

# LA LETTRE DE XAVIER PAPER

## WWW.XAVIERPAPER.COM

Numéro 86

septembre 2015

### COUT DU CAPITAL : LA PRATIQUE DES EVALUATEURS ET LA SUREVALUATION DES SOCIETES

Depuis la publication du Titre VI du Livre II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) en septembre 2006, l'AMF impose aux sociétés visées par une offre publique la désignation d'un expert indépendant lorsque l'offre est susceptible de générer un conflit d'intérêt et de porter atteinte à l'égalité entre actionnaires. Afin de pouvoir rédiger son rapport sur les conditions financières de l'offre, l'expert indépendant procède à la valorisation des actions de la société visée par l'offre en s'appuyant sur une approche dite multicritères. Parmi les approches de valorisation mises en œuvre, l'actualisation des flux de trésorerie disponible constitue une méthode incontournable, qui permet d'apprécier la valeur intrinsèque des actions de la société. Selon cette méthode, la valeur des actions correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation, actualisés au coût du capital, soit le taux de rentabilité reflétant le risque d'activité, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Cette méthode étant très sensible au coût du capital retenu, la méthode de détermination du coût du capital revêt dès lors un caractère primordial dans le processus d'évaluation. Quelle est la pratique des experts indépendants en la matière ? Les attestations d'équité, disponibles sur le site Internet de l'AMF, fournissent un éclairage sur les méthodologies utilisées.

### METHODES DE DETERMINATION DU COUT DU CAPITAL UTILISEES PAR EVALUATEURS

En pratique, les évaluateurs utilisent deux méthodes différentes pour les besoins de la détermination du coût du capital (K) : le coût d'opportunité du capital (ou coût des capitaux propres à endettement nul) ou le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou WACC en anglais). Dans la première méthode, dite « directe », le taux d'actualisation correspond au risque de l'actif économique tandis que dans la seconde méthode, dite « indirecte », il est reconstitué à partir des exigences de rentabilité des différentes sources de financement, fonds propres et dette financière.

Selon le coût d'opportunité du capital, le coût du capital est égal à :

$$K = \beta_{AE} \times P_M + R_f$$

avec  $\beta_{AE}$  : bêta de l'actif économique (ou bêta désendetté),

$P_M$  : prime de risque du marché,

$R_f$  : taux sans risque.

Selon le coût moyen pondéré du capital, le coût du capital est égal à :

$$K = K_{CP} \times V_{CP}/(V_{CP} + V_D) + K_D \times (1 - T_{IS}) \times V_{CP}/(V_{CP} + V_D)$$

avec  $K_{CP}$  : coût des fonds propres ( $=\beta_{CP} \times P_M + R_f$ , avec  $\beta_{CP}$  bêta des fonds propres ou bêta réendetté),

$K_D$  : coût de la dette financière,

$V_{CP}$  : valeur de marché des fonds propres,

$V_D$  : valeur de marché de la dette financière,

$T_{IS}$  : taux d'impôt sur les sociétés.

La différence entre les deux méthodes réside dans le traitement de l'impôt lié à la dette financière. Le taux calculé selon le coût moyen pondéré du capital tient compte en effet de l'économie d'impôt due à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette financière au contraire de celui résultant du calcul du coût d'opportunité du capital ; ceci conduit à des écarts de taux, selon la méthode retenue, directement dépendants de l'endettement net de la société évaluée. Sachant qu'une diminution du taux d'actualisation a pour [...]

[...] conséquence d'augmenter la valeur des actions de la société évaluée, il apparaît clairement que la prise en compte ou non des économies d'impôts visées ci-avant n'est pas neutre dans le processus d'évaluation.

Les études académiques montrent que la dette a pour effet d'engendrer un certain nombre de coûts implicites, en particulier les coûts de faillite (à partir d'un certain niveau d'endettement) et ceux liés à l'absence de flexibilité financière qu'induit une dette trop importante ; or ces coûts ne sont pas pris en compte dans le coût moyen pondéré du capital.

### EXEMPLE ILLUSTRATIF

L'exemple ci-après a pour objectif d'illustrer le propos du paragraphe précédent sur la base d'un cas numérique. Soit une société X dont les paramètres d'évaluation sont les suivants :

- Taux sans risque ( $R_f$ ) = 2,5% ;
- Prime de risque du marché ( $P_M$ ) = 7,0% ;
- Bêta désendetté ( $\beta_{AE}$ ) = 1,0 ;
- Levier financier ( $V_D / V_{CP}$ ) = 50% ;
- Taux d'impôt ( $TIS$ ) = 34,43%.

On suppose en outre que le coût de la dette est égal au taux sans risque.

