

Incontournable et insaisissable Wacc

Bruno Husson, Directeur Associé de DCB Fairness et Professeur Affilié du groupe HEC

Avec les nouvelles normes comptables IAS-IFRS, le Wacc devient un véritable enjeu de communication financière ; un statut particulièrement gênant tant que durera le désordre méthodologique actuel autour du concept.

La pratique de l'évaluation d'entreprises a beaucoup évolué ces dix dernières années. Il suffit, pour s'en convaincre, d'observer l'éventail des méthodes utilisées dans les retraits obligatoires en Bourse. Il y a moins de dix ans, les évaluations reposaient encore fréquemment sur des modèles actuariels de dividendes (Gordon Shapiro, tables de Bates). Aujourd'hui, ces méthodes traditionnelles ont été largement supplantées par des approches plus sophistiquées fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou des super-bénéfices (méthodes DCF et MVA pour *Discounted Cash flows* et *Market Value Added* respectivement).

Devenues incontournables, ces deux méthodes ont en commun de requérir la détermination du même taux d'actualisation : le coût moyen pondéré du capital ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). Si tout le monde s'accorde sur la définition du concept, il n'existe en revanche aucun consensus sur les modalités de calcul. En témoignent les WACC observés dans 38 offres publiques récentes visant le retrait obligatoire, soit une large fourchette de taux compris entre 6.5% à 16.0% qui s'explique au moins autant par des désaccords méthodologiques chez les évaluateurs que par des écarts de risque ou de structure financière chez les sociétés concernées. Mais après tout, un tel désordre méthodologique n'arrange-t-il pas les nombreux utilisateurs du WACC, de l'analyste financier qui conforte une recommandation de vente grâce à un WACC élevé, au banquier d'affaires mandaté à la vente qui, grâce à un faible WACC, justifie le prix élevé demandé aux acquéreurs potentiels ?

Bien plus, avec la prochaine entrée en vigueur des normes IAS/IFRS qui imposent l'évaluation périodique des goodwill, les entreprises européennes cotées en bourse, et par ricochet leurs commissaires aux comptes, vont eux aussi devenir des utilisateurs réguliers du WACC. Après les scandales liés à des malversations comptables et à un moment où tout est fait pour restaurer la confiance des investisseurs, il n'est pas concevable que la persistance du désordre méthodologique actuel sur le WACC soit source d'incertitude et de volatilité sur les valeurs comptables.

Le Wacc n'est pas la panacée universelle

Pour les financiers, l'évaluation d'entreprises procède de l'une ou l'autre des deux approches suivantes. Selon l'approche intrinsèque, la valeur d'une activité s'appréhende à travers les flux monétaires susceptibles d'être générés dans le futur. Selon l'approche analogique, cette valeur est obtenue par comparaison avec les prix observés pour des activités comparables cotées en bourse ou ayant fait l'objet d'une transaction récente. Un large consensus existe également chez les évaluateurs sur les déterminants de la valeur : la rentabilité et la croissance de l'activité (qui conditionnent les flux), le loyer de l'argent, le degré de risque et la structure financière (via l'incidence fiscale).

Dans le contexte d'une évaluation par comparaison, ces différents paramètres constituent autant de critères à prendre en compte pour la construction d'un échantillon d'activités comparables. Dans le cadre de l'approche intrinsèque, ces mêmes paramètres doivent être intégrés de façon explicite dans le processus d'évaluation. Or, cet impératif se trouve extraordinairement simplifié

par le Wacc qui permet d'intégrer simultanément trois paramètres : (i) le loyer de l'argent sous la forme d'un taux sans risque, (ii) le coût du risque sous la forme d'une prime de risque, (iii) l'impact de l'endettement à travers une pondération du coût des financements utilisés. Cette incomparable efficacité du WACC n'a pour autant rien de miraculeux : elle va de pair avec des hypothèses restrictives qui ne s'accommodent pas toujours de la complexité du monde réel.

Entre autres hypothèses, du fait même de la technique de l'actualisation, le WACC suppose que la rémunération du risque augmente de façon exponentielle avec le temps, ce qui n'est justifié que s'il en va de même pour l'incertitude pesant sur les flux futurs. Tel est rarement le cas, si bien que le risque devrait être pris en compte via un abattement sur les flux eux mêmes en retenant les flux générés dans le contexte d'une hypothèse basse. La valeur de l'activité est alors obtenue en actualisant ces flux pessimistes (désignés « flux équivalents certains » dans la théorie financière) à un taux logiquement égal au taux sans risque.

Pour cette raison, le Wacc n'est pas la panacée universelle. En tout état de cause, il importe de vérifier la cohérence entre les flux et le taux d'actualisation en s'assurant que le risque n'a pas été compté deux fois : une première fois dans les flux via un scénario pessimiste et une deuxième fois dans le taux via une prime de risque.

