,6
Résultat net consolidé / capitaux propres totaux	7,3	2,5	9,8	3,2	8,3	10,9	12,6	11,3	13,4	12,9	13,7
Groupes – ensemble	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Nombre de groupes	1538	1752	1849	1961	2323	2524	2805	3058	3245	3433	3371
Résultat courant avant impôts / total du bilan	2,4	1,8	2,8	2,7	2,7	3,5	3,6	3,5	3,9	3,3	3,7
Résultat net consolidé / capitaux propres totaux	4,5	2,0	5,0	2,8	4,7	7,5	8,9	8,9	10,0	1,5	-0,3
Groupes tenant une comptabilité par nature	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Excédent brut d'exploitation / Valeur ajoutée	32,2	30,3	33,8	34,5	29,8	29,9	31,0	32,3	34,1	34,0	31,9
Valeur ajoutée / total passif	37,0	29,7	29,7	31,4	27,5	27,1	26,5	26,3	26,2	27,3	27,4
Excédent brut d'exploitation / total passif	11,9	9,0	10,0	10,8	8,2	8,1	8,2	8,5	8,9	9,3	8,7
Résultat courant avant impôts / total du bilan	1,6	1,1	2,2	1,8	2,1	3,0	3,0	3,1	3,0	3,1	3,1
Résultat net consolidé / capitaux propres totaux	2,1	-0,3	5,1	0,9	4,1	7,3	8,6	9,0	8,5	7,7	8,8

Ensuite le ratio « Excédent brut / valeur ajoutée » est un indicateur de répartition des richesses créées.

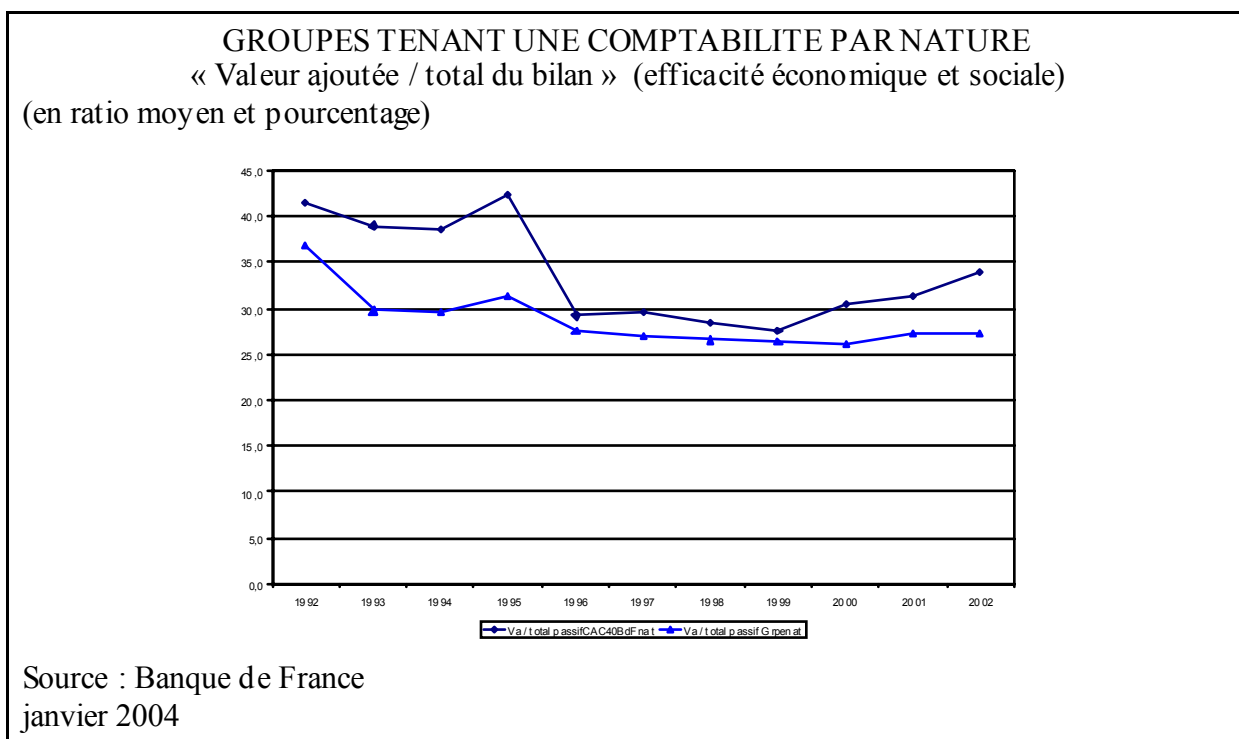
Enfin les ratios « excédent brut d'exploitation / total de bilan » (RBE) et « Résultat courant avant impôts / total de bilan »⁷ (RCAI), indicateur de la rentabilité économique avec une définition proche du « return on assets » anglo-saxon (ROA), nous renseigne sur le niveau de rémunération des capitaux. Ils seront complétés par une estimation de la rentabilité financière au travers du ratio « Résultat net consolidé / capitaux propres » (RNFI) avec une définition proche du « return on equity » (ROE).

