

# SYNERGIES DE COÛTS

## DANS LE CADRE DES RAPPROCHEMENTS D'ENTREPRISES

### D'ASSURANCE : LA POSITION DE L'ÉVALUATEUR



**TANGUY FAROULT**  
Direction  
financière  
groupe  
Groupama

De l'évaluation financière des synergies de coût, deux problèmes ressortent de la durée et le risque. Reste que la réflexion sur les synergies de coût n'est encore qu'à ses prémices. De nombreuses évolutions sont à venir entre financiers, comptables et opérationnels.

L'annonce chiffrée d'économies attendues d'un regroupement d'entreprise occupe une place de plus en plus importante dans la communication au marché lors d'opérations de croissance externe. Ces synergies supposent que l'acquéreur est déjà présent dans les pays de la cible, ou intègre au niveau mondial certains services communs.

Ces synergies de coût sont bien perçues par le marché qui les considère moins aléatoire dans leur évaluation et leur réalisation que les synergies de revenus et mieux à même de justifier une partie de la prime de contrôle payée. Une étude de McKinsey considèrerait que dans 70 % des cas les synergies de revenus annoncés n'étaient pas atteintes, contre 25 % pour les synergies de coûts<sup>1</sup>.

Les synergies de coût, lorsqu'elles représentent une partie importante de la prime de contrôle payée

au vendeur, risquent pourtant de coûter cher aux actionnaires de l'acquéreur si les dirigeants salariés ne peuvent les concrétiser dans les flux post-acquisition.

L'évaluation des synergies de coût sous une apparente simplicité pose à l'évaluateur des problèmes importants à la fois d'évaluation financière, et de transcription dans les référentiels comptables.

#### PANORAMA DES ACQUISITIONS RÉCENTES

Le tableau 1 liste les principales opérations d'acquisitions (supérieures ou égales à 2 milliards d'euros) menés par les assureurs et réassureurs européens au cours des 24 derniers mois. On constate, qu'à l'exception des opérations de rachat de minoritaire, les synergies de coût ont fait l'objet d'une évaluation annuelle communiquée au marché lors de l'acquisition.

Dans le cas d'opérations de rachat minoritaires l'acquéreur n'anticipe pas en général de synergies de coûts

dans des entités détenues majoritairement et déjà gérées de manière optimale au sein de leur groupe.

Cela ne signifie pas que les synergies de coûts soient totalement absentes des opérations de rachat de minoritaires : l'intégration des filiales rachetées au sein d'une « Societas Europaea » (SE) permet d'optimiser l'utilisation du capital et de réduire le coût d'immobilisation des marges de solvabilité. On peut imaginer également que les retraits de la cote des entreprises acquises soient source d'économies par suppression de paliers et centralisation de la communication financière au niveau de la maison mère. Néanmoins, ces synergies sont non quantifiées et restent probablement secondaires pour l'acquéreur par rapport aux autres éléments justifiant la prime de contrôle payée.

#### L'ÉVALUATION FINANCIÈRE DES SYNERGIES DE COÛT

##### Le problème de la durée

L'évaluation d'un actif repose sur le triangle flux à l'actionnaire, durée et risque.

La première difficulté d'évaluation viendra de l'horizon de capitalisation de ces économies de coût.

Doit-on supposer que ces économies résultent d'un changement durable du modèle économique de l'entité acquise et doivent être capitalisées à l'infini ?

Ou doit-on considérer qu'elles seront, sous la pression concurrentielle, tôt ou tard rendues aux clients,

1. Étude citée en introduction du livre de Michael E.S. Frankel, *Mergers and acquisitions basics : the key steps of acquisitions, divestitures, and investments* (Wiley – 2005)

fournisseurs ou salariés et que, conformément à la théorie financière, cette rente pour l'actionnaire s'érodera au fil du temps? Dans ce second cas se posera alors le problème du terme et du rythme de disparition de cet avantage sur la durée.

Les écarts d'évaluation suivant les hypothèses de durée retenues peuvent être conséquents. Par exemple si nous considérons une synergie annuelle de 20 millions d'euros nette d'impôts actualisée à 10 % sa valeur sera de :

- 200 millions d'euros sur la base d'une durée de vie illimitée ( $20 \text{ M€} / 10\% = 200 \text{ M€}$ )<sup>2</sup>
- 123 millions d'euros sur la base d'une durée de vie limitée à 10 ans<sup>3</sup>
- 72 millions d'euros sur la base d'une décroissance linéaire annuelle pour atteindre zéro en 10<sup>e</sup> année

Le multiple de x10 appliqué aux synergies nettes d'impôts par les analystes peut alors être interprété comme une évaluation fondée :

