

GNWQ I SEAU TON

OU LE COÛT DU CAPITAL (1)

Félix BOGLIOLO

<<Connais-toi toi-même !>>, disait déjà Socrate, il y a plus de deux millénaires. La Création de Valeur exprime le même genre d'exigence des entreprises aujourd'hui. Les investisseurs indiquent aux dirigeants cette règle fondamentale de la gestion des entreprises : <<Connais notre Coût du capital !>>. Crédit Suisse First Boston le rappelle dans une étude récente : *Value Based Management in Europe*-17 mars 1997.

En effet, le coût du capital est le lien entre le monde extérieur à l'entreprise, celui de ses investisseurs, et le monde intérieur à l'entreprise, celui de ses dirigeants et employés. Il est le point-clé du contrat de gestion sur l'épargne des investisseurs que ceux-ci ont confiée aux dirigeants et employés. C'est donc sur sa base que l'accomplissement ou non de ce contrat pourra être apprécié. Il est donc l'essence même de la '*gouvernance d'entreprise*'.

En interne, dans l'entreprise, le Coût du capital a trois usages, tout aussi importants l'un que l'autre :

- Evaluation de la performance : mesurer un Profit Economique passé ou à venir sur du Capital déjà investi et donc être en mesure de juger si cette performance permet à chaque période de payer au Capital son salaire ou non ; à ce titre, il influence les Opérations de l'entreprise et peut donc constituer un des paramètres d'un système de Participation de ses dirigeants et employés.
- Choix des investissements : déterminer si la performance escomptée d'un nouvel investissement de Capital est suffisante pour que celui-ci soit acceptable et donc accepté ; il est une référence interne essentielle pour les dirigeants de l'entreprise dans la détermination de leur Stratégie.
- Valorisation de l'entreprise ou de ses projets : servir de taux d'actualisation pour ramener des Profits Economiques futurs à une valeur présente et ainsi calculer la valeur de marché du Capital servant à générer ces résultats ; il est une référence externe fondamentale pour les investisseurs dans l'entreprise, sur les marchés des capitaux tant primaire que secondaire.

Définissons d'abord le coût de la dette financière. Si on note :

CBD Coût Brut de la Dette,

TIS le taux d'impôt sur les sociétés, et

CND Coût Net de la Dette, on a $CND = CBD \times (1 - IS)$.

Avec $CBD = 6,0 \%$ et $TIS = 33,33 \%$, on a $CND = (1 - 33,33\%) * 6,0 \% = 4,0 \%$

Comme les intérêts des dettes financières sont déductibles fiscalement, il y a bien lieu de distinguer entre le coût brut et le net. Seul le net est pertinent.

Cette notion est suffisamment traditionnelle pour que nous ne nous y attardions pas plus.

Précisons toutefois qu'il s'agit d'un coût d'opportunité et non d'un coût historique. Il ne sert à rien de faire la moyenne pondérée des taux payés par l'entreprise sur chacun de ses contrats de prêts. Il convient plutôt de répondre à la question : si l'entreprise devait reconstituer aujourd'hui la totalité de son endettement, à quel taux le ferait-elle ?

Le coût des fonds propres, qui correspond au taux de rentabilité requis par les actionnaires, est généralement évalué grâce au modèle MEDAF (modèle d'équilibre des actifs financiers ; *capital asset pricing model, CAPM*) ; il est égal à un taux sans risque majoré d'une prime de risque. Celle-ci rémunère le risque pris par l'investisseur lorsqu'il acquiert les titres d'une entreprise ; elle est fonction de la plus ou moins grande sensibilité de ces titres (ou plus exactement de leur rentabilité) aux fluctuations du marché ; cette sensibilité dépend notamment du secteur d'activité de l'entreprise, de sa structure opérationnelle (point mort) et de sa structure financière (endettement).

Sans méconnaître les réflexions nouvelles du monde académique sur ce sujet, en particulier l'Arbitrage Pricing Theory ou le New Equilibrium Theory ou encore la théorie des options, il n'est pas malsain d'avoir recours au modèle plus ancien du MEDAF. Ce dernier modèle est en effet beaucoup plus simple que tous les autres. Dans un monde où la notion même du Coût du capital est dans la pratique assez méconnue, il nous paraît important de l'aborder par la voie la plus simple afin de permettre au maximum de personnes concernées de s'initier à cette notion essentielle. Libre aux rares spécialistes de la question d'approfondir leur réflexion grâce à des théories plus poussées.

On note :

- TSR Taux Sans Risque, rendement d'un investissement dans un actif à risque nul, pris par définition comme étant les Bons du Trésor à moyen long terme du pays considéré ; en France, comme les OAT servant de sous-jacent au notionnel du MATIF, par exemple.
- PRM Prime de Risque du Marché, rendement supplémentaire d'un investissement dans le portefeuille de l'ensemble du marché ; comprise entre 3 % et 6 % selon les époques et les pays ; nous reviendrons plus loin sur cette notion.
- IRF Indice de Risque Financier ; traditionnellement appelé bêta ; nous récusons par avance l'analogie avec cette notion comme le lecteur le verra plus tard ; il oscille pour la majorité des entreprises entre 0,7 et 2 : un IRF supérieur à un correspond à une entreprise dont les fluctuations de rendement sont amplifiées par rapport à celles du marché ; un IRF inférieur à un correspond au contraire à des variations amorties par rapport à celles du marché.

On peut alors donner une formulation de CFP comme suit : $CFP = TSR + IRF \times PRM$. Avec $TSR = 4,5\%$, $IRF = 1,5$ et $PRM = 5\%$, on a $CFP = 4,5\% + 1,5 \times 5\% = 4,5\% + 7,5\% = 12,0\%$.

Le coût moyen pondéré du capital est égal à la moyenne pondérée des coûts des deux sources de financement. Comme son nom l'indique, il donne le coût global des ressources financières de l'entreprise en fonction des proportions utilisées des deux sources possibles de financement au passif : Fonds Propres ou Dettes Financières. C'est le WACC ou *Weighted Average Cost of Capital* bien connu des anglo-saxons ou des étudiants d'écoles de commerce.

$$CMPC = CFP \times \frac{FP}{FP + DF} + CND \times \frac{DF}{FP + DF}$$

Avec $FP = 40\ 000$ et $DF = 60\ 000$, les capitaux investis sont $CI = 40\ 000 + 60\ 000 = 100\ 000$, et donc $CMPC = 12,0\% \times 40\ 000/100\ 000 + 4,0\% \times 60\ 000/100\ 000 = 7,2\%$.

Ici encore, nous ne méconnaissions pas le débat entre partisans d'une pondération aux valeurs comptables et partisans d'une pondération aux valeurs de marché. D'un strict point de vue académique, il va de soi que l'orthodoxie est du côté des valeurs de marché. Mais dans la pratique, en particulier pour les sociétés non cotées, on doit le plus souvent se contenter des valeurs comptables.

La principale limite technique de la Création de Valeur tient précisément à la difficulté d'évaluer le coût des capitaux propres. En théorie, le calcul devrait se fonder sur des données prospectives, contestables par nature. Dans la pratique, ce sont des séries chronologiques passées qui sont utilisées : l'hypothèse implicite est que demain ressemblera à hier, ce qui dans un contexte de fortes turbulences constitue une hypothèse discutable. En cas d'erreur, le risque majeur est celui du sous-investissement ou du sur-investissement.

Dans les chroniques suivantes, nous poursuivrons cette étude du coût du capital avec d'autres notions un peu moins connues et d'autres applications numériques.

F.B.