

Evaluation financière : a-t-on encore besoin du WACC ?

par Bruno HUSSON ⁽¹⁾

Avec les nouvelles normes comptables IAS-IFRS, l'évaluation financière et tout particulièrement la méthode DCF, « discounted cash-flows », rentrent en force dans le processus d'élaboration des comptes consolidés. Une perspective préoccupante compte tenu de l'absence de consensus sur la détermination du taux d'actualisation, un paramètre clé de la méthode DCF bien connu des financiers sous le sigle anglo-saxon de Wacc.

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 une approche plus sophistiquée fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, que les financiers dénomment couramment méthode DCF pour *Discounted Cash flows*.

Devenue incontournable, cette méthode requiert notamment la détermination d'un taux d'actualisation. Paramètre clé de la méthode, ce taux est défini dans les manuels de finance d'entreprise comme le coût moyen pondéré du capital ou Wacc (*Weighted Average Cost of Capital*). Dès lors, la question posée dans le titre du présent article apparaît pour le moins incongrue ; mais en réalité pas tant que cela. Certes, tout le monde s'accorde sur la définition générale du concept : le Wacc est la moyenne, pondérée par les valeurs de marché, entre le coût des capitaux propres et le coût après impôt de l'endettement. Pour autant, il n'existe aucun consensus sur les modalités de calcul, si bien que le Wacc recouvre dans la réalité des pratiques très diverses. En témoigne la très large fourchette de Wacc observés dans les opérations de retrait de la cote initiées depuis trois ans (environ 6% à 16%), qui traduit manifestement au moins autant des désaccords méthodologiques chez les évaluateurs que des écarts de risque ou de structure financière dans les sociétés évaluées.

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 le 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

Un large consensus existe chez les évaluateurs sur les déterminants de la valeur : la rentabilité et la croissance de l'activité (qui conditionnent les flux de trésorerie futurs), le loyer de l'argent (qui traduit la rémunération temporelle de l'argent), le degré de risque systématique de l'activité (qui exclut cette fraction du risque total éliminée par la diversification des portefeuilles individuels) et la structure financière (qui détermine les économies fiscales résultant de la déductibilité des frais financiers du résultat imposable des entreprises). Tous ces paramètres doivent être intégrés de façon explicite dans le processus d'évaluation.

(1) Bruno HUSSON dirige DCB Fairness, société spécialisée dans l'évaluation financière et les fairness opinions, créée en association avec la banque d'affaires Dôme Close Brothers. Il est par ailleurs Professeur Affilié du Groupe HEC(département finance) et membre fondateur de la Société Française des Evalueurs (Sfev).
Cet article est paru dans le quotidien économique « Les Echos » (édition du 28 octobre 2004, cahier spécial « l'art du management » réalisé en partenariat avec le Groupe HEC).

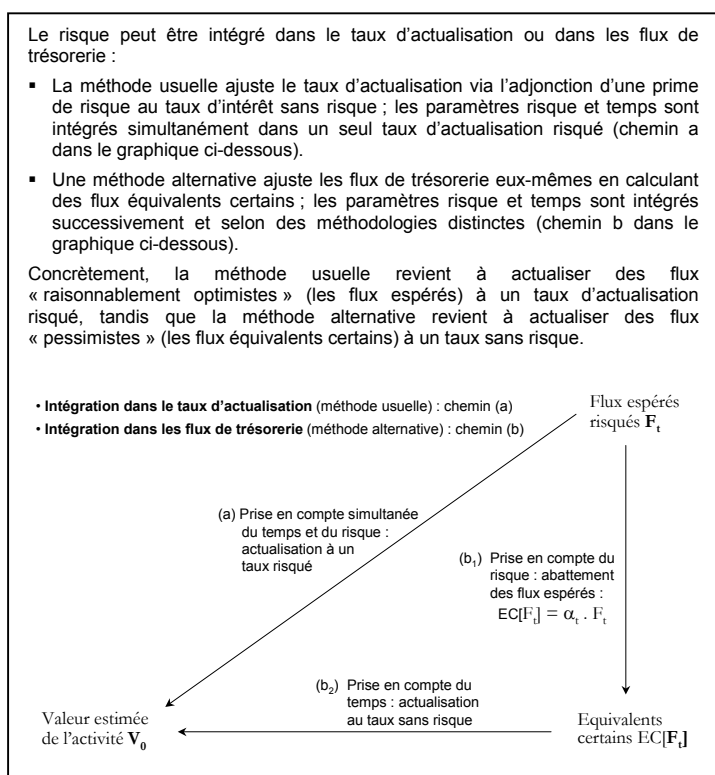
Or, cet impératif se trouve extraordinairement simplifié par le Wacc, ce qui explique la grande popularité de l'outil chez les évaluateurs. En effet, le Wacc permet d'intégrer simultanément tous les déterminants de la valeur à l'exception de ceux relatifs aux flux de trésorerie futurs, soit trois des cinq paramètres identifiés ci-dessus: (i) le loyer de l'argent sous la forme d'un taux sans risque, (ii) le coût du risque non diversifiable 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, notamment sur le risque et la structure financière, qui s'accroissent rarement de la complexité du monde réel.