Pour ces trois indicateurs, le calcul ne se fait que pour une partie de la « base Groupes ». En effet, les soldes intermédiaires de gestion correspondant ne sont disponibles que pour les

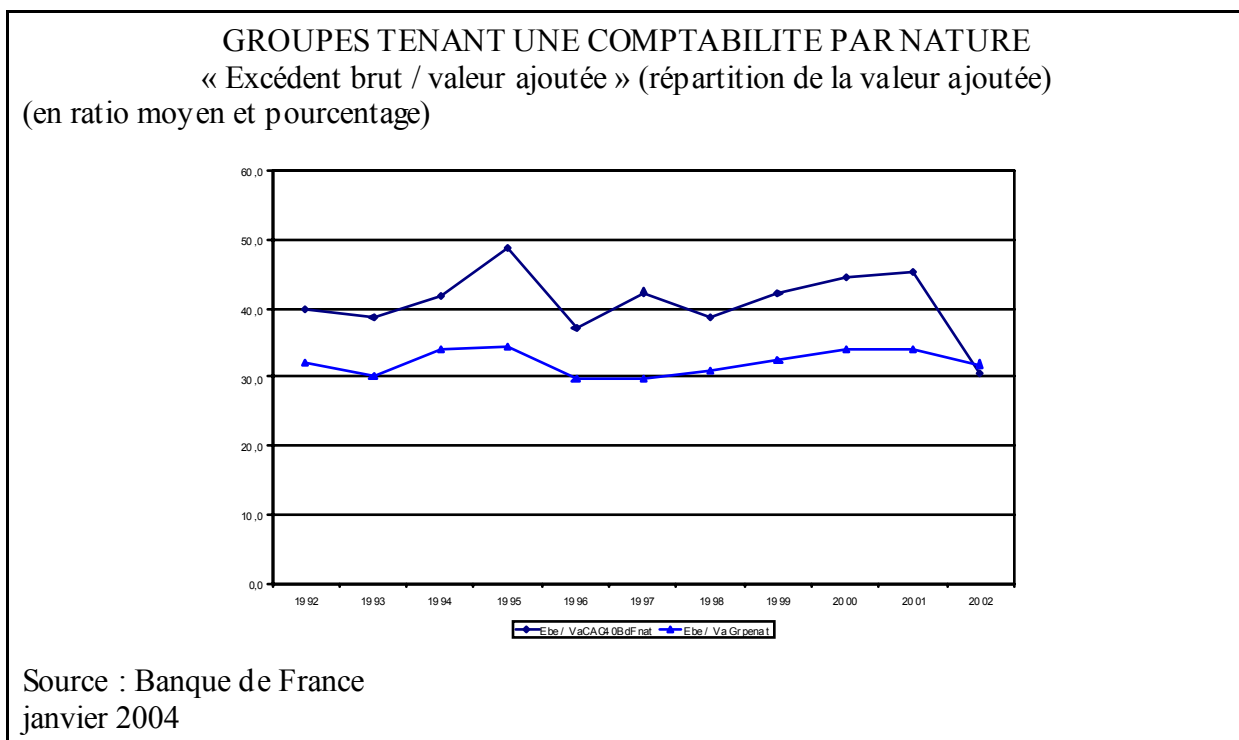
⁷ En fait ce ratio est une approximation de la rentabilité économique dans la mesure où le numérateur ne neutralise pas la politique de dotations. Là encore ce sont moins les niveaux qui nous intéressent que les positions relatives. La situation est la même pour le ratio valeur ajoutée/total bilan. L'écart entre les deux ratios est dû aux dotations et provisions ainsi qu'au résultat financier.

groupes présentant un compte de résultat par nature. Les autres ont choisi une présentation fonctionnelle qui interdit de tels calculs. On notera que dans ce cas l'appréciation de la capacité de l'entreprise à créer de la valeur ne peut se faire que du point de vue de l'actionnaire (Jensen, 2001).