- sur un flux d'économie constant à l'infini actualisé à 10 %
- sur un flux constant sur 14 ans si le taux d'actualisation retenu est le taux de l'actif sans risque estimé à 5 %  $[(1+5\%)^{-14}]/5\% = x 10,0$

### Le problème du risque

Au-delà du problème crucial de la durée se pose la problématique du risque associé à la réalisation des synergies annoncées : ce risque est à la fois opérationnel (capacité technique à amener dans les délais les changements de structure annoncés : système d'information, gestion des hommes, gestion qualité, gestion des risques) et environnemental, puisque les autorités de tutelle, l'État, divers groupes de pression peuvent retarder, surencherir, ou rendre impossibles les économies projetées.

Le risque sera bien sûr réduit pour les entreprises qui auront réussi à mener à bien sûr des projets comparables,

2. Gordon Growth model : une synergie de y croissant au taux g à l'infini et actualisée sur la base d'un taux k sera valorisée à :  $y \times (1+g)/(k-g)$ . Dans l'exemple présent le taux g est nul (synergie constante).

3. Une synergie de y constante sur n années et actualisée sur la base d'un taux k sera valorisée à :  $y \times [1 - (1+k)^{-n}]/k$ .

## 1. Synergies de coûts annoncées sur des opérations de regroupement Assurance (> 2 Md€)

Mois/année annonce	Société cible/ Pays	Société acheteuse/ Pays	Montant transaction en M€	Synergies annuelles de coûts annoncées avant impôts
09/2005	RAS (Italie)	Allianz (Allemagne)	5 700	Rachat de minoritaires pour 44,5 %
09/2005	Skankia (Suède)	Old mutual (UK)	5 950	104 M€ (£70m) par an à partir de 2008
06/2006	Abbey National Life (UK)	Resolution (UK)	5 230	25 M€ (£17m) par an à partir de 2008
06/2006	Winterthur (Suisse)	Axa (France)	7 900	280 M€ par an à partir de 2008 révisé à la hausse (+20 % 10/07)
06/2006	Toro (Italie)	Generali (Italie)	3 850	180 M€ par an à partir de 2
01/2007	AGF (France)	Allianz (Allemagne)	9 800	Rachat de minoritaires pour 42,4 %
04/2007	Converium (Suisse)	Scor (France)	2 000	65 M€ par an à partir de 2009

Sources : PWC/Financial Services M&A – PWC/Insurance Digest sept 2007 – Sites Internet sociétés. Il est une pratique actuelle des analystes de mai qui vise à valoriser les synergies de coût en appliquant un coefficient de x10 au montant de synergies annuelles communiquées nettes d'impôt. Ce calcul simple permet alors d'exprimer les synergies communiquées en pourcentage du prix payé comme présenté en tableau 2.

en bonne intelligence avec leur environnement, les réductions de coût projetées. Le chiffrage du risque sur les synergies de coût pourra se faire par l'approche des flux de trésorerie attendus<sup>4</sup> et le calcul du taux d'actualisation implicite<sup>5</sup>.

Le tableau 3 illustre la démarche : la première année du plan d'affaires post-acquisition intègre une synergie de coût pour 20 millions d'euros qui correspond au montant le plus probable. Nous supposons qu'une

probabilité de réalisation de 60 % est affectée à cette synergie, et que l'entreprise considère qu'elle a une probabilité de 25 % d'atteindre une synergie de 10 millions d'euros et de 15 % d'atteindre une économie supérieure chiffrée à 30 millions d'euros. L'espérance du flux de 20 millions d'euros est donc de 19 millions d'euros (Valeur x Probabilité) et l'espérance probabilisée à un an sur la base d'un taux sans risque de 5 % s'élève à 18,10 millions d'euros.

Le taux d'actualisation implicite correspondra au taux d'actualisation qui en partant de la synergie de 20 millions d'euros permettra d'obtenir la valeur de l'espérance du gain actualisée au taux sans risque. Dans le cadre de l'exemple ce taux est de 10,50 %, ce qui permet par différence avec le taux de l'actif sans risque retenu (5 %), d'évaluer la prime de risque (550 points de base) lié au risque d'exécution.