Or s'agissant du risque et de la structure financière, ces deux paramètres peuvent tout aussi bien être intégrés dans l'évaluation d'une activité par un ajustement du taux d'actualisation, ce que propose la méthode usuelle du Wacc, que par un ajustement des flux de trésorerie eux-mêmes, ce que proposent les deux méthodes évoquées ci-après, la méthode de l'équivalent certain (pour l'intégration du risque) et la méthode la valeur actuelle nette ajustée (pour la prise en compte de la structure financière).

➤ La prise en compte du risque

Du seul fait du mécanisme de l'actualisation, l'utilisation du Wacc suppose implicitement que le risque augmente avec le temps, car la rémunération du risque qui est mécaniquement intégrée dans l'évaluation (via l'utilisation d'un taux intégrant une prime de risque) croît avec le temps. A titre d'illustration, considérons l'évaluation d'un projet supposé générer des flux sur une très longue période (concession autoroutière par exemple). L'utilisation d'un taux de 7.3%, intégrant un taux sans risque de 4.3% et donc une prime de risque modique de 3%, conduit implicitement à appliquer au seul titre du risque un abattement de 24.0% sur le flux de la dixième année. Ce coefficient d'abattement aura doublé 14 années plus tard pour s'établir à 48.9% et même triplé pour atteindre 72.9% si on laisse encore passer 21 ans.

Dans la pratique, de tels abattements sont rarement justifiés par les caractéristiques des projets et des activités évalués, et cela d'autant moins que le risque pris en compte dans le taux d'actualisation est le risque systématique (ou risque non diversifiable) du projet, le risque spécifique (ou risque diversifiable) étant déjà intégré dans les flux espérés à travers la construction de plusieurs scénarios probabilisés (typiquement hypothèses haute, moyenne et basse). D'où l'intérêt de la démarche consistant à intégrer le risque systématique dans les flux en abattant les flux espérés pour obtenir ce que la théorie financière appelle des « flux équivalents certains » (voir encadré ci-contre).



Sur un plan purement théorique, cette méthode alternative semble plus fondée que la méthode du Wacc, car elle évite tout amalgame en traitant séparément les problématiques relatives à l'intégration du temps d'une part et à l'intégration du risque d'autre part. Sur le plan pratique, cette méthode qui ne fait aucune hypothèse a priori sur l'évolution du risque dans le temps, contraint l'évaluateur à s'interroger sur le profil de risque de l'entité évaluée. Pour autant, la réponse apportée à cette question est subjective et conduit rarement à la détermination précise de coefficients d'abattement. Par suite, l'évaluation d'une activité selon cette méthode alternative revient le plus souvent à actualiser les flux donnés par une hypothèse basse (assimilés aux équivalents certains) à un taux logiquement égal ou voisin du taux sans risque.

➤ L'impact de la structure financière

L'utilisation du Wacc conduit d'abord à reconnaître que l'endettement a un impact positif sur la valeur des actifs financés. Depuis les deux articles fondateurs de Modigliani et Miller (1958 et 1963), le sujet a été largement débattu dans le milieu académique. Or aujourd'hui, si un timide consensus émerge, c'est pour affirmer la neutralité de la structure financière sur la valeur des actifs, et ceci en raison de deux éléments non pris en compte dans l'analyse traditionnelle du Wacc : (i) la fiscalité personnelle de l'actionnaire qui, à l'opposé de la fiscalité sociale, est plus favorable au revenu des actions qu'au revenu de la dette, (ii) les coûts de faillite et plus généralement les coûts de gestion de la dette qui, à mesure de l'augmentation du levier financier, viennent tôt ou tard contre-balancer les éventuelles économies fiscales.