En s'intéressant aux groupes tenant une comptabilité par nature, sur la période sous revue, la capacité à créer des richesses des groupes est en recul (37,0% en 1992 et 27,4% en 2002). La reprise qui apparaît en 2000 sur le « CAC40BdF » est peut être artificielle dans la mesure où le numérateur étant en brut, une réduction de l'effort d'accumulation entraîne « mécaniquement » une moindre progression du dénominateur qui est en net. Toutefois ce constat doit être interprété avec prudence dans la mesure où, en outre, les périmètres de consolidation n'étant pas constants, l'efficacité effective échappe à l'évaluation statistique sur donnée agrégée. Ce qui importe plus, ce sont d'une part les positions relatives entre sous-population et, d'autre part, la mise en relation avec les stratégies de croissance développée telle qu'elles sont rendues par l'évolution des goodwill. De ce point de vue, il apparaît bien un décalage constant entre les anticipations de création de valeur sous-tendant les écarts d'acquisition et la création effective de valeur, surtout si on rapproche cette dernière de l'évolution des premiers sur la période sous-revue (voir section 2).



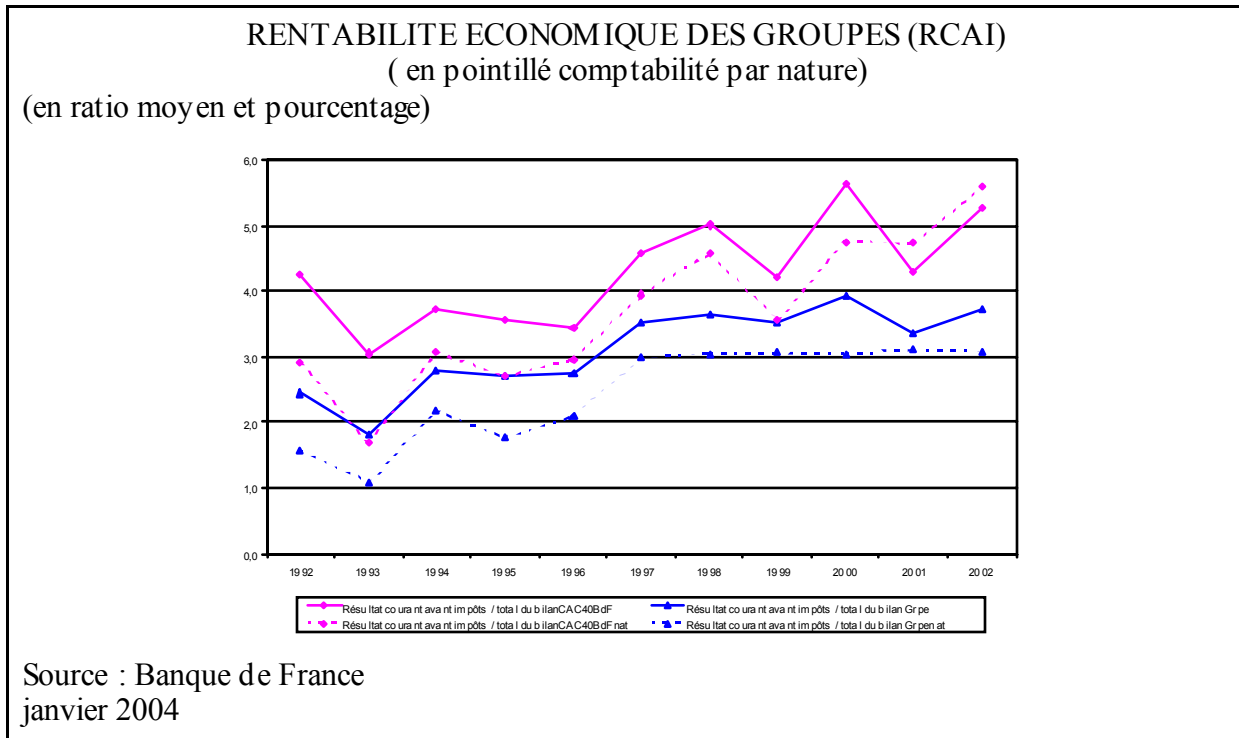
L'analyse de l'indicateur de répartition des richesses montre à contrario une hausse continue du ratio de 1996 à 2001, favorable à la rémunération des capitaux, en opposition avec l'indicateur précédent. Croisé avec la progression des effectifs sur la même période, on a peut être là un indice de la modification de la structure de l'emploi opérée au sein des groupes, tant sur le plan géographique que gestion des ressources humaines (type de contrat de travail, intérim, sous-traitance ...). En effet si la part des salaires diminue alors que le nombre de salariés augmente (au moins jusqu'en 2001, car en 2002 s'ajoute une baisse nette de l'emploi), c'est que la rémunération moyenne individuelle recule relativement et toutes choses égales par ailleurs. Ce recule doit alors s'analyser en lien avec les stratégies d'investissement et de développement des groupes.



