

Une méthode d'évaluation originale, l'Adjusted Present Value (APV), permet de distinguer les différentes sources de la création de valeur d'un Leverage Buy Out (LBO) et notamment de bien mesurer le levier fiscal.

Les LBO sont-ils créateurs de valeur ?

Marc Gerretsen, associé, PricewaterhouseCoopers Corporate Finance, membre de la Sfev

A observer de près le débouclage des LBO, on constate que les investisseurs en capital réalisent des plus-values importantes sur des périodes de temps relativement courtes. Ainsi, un LBO paraît de prime abord créateur de valeur. Cependant, cette création n'est pas systématique. Surtout, elle ne signifie pas forcément que la valeur intrinsèque de l'entreprise a augmenté dans les mêmes proportions que la plus-value réalisée.

Qui fait des dettes s'enrichit ?

La valeur supplémentaire qu'un investisseur en capital peut obtenir d'une opération de LBO proviendrait du levier financier important généré par la dette qui est injectée dans le véhicule d'acquisition. Grâce à ce levier financier, le coût moyen pondéré du capital (CMPC ou Wacc¹ en anglais, moyenne pondérée entre le coût des différentes sources de financement, le capital et la dette), utilisé comme taux d'actualisation des cash-flows pour mesurer la valeur du LBO, se trouverait réduit significativement. En effet, la forte proportion de dette, dont le coût est moindre que celui des fonds propres du fait d'un risque plus faible, conduirait mécaniquement à faire baisser le Wacc, et donc à augmenter la valeur.

Ainsi, la seule différence entre le Wacc effectif d'un LBO, plus faible grâce au levier financier et le Wacc normatif de l'activité objet du LBO, expliquerait la création de valeur. Cette explication ne peut être retenue car elle conduirait à considérer que plus une activité s'endette, plus elle crée de valeur !

Le coût des fonds propres d'un LBO est significativement plus élevé que le coût des fonds propres de la même activité endettée à un niveau normatif. En effet, le risque de faillite est plus élevé du fait du montant important de la dette dans un LBO. C'est d'ailleurs pour cette raison que le taux de rentabilité interne (TRI) exigé par les investisseurs en capital dans un LBO est élevé (on parle souvent de 25 %), afin de prendre en compte ce risque.

On voit ainsi que le niveau d'endettement (Gearing) élevé au départ d'un LBO est compensé par un accroissement du coût du capital qui lui est associé. Au cours de la

¹ Weighted average cost of capital.

vie du LBO, la dette se réduit, le Gearing aussi, contribuant à augmenter le Wacc. A l'inverse, le risque de faillite inclus dans le coût de fonds propres diminue sur la période du LBO du fait de la réduction de l'endettement, contribuant à diminuer le Wacc. Au total, le coût moyen pondéré du capital moyen d'un LBO tout au long de sa durée n'est sans doute pas très différent du Wacc de l'activité endettée à un niveau normatif.

Le levier financier ne constitue donc pas la source de création de valeur d'un LBO. En effet, la plus-value importante réalisée par les investisseurs en capital au débouclage du LBO est essentiellement la contrepartie de l'abandon des dividendes au cours de la vie du LBO, l'intégralité des flux ayant servi au remboursement de la dette.

Le levier fiscal, source de création de valeur additionnelle

Quelle est donc la source de création de valeur d'un LBO ? La seule source de création de valeur additionnelle d'un LBO réside dans le levier fiscal provenant de la déductibilité des intérêts de la dette.

Se pose alors la question de l'évaluation de cette création de valeur fiscale. La méthode usuelle du Wacc ne permet pas d'appréhender correctement la valeur d'un LBO pour plusieurs raisons :

- l'économie fiscale liée à la déductibilité des intérêts est incluse dans le calcul du Wacc par l'affectation du taux d'impôt au coût de la dette ;
- il est difficile de mesurer le coût du capital pour des structures fortement endettées. Les formules de « releverage » du bêta, qui permettent de tenir compte du niveau d'endettement dans le calcul du coût de fonds propres, trouvent leurs limites avec des niveaux d'endettement élevés ;
- l'approche par le Wacc suppose un niveau constant d'endettement. Or, il est mécanique dans un LBO que la dette diminue fortement avec le temps.