Par ailleurs, nonobstant cette controverse académique sur le fonds, l'utilisation du Wacc va de pair avec deux hypothèses gênantes en pratique. Tout d'abord, la structure financière est supposée constante en valeur sur toute la durée de vie de l'entité évaluée, ce qui paraît d'autant moins probable que la structure financière de départ est endettée (situation des LBO en phase de démarrage par exemple). Ensuite, seules les économies fiscales générées par les frais financiers sont prises en compte, si bien que sont ignorés d'autres impacts (positifs ou négatifs) des financements mis en place comme par exemple une bonification de taux d'intérêt ou encore les coûts d'un appel au marché financier ou bancaire.

Pour pallier ces deux lacunes du Wacc, la méthode de la valeur actuelle nette ajustée se refuse tout simplement à intégrer l'impact du financement dans le taux d'actualisation en proposant un processus d'évaluation en deux étapes : (i) estimation de la valeur économique stricto sensu de l'activité évaluée en actualisant les flux générés au taux de rentabilité requis par les actionnaires en l'absence d'endettement (ci-après dénommé « coût d'opportunité du capital »), (ii) détermination de l'impact des modalités de financement en estimant séparément la valeur des différents éléments pré-cités (économies fiscales, frais d'émission, ...).

Ainsi, tant pour la question du risque que pour la question du financement, il existe bien des alternatives au Wacc. Pour autant, le Wacc reste le taux de référence des praticiens de l'évaluation, car c'est un instrument d'autant plus commode qu'il est aisément manipulable en raison des nombreux pièges réservés par son estimation et qui sont à l'origine du désordre méthodologique relevé plus haut.

Le Wacc repose sur des choix méthodologiques multiples et souvent contestables

La détermination usuelle du Wacc procède d'une démarche en deux étapes, intégrant d'abord le prix du temps et le coût du risque pour déterminer le coût d'opportunité du capital, puis l'impact du financement pour obtenir le Wacc.

La première étape s'appuie traditionnellement sur le Modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (MEDAF ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*), et ceci en dépit des critiques adressées à l'encontre de ce modèle d'évaluation mono-période (par exemple, légitimité d'une utilisation dans un cadre multi-périodes pour l'évaluation d'actifs). D'après le MEDAF, la prime de risque à ajouter au taux sans risque pour obtenir le coût d'opportunité du capital d'une activité est égale à la prime de risque moyenne anticipée sur le marché boursier (ci-après « prime de marché ») multipliée par le coefficient bêta (ci-après « bêta ») de l'activité concernée, lequel mesure le risque non diversifiable de cette activité (i.e. sa contribution au risque global du marché). En raison des nombreuses difficultés soulevées par l'estimation de ces deux paramètres, prime de marché et coefficient bêta, cette première étape est la plus délicate du long processus conduisant à la détermination du Wacc (voir encadré ci-contre).

La détermination du Wacc pour l'évaluation d'une activité est le fruit d'un processus long et complexe.

- 1 Détermination du loyer de l'argent (ou taux d'intérêt sans risque).
2. Estimation usuelle du bêta de l'activité évaluée selon la démarche analogique suivante :
 - constitution d'un échantillon de sociétés cotées « comparables » dont les activités sont similaires à l'activité évaluée ;
 - estimation du bêta des actions des sociétés comparables à partir des cours boursiers;
 - estimation du bêta de l'activité en « désendettant » les coefficients bêta précédents, ce qui implique de formuler une hypothèse à propos de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs ;
3. Estimation de la prime de risque moyenne anticipée sur le marché boursier.
4. Calcul du coût d'opportunité du capital.
5. Choix d'une structure de financement cible exprimée en valeur de marché.
6. Calcul du Wacc :
 - calcul direct via un ajustement à la baisse du coût d'opportunité du capital conformément à l'hypothèse formulée à l'étape 4 ;
 - calcul indirect à partir de la formule traditionnelle du coût moyen pondéré du capital, ce qui requiert au préalable d'estimer le coût des capitaux propres en ré-endettant le coefficient bêta obtenu à l'étape 4.

➤ *La prime de marché*

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 de 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⁽²⁾, deux phénomènes qui rendent peu significatives les moyennes obtenues.

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) consistence 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 à moyen-long terme. Difficiles à appréhender dans la pratique, ces deux 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 fait néanmoins exception en affichant un niveau de prime voisin de 3% et remarquablement stable dans le temps⁽³⁾, ceci à partir d'un modèle d'évaluation fondé sur la notion de super-bénéfices qui a l'avantage d'éviter la forte sensibilité des modèles classiques de dividendes au taux de croissance à l'infini.

