

# LE COUT DU CAPITAL (et 3)

## Félix BOGLIOLO

Nous terminons aujourd'hui notre étude du Coût du capital commencée dans nos deux chroniques passées.

Le Coût de la Dette est assez facile à estimer à un instant donné pour un professionnel de la finance un tant soit peu connaisseur de l'entreprise analysée et de son secteur. Dans les pays où il existe un marché des dettes assez développé la référence au prix constaté sur ce marché permet de déterminer cet élément même pour une entreprise dont la dette n'est pas négociable.

Du moins le Coût de la Dette est facile à estimer pour des ratios d'endettement 'raisonnables' ou 'traditionnels'. Au-delà, cette estimation présente plus de difficultés. En effet, le seul élément de raisonnement dont on dispose est le suivant. S'il était possible d'avoir une entreprise financée exclusivement par de l'endettement (sans fonds propres aucuns donc), le Coût de la Dette serait nécessairement égal au Coût de l'Actif Economique. Les créanciers prennent en effet dans cette situation la totalité du risque de l'entreprise. La question est donc de savoir comment dans la pratique le Coût de la Dette converge vers le Coût de l'Actif Economique.

La marge du Coût de la Dette au-dessus du Taux Sans Risque croît à partir d'un niveau initial (soit  $CBD = TSR + \text{marge}$ ). Cette marge initiale dépendra du secteur et de la taille de l'entreprise. Elle donnera pour le premier franc de dette son coût au-dessus du taux des bons du Trésor de même durée. A la limite lorsque l'Actif Economique de l'entreprise tend à être financé exclusivement par de la dette, cette marge doit être telle que le Coût Brut de la Dette égale le Coût de l'Actif Economique (soit  $\text{marge limite} = CAE - TSR$ ).

Dans les tableaux suivants et graphiques y relatifs, nous faisons l'hypothèse que nous croyons assez réaliste qui consiste à dire que ce spread croît comme une fonction polynomiale du ratio d'endettement. Soit en termes mathématiques :  $\text{marge} = f \langle (DF/AE)^n \rangle$ .  $n$  est le facteur de convergence.  $n = 1$  donne une convergence linéaire, c'est-à-dire que la courbe de CBD serait la droite reliant  $TSR + \text{marge initiale}$  à  $CAE$ . Plus  $n$  augmente et plus la concavité de la courbe CBD augmente (plus la courbe sera aplatie au niveau des ratios d'endettement proches de 0 pour croître rapidement au niveau des ratios d'endettement proches de 1).

Les facteurs de convergence 2 ou 3, montrés dans les tableaux et graphiques suivants, donnent pour cette marge des formes de courbes qui nous paraissent 'sympathiques', en fonction de notre expérience de banque commerciale. Ils 'encadrent' notre exemple numérique de cet article. Par ailleurs, on retrouve des ordres de grandeur cohérents avec les marchés de la dette tels qu'ils existent aux U.S.A. où les systèmes de notation de la dette sont très usités et où il existe un marché actif de dette à fort risque (*junk bonds*). De plus, avec ces facteurs de convergence, les niveaux auxquels on arrive pour le Coût des Fonds Propres nous paraissent correspondre à une certaine réalité du marché du capital risque.

Dans ces tableaux et graphiques, nous calculons et illustrons les quatre coûts du capital décrits dans le présent article pour différents niveaux d'endettement. Nous considérons donc de manière fixe les autres paramètres des calculs : taux sans risque  $TSR = 4,5\%$ , indice de risque  $IRO = 0,9$  (une entreprise plutôt moins risquée donc que la moyenne du marché), prime de risque de marché  $PRM = 5\%$ , taux d'imposition  $IS = 33,33\%$ . Ces paramètres donnent donc un Coût de l'Actif Economique de  $9\%$  (rappelons-le, ce coût est indépendant de l'endettement ; il ne dépend que de l'exploitation). Nous prenons par ailleurs comme hypothèse que cette entreprise paierait sur ses crédits dès le premier franc d'endettement une marge sur le taux sans risque égale à  $0,5\%$ .

Nous faisons ensuite croître cette marge vers le niveau qui va égaler le Coût Brut de la Dette CBD avec le Coût de l'Actif Economique pour un niveau d'endettement de 100%, ou encore pour un niveau de Fonds Propres symbolique. Cette croissance est étudiée pour deux facteurs de convergence,  $n = 2$  et  $n = 3$ , comme nous l'avons indiqué plus haut.

On en déduit alors automatiquement, tous les autres coûts du capital, les Coûts Brut et Net de la Dette CBD et CND, le Coût Moyen Pondéré du Coût du capital CMPC, le Coût des Fonds Propres CFP, grâce aux formules exposées dans les première et deuxième parties du présent article. On en déduit aussi la prime de risque financier, c'est-à-dire le surcroît de rémunération que sont en droit d'attendre les actionnaires pour les rémunérer du supplément de risque qu'ils prennent en acceptant d'endetter l'entreprise et donc en acceptant que des créanciers les précèdent dans l'ordre de priorité sur les flux et les stocks monétaires de l'entreprise. Comme on le constatera, cette prime devient assez rapidement substantielle.

Nous sommes persuadé que de nombreux lecteurs seront surpris par ces ordres de grandeurs, car ils sont bien supérieurs aux niveaux traditionnellement utilisés dans les entreprises, même dans les rares entreprises qui maîtrisent bien les concepts énoncés dans le présent article.

(INSERER ICI TABLEAUX ET GRAPHIQUES)

Attention, l'entreprise étudiée dans les tableaux et les graphes joints se situe (volontairement) dans une limite inférieure en raison de son faible risque opérationnel. Ils donnent donc des ordres de grandeur qui sont plutôt des limites basses pour bon nombre de sociétés françaises.

Le point important démontré par ces formules et ces courbes est que le Coût des Fonds Propres tend vers une limite élevée (certes, mais finie néanmoins). Avec quelques hypothèses simples, cette limite peut être calculée numériquement à défaut d'en donner une formulation algébrique.

Par ailleurs, la pratique du monde des affaires est d'utiliser la première formulation pour calculer le Coût du capital. Or les praticiens ont du mal à admettre la très forte progressivité du Coût des Fonds Propres avec le ratio d'endettement. Les entreprises françaises ont souvent un ratio d'endettement assez élevé, et en tout état de cause plus élevé que leurs homologues internationaux et notamment anglo-saxons. En conséquence, on utilise souvent des Coûts du capital et notamment des Coûts des Fonds Propres notoirement sous-évalués par rapport aux réalités des marchés. Avec toutes les conséquences désastreuses que ceci peut avoir sur la santé des entreprises françaises et de l'économie de la France plus généralement.

Pour terminer, qu'il nous soit permis de citer Keynes : *<<I'd rather be vaguely right than precisely wrong>>*. Le Coût du capital est une notion trop importante pour ne pas l'utiliser sous prétexte que le résultat de son calcul souffre de certaines petites imprécisions.

Considérer un Profit Economique qui se distingue d'un résultat comptable, en particulier par la référence au Coût du capital, constitue une évolution dans la gestion des entreprises d'une importance telle et présentant des avantages tels que les imprécisions pratiques de calcul du Coût du capital sont totalement secondaires. Surtout quand on les connaît et donc qu'on sait les utiliser à son avantage. Surtout enfin quand on raisonne en tendance, c'est-à-dire en variation du Profit Economique d'une année sur l'autre.

F.B.