### PRATIQUE ACTUELLE

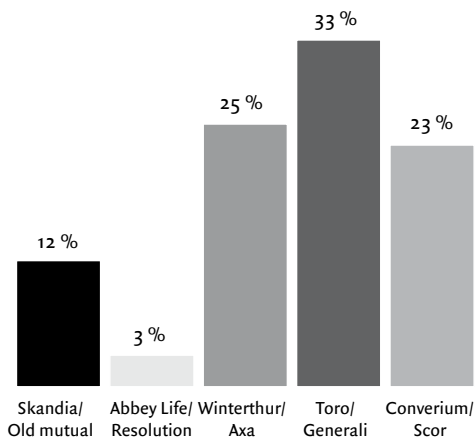
La pratique des groupes d'assurance en termes d'identification des éléments du prix payé (PPA ou Pur-

4. L'approche par les flux de trésorerie attendus est recommandée par l'IASB : elle est exposée en annexe A de la norme IAS 36 (point A7 et suivants – journal officiel de l'Union européenne L392/113) « certains se demandent si l'attribution de probabilités à des estimations d'une grande subjectivité suggère une plus grande précision que celle qui, en fait, existe. Toutefois, l'application correcte de l'approche traditionnelle [...] impose les mêmes estimations et la même subjectivité sans fournir la transparence du calcul de l'approche par les flux de trésorerie attendus » (point A10).

5. Le taux d'actualisation implicite est un concept utilisé notamment dans le cadre des travaux d'Embedded Value pour exprimer sous forme de taux les risques pris directement dans les flux dans les démarches « market consistent » (risques financiers, valeur temps des options et garanties, risques non financiers) en partant d'un chiffrage traditionnel type plan d'affaires (projections dites « déterministes monde réel »).

## 2. Synergies de coûts exprimées

Pourcentage du prix d'acquisition  
(synergies annuelles nettes d'un impôt  
de 30 % fois multiple de 10)



chase Price Allocation) est en évolution permanente et rapide.

La pratique à ce jour des groupes est de ne pas distinguer séparément du goodwill les éventuelles synergies de coût. La norme IFRS 3 définit le goodwill acquis lors d'un regroupement d'entreprise comme « un paiement effectué par l'acquéreur en prévision d'avantages économiques futurs générés par des actifs qui ne pourraient être identifiés individuellement et comptabilisés séparément ». Le goodwill se calcule également comme la différence entre le prix payé, et l'actif net acquis réévalué des éléments incorporels acquis identifié dans le cadre de la comptabilité d'acquisition.

Les synergies de coûts sont alors traitées comme un avantage économique à durée de vie non définie, non identifiable et non séparable d'autres incorporels qui contribuent de manière indissociée au processus de création de valeur. Les synergies de coûts, implicitement intégrées au goodwill, se trouvent alors testées pour dépréciation dans le cadre du processus décrit par la norme IAS 36.

Il faut souligner qu'une comptabilisation séparée de synergie de coût à durée de vie non définie (donc non amortissable) créerait un problème en termes de test de dépréciation. Il n'existe pas de transaction similaire

(l'avantage économique est lié à la nature de l'acquéreur et de la cible) qui permettrait de fournir une base d'estimation à la « juste valeur » des synergies de coût. De plus, la synergie de coût se définit comme un frottement entre un avant (qui n'existera plus) et un après (que l'on constate). S'il est aisé dans les 18-24 mois suivant l'acquisition de suivre la bonne réalisation des synergies annoncées ; il devient beaucoup plus ardu, quelques années après l'acquisition, dans des structures ayant subi des changements souvent conséquents, d'être en mesure de dire si la synergie annuelle initialement escomptée a encore une réalité...

## SYNERGIES DE COÛT ?

### Pour une évaluation financière

La finance amène à s'interroger à la fois sur l'origine et le terme de l'avantage compétitif d'un actif qui est à l'origine du surprofit (flux supérieur à la rémunération du capital immobilisé). En ce sens le financier aura tendance à considérer que toute rente a une fin qu'elle ait pour origine une

synergie de coût ou de revenu. Ceci devrait amener à considérer tous les incorporels amortissables.

Ce n'est pas la position retenue en comptabilité d'acquisition par les normalisateurs comptables américains (FASB) ou internationaux (IASB) qui créditent a priori l'entreprise de cette capacité à se réinventer sur la durée et à maintenir la rente sur une période « non définie ». L'inversion par rapport à la logique traditionnelle, où l'audace était financière et la prudence comptable, mérite d'être soulignée.

L'entreprise devra démontrer dans le cadre comptable du test de dépréciation annuel que les incorporels à durée de vie non définie (goodwill, marques, valeurs de relation clientèle avec composante illimitée...) peuvent être justifiés par les flux à venir ; elle devra le faire également sur les incorporels amortissables (valeur portefeuille acquis, valeurs relations clientèles amortissables, logiciels...) en cas d'indice de perte de valeur.