Il reste que l'approche prospective directe, fondée sur l'utilisation de données prévisionnelles à court terme et l'extrapolation de ces données sur le moyen-long terme, est particulièrement lourde à mettre en œuvre. De plus, l'information donnée par les bureaux d'étude utilisant cette approche ne permet généralement pas d'apprécier la pertinence des estimations publiées en s'assurant notamment du bon respect des deux conditions exposées plus haut. Mais surtout, l'estimation de la prime de marché donnée par cette approche dépend très largement du niveau relatif des cours boursiers et plus généralement de la psychologie ambiante du marché à la date de l'estimation. Autrement dit, on ne peut écarter l'hypothèse que la prime de marché enregistre de fortes variations sur courte période. Ainsi, nul doute que la baisse significative des marchés boursiers enregistrée au lendemain du 11 septembre 2001 ou encore dans les semaines précédant le déclenchement des hostilités en Irak au printemps 2003 traduit une augmentation sensible de la rentabilité exigée par les investisseurs. Symétriquement, après que les périls redoutés ont été ramenés à leur juste proportion, la remontée des indices traduirait alors une réduction des exigences des investisseurs. De telles variations de la prime de marché sur des périodes limitées à quelques semaines ou quelques mois ne doivent pas être confondues avec la tendance de long terme.

Dans le contexte spécifique de l'évaluation d'une activité, il apparaît souhaitable de privilégier une estimation de la prime de marché sur le long terme plutôt que les estimations « spot » de l'approche prospective. Une telle estimation peut être obtenue en ajustant les primes de marché historiques. Les études récentes ayant adopté cette troisième approche convergent vers une estimation de la prime de marché d'environ 4%⁽⁴⁾, soit un niveau notablement inférieur à celui donné par l'approche historique et similaire à celui retenu aujourd'hui par la plupart des analystes « sell side » des banques d'affaires.

➤ *Le coefficient bêta*

Le bêta de l'entité évaluée est traditionnellement estimé selon une approche analogique⁽⁵⁾ avec les trois étapes suivantes : (i) identification de sociétés cotées engagées dans des activités comparables à l'activité évaluée, (ii) estimation du bêta des actions émises par ces sociétés, (iii) estimation du bêta économique des activités sous-jacentes en « désendettant » les coefficients bêta précédents. La mise en œuvre de chacune de ces étapes soulève de réelles difficultés, parfois perçues comme autant de sources de flexibilité

(2) « Triumph of the optimists » by Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Princeton 2002

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

(4) Voir par exemple « The Equity Premium » by Eugene F. Fama and Kenneth R. French, Journal of Finance, April 2002, et « What Risk Premium is "Normal" ? » by Robert D. Arnott and Peter L. Bernstein, Financial Analysts Journal, March/April 2002.

(5) Une démarche alternative, plus rarement mise en œuvre, consiste à estimer le bêta de l'entité évaluée à partir de critères qualitatifs prédéfinis (sensibilité à la conjoncture économique générale et degré de levier opérationnel par exemple).

permettant d'obtenir le bêta et ensuite le Wacc requis pour attribuer à l'entité évaluée un niveau de valorisation défini a priori.

Première étape, la constitution d'un échantillon de sociétés comparables exige la définition de critères de sélection. L'appartenance au même secteur d'activité est le premier critère retenu dans la pratique, car ce critère intègre a priori le mieux la plus ou moins grande dépendance du volume d'affaires de l'entité évaluée à la conjoncture économique générale. Mais un premier écueil surgit immédiatement : comme les sociétés cotées sont généralement des entreprises ayant atteint un certain stade de maturité, il est rare qu'elles soient restées des « pure players » engagés dans un seul secteur d'activité. Bien plus, à supposer que de vrais comparables aient été identifiés, il est fréquent que les stratégies de développement au sein d'un même secteur d'activité diffèrent notablement d'une entreprise à l'autre. A titre d'illustration, une première entreprise aura pu opter pour une intégration poussée de sa production vers l'amont, tandis qu'une seconde aura jugé préférable de sous-traiter la majeure partie de la fabrication de ses produits. Dans le premier cas, l'existence d'un levier opérationnel élevé viendra amplifier les fluctuations de la conjoncture (bêta élevé), alors que dans le deuxième cas la flexibilité de la structure de coûts permettra sans doute de les atténuer (bêta plus modéré).