Au total, observée sur les groupes comptabilisant par nature, la compensation du recul des richesses créées (VA/total bilan) par une répartition plus favorable en faveur de la rémunération des capitaux (EBE/VA) a contribué à atténuer l'érosion de la rentabilité économique (EBE/Total bilan). En effet, d'une part, l'efficacité économique du capital diminue entre 1992 et 1999 (malgré une hausse en 1995) avant de quelque peu se redresser jusqu'en 2002⁸. D'autre part, la part des profits d'exploitation dans les richesses produites est stable de 1992 à 1998 avant d'augmenter jusqu'en 2001 puis de fortement chuter en 2002.

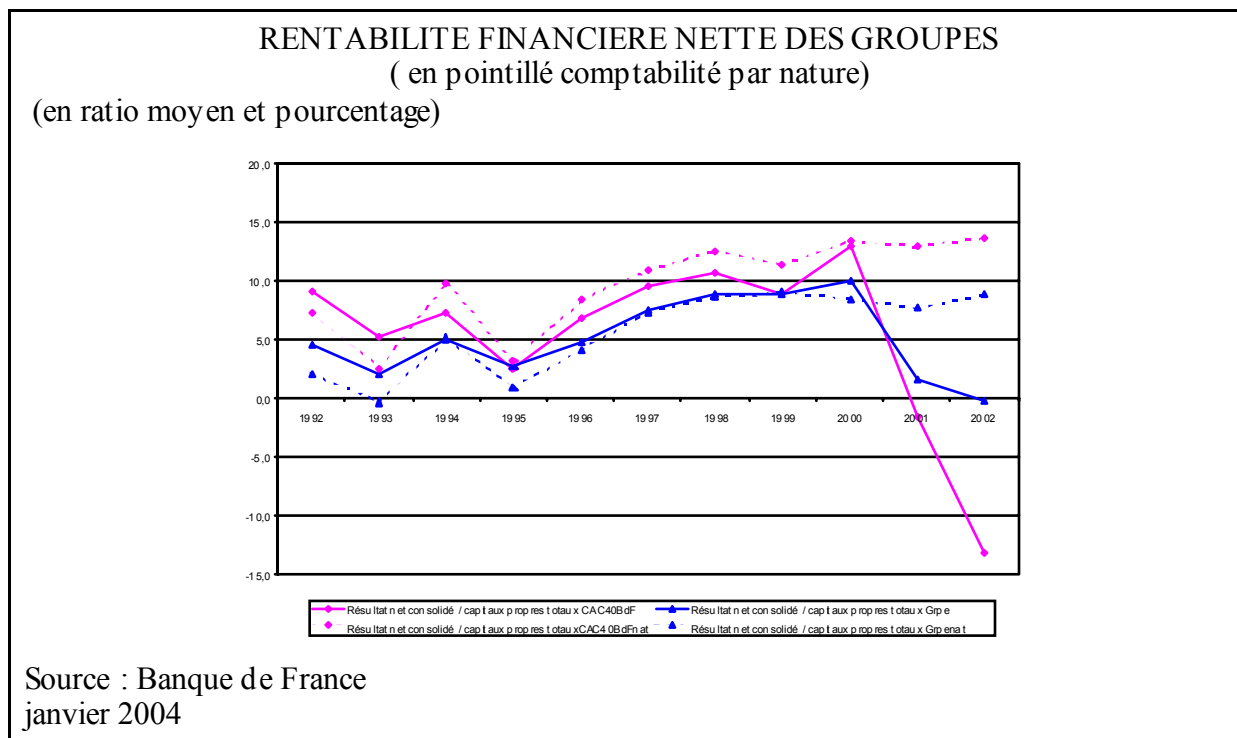
⁸ Toutefois, cette restauration peut être due à la réduction des bilans consécutive au ralentissement économique plutôt qu'à une création de richesses plus importante

Toutefois, le ratio « RCAI/total du bilan » a, quant à lui, pu progresser en bénéficiant de résultats financiers en croissance qui ont plus que compensé le recul du ratio EBE/total du bilan.



