

DES STRATEGIES CREATRICES DE VALEUR (1)

Félix BOGLIOLO

La formule même du Profit Economique donne la clé des types de stratégie qui sont créateurs de valeur. Rappelons cette formule : Profit Economique (PE) = Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impôt Corrigé (REMIC) - Charge de rémunération des Capitaux Investis (CCI) avec $CCI = \text{coût du capital (cmc)} * \text{Capitaux Investis (CI)}$, ou encore, en posant $rci = \text{REMIC}/CI$, $PE = (rci - cmc) * CI$.

Le premier type, que nous étudierons aujourd'hui, consiste à baisser le coût du capital. On cherchera à diminuer le risque que prennent les investisseurs en finançant les Capitaux Investis en travaillant différents aspects de l'entreprise (taille et diversité, opérations, stratégie, gestion des actifs). On pourra aussi augmenter l'endettement de l'entreprise.

Le risque lié à la taille et à la diversité est simplement l'application la plus simple qui soit de la notion de diversification. Plus grande la taille et la diversité, et plus faible le risque de l'entreprise et donc plus bas son coût du capital. Une entreprise de grande taille est plus à même d'absorber des chocs. Elle est aussi en général plus ancienne et elle a donc *a priori* plus d'expérience. La diversité internationale contribue à la diminution du risque car elle réduit la dépendance de l'entreprise aux facteurs conjoncturels d'un pays donné. La volatilité des flux de revenus de l'entreprise en sera d'autant plus réduite. La mondialisation de l'économie va dans ce sens.

Il convient ici de préciser que cette question de taille et diversité n'a rien à voir avec la notion de conglomérat. En effet la diversification offerte par un conglomérat est une diversification de portefeuille qu'un investisseur peut répliquer (beaucoup plus facilement) en achetant directement les titres des différentes sociétés composant le conglomérat. Le marché ne paiera donc pas plus pour un conglomérat. D'où la vague de *de-mergers* ou *spin-offs* et la préférence pour les entreprises mono-secteur. Ces dernières ont d'ailleurs généralement des créations de valeur supérieures.

Par contre dans un secteur donné et pour une entreprise donnée, croître en taille ou en diversité internationale ne peut être reproduit par les investisseurs en dehors de cette entreprise. L'exemple le plus évident est celui d'une entreprise dont le métier suit le rythme des saisons : avoir des activités dans les deux hémisphères constituera pour elle une diversification pleine de (bon) sens.

Le risque des opérations provient de la volatilité des REMIC (puisque nous avons déjà traité au point précédent de la diminution de la volatilité des revenus) obtenus sur la durée d'un cycle économique. Plus faible cette variabilité par rapport à la moyenne du secteur et plus bas sera le coût du capital. Diminuer ce risque revient à abaisser le point-mort de l'entreprise. Pour cela, tout ce qui pourra contribuer à la « variabilisation » des charges sera le bienvenu : sous-traitance ou externalisation en particulier d'activités annexes, mais aussi mise en place de systèmes de rémunérations variables qui « variabiliseront » un des postes de charges les plus importants de toute entreprise à savoir la masse salariale. D'où la vogue de tous ces types d'opérations.

Le risque stratégique provient de la croissance et de son rendement. Plus grand est le rendement ainsi que plus grande est la croissance et plus grand sera le risque. En effet, le risque pris par les investisseurs s'accroît en raison des incertitudes qui pèsent sur l'accomplissement effectif des promesses contenues dans cette croissance importante ou ces rendements élevés. Une entreprise en forte croissance et forte rentabilité (rentabilité des capitaux investis très supérieure au coût du capital) sera intrinsèquement plus risquée qu'une entreprise moyennement rentable (rentabilité des capitaux investis à peine supérieure au coût du capital) et en faible croissance. A vrai dire, cet aspect des choses n'est pas tellement 'gérable' par la direction d'une entreprise, car une entreprise ne refusera pas la croissance et la rentabilité sous prétexte de l'augmentation concomitante de son coût du capital. Il faut seulement qu'elle soit pleinement consciente de son coût du capital à chaque instant de sa vie en fonction de ses caractéristiques propres.

Le risque lié à la gestion des actifs se subdivise notamment en besoin en fonds de roulement et intensité capitalistique.

. Etre capable de maintenir un niveau de besoin en fonds de roulement stable et peu élevé démontre une capacité de gestion supérieure et donc un risque inférieur à la moyenne. Tous les programmes de logistique ou organisationnels réduisant les stocks (zéro stock, flux tendus, etc.) se situent dans cette ligne.

. Les entreprises ayant des immobilisations corporelles importantes sont moins risquées car elles ont généralement des positions dominantes et des coûts de production réduits. Les concentrations, la recherche de la taille critique et/ou de parts de marché prépondérantes s'inscrivent dans cette démarche.

Diminuer le risque de l'entreprise contribue en outre à augmenter sa capacité d'endettement. Une fois ceci fait, l'entreprise pourra augmenter son endettement. Ceci contribuera aussi à diminuer son coût du capital.

Une entreprise peut en effet se financer auprès de deux catégories distinctes d'investisseurs : les actionnaires et les créanciers. Les créanciers sont prioritaires en termes de flux sur les résultats de l'entreprise et en termes de stocks sur ces actifs en cas de liquidation. Comme la Finance d'Entreprise l'a constaté depuis de très nombreux lustres, la rémunération va de pair avec le risque. La rémunération des actions est donc toujours plus importante que celle des créances.

Par ailleurs la plupart des systèmes fiscaux du monde prévoient la déductibilité fiscale des charges de rémunération des dettes de l'entreprise. Le taux nominal de ces dettes est donc un taux brut. Le coût réel pour l'entreprise est le taux net, c'est-à-dire diminué de l'économie d'impôt ainsi réalisée. La collectivité nationale offre aux entreprises une subvention à l'endettement. Les dettes sont donc doublement moins chères que les actions.

En raison de cette subvention, le coût moyen pondéré du capital de l'entreprise, englobant ses deux sources de financement, sera d'autant plus bas que l'entreprise sera plus endettée. Donc, en théorie et du strict point de vue du coût moyen du capital, la structure financière optimale est celle de l'endettement maximal. Ceci exclut bien évidemment d'autres considérations qu'il convient de ne pas négliger : indépendance financière, risque de faillite, etc.. C'est ce qui explique la vogue actuelle du recours accru à l'endettement, la distribution de dividendes plus généreux et surtout le rachat d'actions par les entreprises.

On voit donc que toute une série de mouvements observés dans l'économie et chez les entreprises ces dernières années trouvent leur raison d'être dans une cause unique : la création de valeur obtenue par la baisse du coût du capital.

F.B.