Deuxième étape, l'estimation du bêta des actions des sociétés comparables qui s'appuie sur une régression linéaire réalisée à partir de séries historiques de cours boursiers et d'indices de marché, soulève de nombreuses questions : durée de la période de référence (un, deux, trois ans ou plus), fréquence des données historiques de cours (journalière, hebdomadaire, mensuelle), choix de l'indice de marché de référence (régional, international). Or, force est de constater que les estimations obtenues et leur degré de pertinence (mesuré statistiquement par le coefficient R^2 de la régression) varient fortement en fonction des options retenues. Les manuels de finance d'entreprise recommandent plutôt l'utilisation de données mensuelles sur une période de trois à quatre ans. Mais une telle recommandation rentre elle-même en contradiction avec une autre observation relevée dans les mêmes manuels et portant sur l'instabilité des coefficients bêta dans le temps, phénomène d'autant plus troublant qu'il ne semble pas seulement résulter de l'évolution des caractéristiques de l'entreprise (modification du périmètre d'activités, de la structure financière, ...).

Troisième et dernière étape, le désendettement des bêtas obtenus à partir des cours boursiers est une étape obligée pour estimer le bêta économique des activités sous-jacentes, car le bêta d'une action est nécessairement impacté par le levier financier. Mais dans quelle proportion ? Cette question renvoie à la controverse évoquée plus haut à propos de l'impact de l'endettement sur la valeur des actifs, la diversité des réponses apportées se traduisant par la multiplicité des formules de désendettement disponibles. Au total, la grande confusion qui règne dans la pratique permet au bout du compte de cautionner une fourchette de bêtas (et donc de Wacc) d'autant plus large que le calcul peut s'appuyer sur une palette étendue de formules (dont les fondements ne sont pas toujours connus des utilisateurs) et de structures financières judicieusement sélectionnées parmi les sociétés comparables.

Quand les comptables interpellent les financiers

Et finalement que reste-t-il du Wacc, après cette analyse plutôt critique tant des fondements méthodologiques que des modalités de calcul ? A l'instar des modèles actuariels de dividendes aujourd'hui supplantés par la méthode DCF, il ne faut pas craindre d'affirmer que le concept et sa force didactique demeurent, mais que l'outil d'évaluation a vécu.

Grâce au Wacc, les étudiants en finance d'entreprise comprennent que la politique de financement est un jeu à somme nulle qui ne crée pas de valeur : la rentabilité exigée sur les actifs correspond simplement et logiquement à la moyenne pondérée des rentabilités exigées par les différentes catégories de bailleurs de fonds (actionnaires, porteurs d'obligations convertibles, banquiers juniors et seniors, ...) en fonction des risques contractuellement encourus. En revanche, à cause du Wacc, les praticiens de l'évaluation peuvent commettre des erreurs d'appréciation d'autant plus larges que le risque et/ou le levier financier de l'entité évaluée sont élevés (et mouvants dans le temps), ce qui n'est pas le moindre des paradoxes pour un outil d'évaluation précisément destiné à intégrer ces deux paramètres de la façon la plus simple qui soit.

Il reste que la méthode DCF requiert un taux d'actualisation et que cette question revêt aujourd'hui une importance accrue en raison du rôle central que cette méthode est amenée à jouer dans l'élaboration des comptes consolidés selon les nouvelles normes IAS-IFRS. De manière inattendue et sans que l'on puisse

vraiment dire si l'intention était préméditée ou non, le normalisateur comptable s'interroge lui aussi sur la légitimité du Wacc. S'agissant du risque, la norme IAS 36 relative à la dépréciation des actifs insiste sur la cohérence nécessaire qui doit exister entre les flux de trésorerie et le taux d'actualisation ; elle met ainsi en garde contre un double comptage du risque en précisant que « *le taux d'actualisation utilisé pour mesurer la valeur d'usage d'un actif ne doit pas intégrer des risques pour lesquels les flux de trésorerie estimés ont été ajustés* » (§ 56). En ce qui concerne la structure financière, la même norme est encore plus explicite dans sa remise en cause du Wacc en affirmant que « *le taux d'actualisation est indépendant de la structure financière de l'entreprise (...), car les flux de trésorerie attendus d'un actif ne dépendent pas de la façon dont l'entreprise a financé cet actif* » (§ A19).

Le Wacc comme outil d'évaluation a donc vécu. Bien plus, on aurait tort de lui chercher un substitut universel, tant il est vrai que l'évaluation financière est plus un art qu'une science avec la nécessité de définir à chaque fois la démarche et les méthodes appropriées au cas d'espèces analysé.