Afin de pallier les limites du Wacc pour l'évaluation des LBO, plusieurs études ont montré la pertinence de la méthode de l'Adjusted Present Value ou APV. Cette méthode consiste à évaluer de manière séparée l'activité, en supposant celle-ci intégralement financée par fonds propres, des effets liés au financement et à la fiscalité. La somme de ces éléments, évalués séparément, donne la valeur d'entreprise.

Dans un premier temps, afin d'évaluer l'activité, on actualise les Free Cash Flow au coût des fonds propres déterminé en supposant l'endettement nul. Ce coût des fonds propres (aussi appelé Unlevered Cost of Equity) est calculé à partir de la formule du Medaf² en retenant un bêta désendetté (Unlevered Beta) dérivé de Levered Beta observé sur des sociétés comparables cotées opérant dans le même secteur d'activité que l'objet du LBO).

Dans un deuxième temps, on évalue l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts de la dette (Tax Shields). Cet avantage est mesuré par la différence entre l'impôt théorique que paierait une structure entièrement financée par fonds propres et l'impôt effectif calculé après déduction des intérêts de la dette du LBO. La

² Modèle d'équilibre des actifs financiers.

simulation des charges financières repose habituellement sur le plan de remboursement prévu des instruments de dette du LBO.

La pertinence de l'APV

Ces flux d'économies d'impôts doivent ensuite être actualisés. Il existe des points de vue différents sur le taux d'actualisation à retenir pour évaluer les Tax Shields. Certains considèrent qu'ils doivent être actualisés au taux de risque attaché à la dette, c'est-à-dire le taux de la dette. D'autres considèrent, au contraire, qu'ils doivent être actualisés au coût des fonds propres, dans la mesure où la réalisation des économies d'impôts sur la déduction des intérêts est fonction de la capacité de l'activité à générer des profits dont le risque est mesuré par ce taux de rendement. La deuxième approche apparaît réaliste dans le cas des LBO au regard du risque élevé attaché au remboursement de la dette et donc à la possibilité de déduire les intérêts.

La somme de ces deux valeurs, valeur de l'activité et valeur des Tax Shields, donne la valeur d'entreprise. Notons que les études sur l'APV montrent avec des exemples chiffrés simplifiés que la valeur par l'APV est identique à la valeur par le Wacc quand cette dernière est correctement appliquée, c'est-à-dire lorsqu'elle tient compte des variations annuelles des composantes du taux d'actualisation. Or, comme nous l'avons vu, l'application correcte du Wacc dans le cadre d'un LBO est complexe, à l'inverse de l'APV.

Ainsi, l'APV consiste à mesurer explicitement la création de valeur qui résulte de la déductibilité des intérêts plutôt que de l'inclure dans le taux d'actualisation comme cela est fait avec le Wacc. On dispose dès lors d'une mesure plus fiable et explicite du levier fiscal, particulièrement pertinente dans le cadre d'un LBO où ce levier peut être très élevé et fluctue dans le temps au fur et à mesure de la réduction de la dette.

L'application de l'APV permet de démontrer qu'un LBO est créateur de valeur grâce à l'avantage fiscal retiré du levier financier. La mesure de cette création de valeur, appréhendée séparément, peut constituer un précieux outil d'analyse dans le cadre d'une acquisition pour établir le prix que l'investisseur en capital est susceptible de payer grâce au LBO. La méthode de l'APV, parce qu'elle évalue séparément les sources de création de valeur, permet en particulier de faire la comparaison entre la création de valeur liée au levier fiscal de l'investisseur financier et celle liée aux synergies de l'investisseur industriel.