Le mode de « construction » de la rentabilité économique (Paranque, Salais, Rivaud-Danset, 1997) conduit alors à s’interroger sur les anticipations de création de valeur à la source, d’une part, des politiques d’acquisitions et d’investissement en lien avec les arbitrages en terme d’emploi (tant du point de vue des rémunérations que de sa localisation), d’autre part, des valorisations acceptées, telles qu’elles transparaissent au travers des goodwill et de la rentabilité financière nette réalisée. On relève ainsi que si les entreprises tenant une comptabilité par nature (trait pointillé dans le graphique) réalise une rentabilité économique moindre que celle relevée sur l’ensemble des groupes (trait continu dans le graphique), celles du « CAC40BdF » (losange) obtiennent des performances continûment supérieures. Ce dernier point mériterait des approfondissements sur l’origine, en particulier géographique, de ces résultats.

Le contraste est moins nette sur la rentabilité financière, sauf à compter de 2000 où elle est plus élevée dans les groupes ayant une comptabilité par nature (trait pointillé).



Si on calcule les ratios au plan individuel en se focalisant sur les **groupes du « CAC40BdF »**, **en moyenne** (cf graphiques ci-après), il apparaît une certaine stabilité des rentabilités quand on les compare à la progression des écarts d’acquisition. Cependant, on note dès la fin 2000 le recul de la rentabilité financière nette⁹ sous l’effet des politiques de restructurations et de provisionnement engagées, en particulier pour les plus grands groupes tenant une comptabilité par fonction alors que la rentabilité économique¹⁰ présente une évolution heurtée et ne se redresse qu’en 2002. Il reste néanmoins à analyser plus en détail les modalités concrètes de réalisations de ces rentabilités, en particulier en matière de localisation et d’emploi.

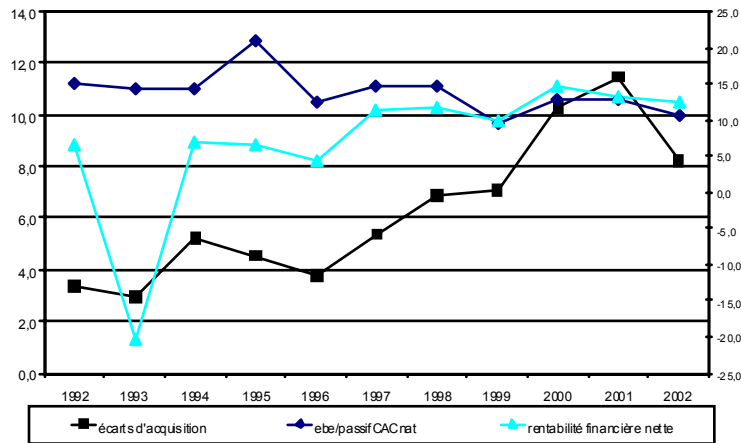
Sur l’ensemble des **groupes non cotés**, en moyenne, la rentabilité économique (RBE) décroît de 1992 à 1996, elle se stabilise à compter de 1997. Parallèlement les écarts d’acquisition qui suivaient l’évolution de la RBE jusqu’en 1998, ne cessent d’augmenter après, laissant supposer des anticipations de valeur qui ne semblent pas se réaliser. En outre, la rentabilité financière nette enregistre une évolution heurtée reflétant sans doute les révisions des anticipations via la politique de provisionnement, bien qu’orienté à la hausse jusqu’en 1998, avant de décliner.