Le test devient alors un processus central, et le constat d'une dépréciation aura non seulement sur l'entreprise des conséquences négatives

## 3. Exemple : prise en compte du risque dans le calcul des synergies de coût

Économies annuelles M€	Economie probabilisée	Probabilité de réalisation en année n
20 M€	12,0	60 %
10 M€	2,5	25 %
30 M€	4,5	15 %
<b>Total 100 %</b>	<b>19,0</b>	<b>100 %</b>
Taux sans risque (=k)	5,0 %	
Coefficient actualisation base k	0,9524	(1+k) <sup>-n</sup>
<b>Espérance actualisée en M€</b>	<b>18,10</b>	
Economies annuelles non actualisées (plan d'affaires)	20,00	
Taux actualisation implicite (Implied Risk discount rate)	10,50 %	Taux cible égalisant le montant des économies avec son espérance actualisée
<b>Calcul valeur actuelle synergies base IRDR</b>	<b>18,10</b>	<b>20 M€ x (1+10,50%)<sup>-1</sup> = 18,10 M€</b>
Rappel : taux actualisation implicite	10,50 %	
Moins taux sans risque (=k)	5,0 %	
<b>= Prime sur risque exécution synergies de coûts</b>	<b>5,50 %</b>	<b>Identification de la prime de risque liée au risque d'exécution</b>

mais également « irréversibles » puisque les normes interdisent la reprise des éléments provisionnés même en cas d'augmentation ultérieure de la valeur. Les constats de perte de valeur seront donc naturellement différés le plus longtemps possible et certains observateurs considèrent les incorporels non amortis comme de potentiels « bombes à retardement »<sup>6</sup> dans le bilan des entreprises.

### Quels avantages à un amortissement ?

On peut s'interroger sur l'avantage qu'aurait un groupe à limiter dans le temps la reconnaissance des seules synergies de coût. L'amortissement pénaliserait, par rapport à ses concurrents, son résultat post-acquisition en différant l'effet relatif de l'opération sur le résultat par action.

En revanche l'identification de synergies de coût amortissable, lorsque leur

poids dans la prime payée est significatif, pourrait avoir deux vertus :

La première vertu est la réduction dans le bilan de la part des incorporels non amortissable et du risque de dépréciation qui leur est associé.

La seconde vertu est la mise sous tension de l'entité acquise sur la problématique de réduction de coût mais dans une perspective de temps limitée.

La charge d'amortissement élève le point mort de résultat, et l'entité se doit ainsi de dégager des économies suffisantes pour couvrir la charge d'amortissement initialement prévue. Cela permet de fixer aux opérationnels des objectifs limités dans le temps et de pouvoir à terme, redonner le dessus à la problématique des synergies de revenus sur la préoccupation de réduction des coûts.

L'amortissement donnerait alors des garanties supérieures en termes d'engagement de réalisation, et participerait activement à la réduction du risque de dépréciation.

décisif des synergies de coûts dans la capacité à offrir un prix attractif au vendeur. Les synergies de coûts annoncées en mai 2007 (4,2 milliards d'euros) sont supérieures aux revenus additionnels (1,2 milliard d'euros) attendus par les trois banques. La découpe de la cible en fonction du réseau existant de chaque acheteur permet à la fois de maximiser les réductions de coût et de minimiser, par leur connaissance de l'environnement, les risques d'exécution.

La réflexion sur les synergies de coût, par le poids qu'elles prennent dans les transactions au sein des services financiers, est à son début. Elle subira très probablement de nombreuses évolutions par la confrontation des expertises entre financiers, montant les opérations ; comptables, à la recherche de valeurs qui soient justes ; opérationnels, chargés de concrétiser les synergies sur le terrain. L'objectif reste bien l'établissement de pratiques comptables, ne favorisant pas indûment certaines transactions sur d'autres (acquisition à fortes synergies de coûts versus acquisition à fortes synergies de revenus) et aboutissant à une concentration effective des acteurs sur leur capacité à créer une valeur réelle et durable. ■

## CONCLUSION

L'actualité récente avec l'opération menée contre ABN Amro par un consortium de trois banques européennes prouve à nouveau le caractère

6. Voir la conclusion de l'article de René Ricol et Sonia Bonnet-Bernard « Les nouvelles normes comptables et la lisibilité des comptes » « [...] le goodwill dont la comptabilisation s'explique initialement par l'enregistrement du prix d'acquisition et qui n'est qu'un montant résiduel après affectation notamment aux incorporels ne devrait pas avoir vocation à rester au bilan et devrait faire l'objet d'amortissement systématique pour éviter les bombes à retardement » (disponible sur le site de l'association française de la gestion financière [www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier298.pdf](http://www.afg.asso.fr/upload/3/Fichier298.pdf)).

# Das Kapital? C'est une revue sur l'asset management?

[www.revuebanelibraiirie.com](http://www.revuebanelibraiirie.com)

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