Un risque réel de manipulation sous couvert de choix méthodologiques contestables

Tout le monde s'accorde sur la définition du WACC : c'est la moyenne pondérée entre le coût des capitaux propres et le coût après impôt de l'endettement, les coefficients de pondération correspondant au poids relatif (en valeur de marché) des deux sources de financement. Au stade de la mise en œuvre, cette belle unanimité fait cependant place au désordre méthodologique relevé plus haut. La raison en est la diversité des réponses apportées aux difficultés soulevées par la procédure de calcul et notamment par l'estimation de la prime de risque applicable aux capitaux propres. Cette prime est généralement obtenue en multipliant la prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions (ci-après « prime de marché ») par un coefficient communément désigné coefficient bêta (ci-après « bêta ») qui mesure le degré de risque relatif de l'action, soit deux paramètres dont l'estimation s'avère particulièrement délicate.

Définie par l'écart entre la rentabilité anticipée sur le marché des actions et le taux sans risque, la prime de marché n'est pas directement observable. Dans la pratique, elle fait l'objet d'estimations concurrentes dans le cadre deux démarches distinctes, l'une historique et l'autre prospective. La démarche historique consiste à mesurer l'écart de rentabilité annuellement observé dans le passé entre un portefeuille d'actions et un portefeuille d'emprunts d'état. Comme dans toute démarche visant à estimer une variable anticipée à partir de données historiques, la fiabilité de l'estimation fournie par la moyenne des primes de marché ainsi observées dépend au premier chef de la stabilité de cette prime dans le temps. Or, une recherche empirique récente portant sur la totalité du siècle dernier montre à la fois une forte volatilité des primes de marché annuelles et une baisse tendancielle de la prime sur la seconde moitié du siècle⁽¹⁾. Ces faiblesses de la démarche historique confortent a priori la légitimité de la démarche prospective. Celle-ci consiste à déterminer le taux de rentabilité attendue sur un échantillon de sociétés cotées sur la base des cours boursiers actuels et des flux futurs espérés. La pertinence de l'estimation ainsi obtenue dépend principalement des deux conditions suivantes : (i) consistance entre l'information reflétée dans les cours boursiers et celle effectivement intégrée dans les prévisions, (ii) qualité des prévisions à court terme et surtout caractère réaliste des extrapolations réalisées sur le moyen-long terme. Difficiles à appréhender dans la pratique, ces éléments sont à l'origine de la variabilité et de la relative dispersion des primes de marché calculées mensuellement par certains bureaux d'étude. Une étude académique

(1) « Triumph of the optimists » by Dimson, Marsh and Staunton, Princeton 2002.

fait néanmoins exception en affichant de façon convaincante une prime de marché anticipée voisine de 3% et remarquablement stable dans le temps⁽²⁾.

En ce qui concerne le bêta applicable aux capitaux propres de la société évaluée, son estimation est généralement obtenue par analogie à partir des bêtas observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées. Comme les structures financières de ces sociétés diffèrent entre elles et que le levier financier conditionne en partie le niveau des bêtas, cette estimation se fait en deux étapes : (i) « désendettement » des bêtas des actions de l'échantillon en vue de déterminer le bêta de l'activité évaluée à partir de la moyenne des bêtas « désendettés », (ii) « ré-endettement » du bêta de l'activité ainsi obtenu sur la base du levier financier de la société évaluée. Ces deux calculs (aller et retour) s'appuient sur une formule exprimant le bêta des capitaux propres en fonction du bêta de l'activité et du levier financier, formule qui repose elle-même sur une modélisation de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs. Or, depuis les deux articles fondateurs de Modigliani et Miller (1958 et 1963) qui ont alimenté un vaste débat dans le milieu académique, un consensus se dessine aujourd'hui pour minimiser un tel impact. Il n'en demeure pas moins une certaine confusion dans la pratique, justifiant l'utilisation de plusieurs formules d'ajustement des bêtas et cautionnant au bout du compte une fourchette de WACC potentiels d'autant plus large que le calcul peut s'appuyer sur une palette étendue de structures financières judicieusement sélectionnées parmi les sociétés comparables.

Un consensus sur les modalités de calcul du WACC est possible

Comme on l'a vu, les modalités d'estimation de la prime de marché et du coefficient bêta des capitaux propres sont les principaux responsables de la grande dispersion des WACC observée dans la pratique. Or, un consensus sur ces deux paramètres peut être établi, car il est complètement légitimé par la théorie financière et la recherche empirique récente.

S'agissant de la prime de marché, seule la démarche prospective doit être retenue en privilégiant un calcul effectué une fois l'an, à un moment de l'année qui garantit a priori une bonne cohérence entre l'information reflétée dans les cours boursiers et celle intégrée dans les prévisions. A partir de là, deux solutions sont possibles : (i) s'appuyer sur l'estimation donnée par un bureau d'études faisant preuve d'une vigilance particulière sur les extrapolations de moyen-long terme, (ii) à défaut, retenir les niveaux de 3% à 4% avancés par les recherches empiriques récentes. Concernant l'estimation du bêta de l'activité, la formule de calcul à privilégier est celle qui minimise l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs. La raison en est que la fiscalité personnelle et les coûts de faillite (entre autres éléments) viennent contre-balancer les économies fiscales générés au niveau social par les frais financiers.

A supposer qu'un tel consensus sur le Wacc émerge rapidement, l'évaluation financière restera cependant plus un art qu'une science, tant il est vrai que la détermination de la valeur d'une activité ne peut se réduire à une simple actualisation de flux de trésorerie à un Wacc pré-déterminé.

(2) « Equity Premia as low as three percent » by Claus and Thomas, Journal of Finance, October 2001.