Le tableau ci-dessous présente le calcul du coût moyen pondéré du capital comparé à celui du coût d'opportunité du capital.

Calcul du coût moyen pondéré du capital		Calcul du coût d'opportunité du capital	
Taux sans risque ( $R_f$ )	2,5%	Taux sans risque ( $R_f$ )	2,5%
Prime de risque du marché ( $P_M$ )	7,0%	Prime de risque du marché ( $P_M$ )	7,0%
Bêta désendetté ( $\beta_{AE}$ )	1,00	Bêta désendetté ( $\beta_{AE}$ )	1,00
$V_D / V_{CP}$	50,0%	<b>Coût d'opportunité du capital</b>	<b>9,51%</b>
Bêta réendetté ( $\beta_{CP}$ )	1,33	<b><math>\Delta</math></b>	<b>-1,09%</b>
Coût des fonds propres ( $K_{CP}$ )	11,8%		
Coût de la dette avant impôt ( $K_D$ )	2,5%		
Taux d'impôt	34,4%		
Coût de la dette après impôt	1,6%		
$V_{CP} / (V_{CP} + V_D)$	66,7%		
$V_D / (V_{CP} + V_D)$	33,3%		
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>	<b>8,42%</b>		

Les résultats obtenus montrent que le coût moyen pondéré du capital de la société X, soit 8,42%, est inférieur à son coût d'opportunité du capital, soit 9,51%. Cette différence est, au cas d'espèce, significative puisque l'écart atteint 1,09%, soit 13% du coût moyen pondéré du capital, pour un levier financier de 50%. Cet écart est la conséquence de l'impact positif des économies fiscales liées à la dette financière, pris en compte via une diminution du taux d'actualisation puisque les économies d'impôt sont absentes des flux de trésorerie d'exploitation à actualiser.

Le tableau ci-dessous montre la sensibilité du coût moyen pondéré du capital au levier financier :

	Lever financier ( $V_D / V_{CP}$ )				
	0,00%	25,00%	50,00%	75,00%	100,00%
<b>Ecart de taux</b>	0,00%	-0,65%	-1,09%	-1,40%	-1,64%

---

Il apparaît que le coût moyen pondéré du capital diminue proportionnellement au levier financier. Ce résultat est logique puisque les économies d'impôt liées à la déductibilité de la dette financière augmentent proportionnellement à cette dernière. A contrario, le coût d'opportunité du capital, correspondant au coût du capital de la même société X non endettée, est indifférent au levier financier.

## ETAT DES LIEUX DES PRATIQUES

Afin de réaliser un état des lieux de la pratique quant au choix de la méthode de calcul du coût du capital, nous avons recensé l'ensemble des attestations d'équité réalisées entre janvier 2013 et juillet 2015, soit 87 rapports d'expertise indépendante. Nous avons ensuite restreint l'échantillon aux seules attestations d'équité mettant en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, soit un échantillon de 70 rapports d'expertise indépendante, l'essentiel des attestations d'équité exclues de l'échantillon correspondant à des offres publiques portant sur des sociétés foncières. Le tableau ci-dessous présente les résultats de l'analyse des méthodes :

Méthode utilisée pour les besoins de la détermination du coût du capital	(#)	(%)
Coût d'opportunité du capital	31	44%
Coût moyen pondéré du capital	39	56%
<b>Total</b>	<b>70</b>	<b>100%</b>

Ces résultats font apparaître que les experts indépendants utilisent majoritairement la méthode du coût moyen pondéré du capital. Nous avons en effet recensé 39 attestations d'équité mettant en œuvre le coût moyen pondéré du capital (56% de l'échantillon restreint) contre 31 le coût d'opportunité du capital (44%).

## CONCLUSION

La question de la prise en compte (ou non) des économies d'impôt liées à la dette financière fait l'objet de nombreux débats dans la sphère financière. Il n'existe semble-t-il pas de consensus sur ce sujet. Selon nous, il ne fait aucun doute que l'augmentation de la dette financière augmente le risque de faillite, non pris en compte dans le coût moyen pondéré du capital. Dès lors, l'utilisation de ce dernier conduit très probablement à surévaluer les actions de la société évaluée. Sur la base des attestations d'équité figurant dans notre échantillon, il semblerait néanmoins que la majorité des évaluateurs aient une analyse opposée.

---

### PAPER AUDIT & CONSEIL

222, boulevard Pereire  
75017 Paris, France  
+33 1 40 68 77 41  
www.xavierpaper.com

**Xavier Paper**  
+33 6 80 45 69 36  
xpaper@xavierpaper.com

**Patrick Grinspan**  
+33 6 85 91 36 23  
pgrinspan@xavierpaper.com