⁹ Résultat net consolidé / capitaux propres totaux

¹⁰ Excédent brut / total passif

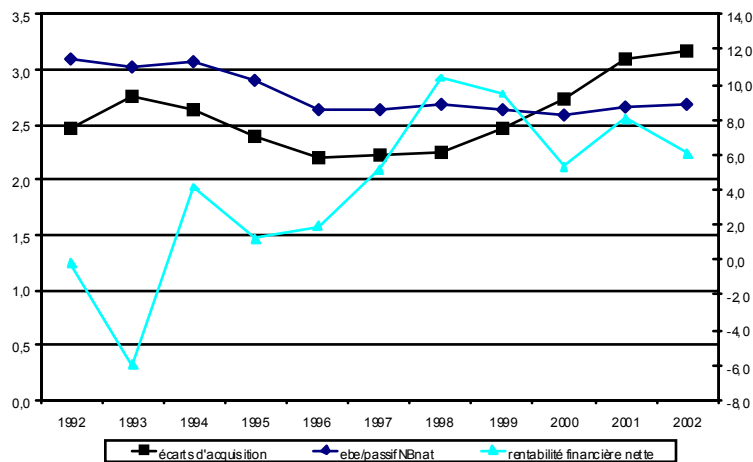
GROUPES DU « CAC40BDF » TENANT UNE COMPTABILITE PAR NATURE
(écarts d'acquisition et création de valeur)

(en moyenne et pourcentage – échelle de gauche : « écarts » ; échelle de droite : « rentabilités »)



GROUPES NON COTES TENANT UNE COMPTABILITE PAR NATURE
(écarts d'acquisition et création de valeur)

(en moyenne et pourcentage – échelle de gauche : « écarts » ; échelle de droite : « rentabilités »)



Source : Banque de France
janvier 2004

CONCLUSION : DE LA NECESSITE D'OUTILS D'ANTICIPATION

La progression du « goodwill » sur la période 1992-2002 est essentiellement le fait d'une minorité d'entreprise du « CAC40BdF » dont le poids économique est toutefois très important. Ce sont elles aussi qui sont responsables de la hausse de l'endettement. D'une part, la hausse des « goodwill » est plus forte dans les entreprises du « CAC40BdF », alors que, d'autre part, la maîtrise du « délai de retour sur investissement » des stratégies à l'origine des écarts d'acquisitions, appréhendée par l'évolution de la valeur ajoutée et des profits, y paraît moins assurée.

Ces différences résultent sans doute dans la spécificité de la relation de financement propre aux marchés financiers. Celle-ci est fondée sur la création de valeur pour l'actionnaire ce qui implique la crédibilité, du point de vue de l'investisseur, de la stratégie de l'entreprise. Il s'ensuit une confrontation permanente entre les perspectives de rentabilité et les résultats obtenus. C'est de la crédibilité de cette confrontation que dépend la stabilité des financements de l'entreprise. De fait, une entreprise non cotée est sans doute moins sensible qu'une autre cotée, aux évolutions des appréciations des investisseurs et donc moins exposée aux « corrections de marché ». En effet, elle sera sans doute moins « soumise » à la ligne « résultats de l'exercice » et plus attentive à la maîtrise de sa performance globale.

Par conséquent, ce qui devrait être « sanctionné » par les marchés, au-delà des réalisations, ce sont les protocoles et méthodologies d'élaboration des prévisions liées à la stratégie définie ainsi, peut-être, que les finalités poursuivies¹¹. Cependant, les réformes en cours de ces procédures ne seront efficaces que si simultanément elles permettent aux entreprises de résister à la pression du court terme. A cet égard, toute mesure de couverture du risque qui ne serait qu'à posteriori (dotations aux provisions, amortissements exceptionnels ou autres) sans intervenir sur les outils de prévention, ne peut qu'amplifier la sensibilité des résultats aux fluctuations de court terme au détriment du moyen-long terme, et irait donc à l'encontre de la création de valeur pour toutes les parties prenantes (Jensen, 2001).

¹¹ Ce que montre d'ailleurs l'émergence de « fonds éthiques ».

BIBLIOGRAPHIE

Casta J-F (2003) : « La comptabilité en « juste valeur » permet elle une meilleure représentation de l'entreprise ? » in Revue d'Economie Financière « Juste valeur et évaluation des actifs », n°71, pp 17-32.

Commissariat Général du Plan (2002) : « Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance ».

Jensen M.(2001) : « Value Maximization, stakeholder theory and the corporate objective function », Bank of America, Journal of applied corporate finance, volume 14, number 3, fall 2001 (october), disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671

Nussenbaum M. (2003) : « Juste valeur et actifs incorporels » in Revue d'Economie Financière « Juste valeur et évaluation des actifs », n°71, pp 71-86.

Paranque B., Rivaud-Danset D., Salais R. (1997): « Evaluation de la performance et maîtrise du risque des entreprises industrielles françaises », Revue Internationale PME, Volume 10;

Picart C. (2003) : « La remontée de l'endettement des grands groupes à la fin des années 90 », note interne de travail, INSEE E 2003/XX.

Plihon D. (2003) : « Le nouveau capitalisme », La Découverte.