

# L'ÉVALUATEUR D'ENTREPRISE EST UN ANALYSTE CRÉDIT QUI S'IGNORE... TROP !



DR

*par Roland Clère, Senior manager chez BM&A  
et chercheur pour Fairness-Finance.com*

**L**e monde des actions et celui des obligations restent encore inutilement cloisonnés sur les marchés, dans les banques et même sur les bancs de l'enseignement supérieur. Or, ces deux classes d'actifs financiers présentent des similitudes justifiant l'emploi de méthodes d'évaluations communes. Toutefois, les évaluateurs d'entreprises se privent trop souvent des techniques développées par les obligataires pour tenir compte du risque de défaut, alors que celles-ci leur permettraient de justifier, par exemple, l'essentiel des primes de risque spécifiques retenues pour évaluer des PME et des ETI.

Pour l'évaluation des actions, l'enjeu est important car en cas de défaut, l'actionnaire a beaucoup plus à perdre que le créancier. Ainsi, le risque de défaut qui affecte fortement la valeur des obligations devrait être replacé au cœur des modèles d'évaluation des entreprises.

### **La pratique courante de l'évaluation n'appréhende qu'une partie du risque**

De nombreux évaluateurs sont persuadés de prendre en compte le risque lié à l'endettement en ajustant le calcul du coût du capital de la façon suivante :

- en tenant compte du risque « systématique » au travers de la formule bien connue mise au point par Robert Hamada (1976) qui permet d'ajuster le « bêta » d'une action en fonction du levier d'endettement et du taux de déductibilité des intérêts d'emprunts ;
- en retenant le coût de financement correspondant au niveau d'endettement cible de la société, pour le calcul du coût moyen pondéré du capital (le WACC).

Or, avec de telles approches, l'incidence de l'endettement sur la valeur est loin d'être appréhendée dans sa totalité.

La dette réduit le montant des flux attendus

### **La dette financière induit 3 effets :**

- elle a une incidence positive puisqu'elle permet de réduire l'impôt, les intérêts étant en général déductibles. C'est ce qu'on appelle le « bouclier fiscal » (ou *tax shield*), cher aux prix Nobel Franco Modigliani et Merton Miller (1958-1963) ;
- elle implique deux aspects négatifs et non pas un seul comme on le croit souvent :
  - certes, elle augmente la dispersion prévisible des rendements futurs des actions, comme établi par Hamada. C'est ce qu'on appelle l'effet du levier d'endettement sur le risque systématique (ou *systematic cost of leverage*) ;
  - mais elle réduit aussi l'espérance des flux. En effet, tout banquier sait qu'un portefeuille de créances ayant un certain rating verra sa rentabilité amputée de la perte moyenne attendue en cas de défaillance. Cette perte n'est malheureusement pas diversifiable ; du fait de la loi des grands nombres, l'espérance de rendement du portefeuille sera bien inférieure aux taux d'emprunt contractuels conclus avec les emprunteurs, puisque tous les ans, certains d'entre eux feront défaut.

### **Pour les actions, c'est la même chose que pour les obligations... en pire :**

- "la même chose", puisque les prévisions financières (les « business plans ») sont établies dans l'hypothèse de la survie de l'entreprise. Or, comme pour le taux d'emprunt contractuel qui ne sera servi qu'en cas de survie de l'entité, ces prévisions sont en moyenne trop optimistes, car une certaine proportion d'entreprises disparaît chaque année en faisant *faillite* ;

■ "en pire", car quand survient la *faillite* avec la perte de valeur des actifs qui s'ensuit, l'actionnaire qui est le dernier servi de la procédure de liquidation, ne récupérera généralement pas même le montant de ses apports en capital.

Ainsi, le risque de défaut est à anticiper. On sait (1) qu'il explique une partie significative de la rémunération d'une obligation et donc de sa valeur, quelle que soit sa notation (hormis pour la catégorie la mieux notée). Comme cet effet est proportionnel au pourcentage de perte en cas de défaut, il est par conséquent démultiplié pour une action...

Par ailleurs, il ne faut pas réduire la question du risque de défaut au seul périmètre des sociétés endettées. Une entreprise peut ainsi avoir un sérieux problème de viabilité sans avoir emprunté à qui que ce soit ! Le défaut est d'abord un problème d'adéquation entre la marge sur coûts variables et les frais fixes. Ainsi, toute société est *mortelle* et l'endettement, avec les frais financiers et les remboursements de capital qu'il engendre aggrave ou crée le déséquilibre (2).

Ce qui vient d'être exposé relève du bon sens, lequel impose de réconcilier la pratique de l'évaluation avec sa théorie. En effet, si l'on s'en tient à la théorie, i.e. au Modèle d'équilibre des actifs financiers (le MEDAF ou le CAPM pour les anglophones), les prévisions sont de parfaites espérances mathématiques qui tiennent déjà compte de l'impact des pertes probables subies en cas de défaut... Pourtant, quel praticien a effectivement reçu un plan d'affaires ajusté des pertes probabilisées en cas de défaut ?

### Les solutions pour investir, évaluer et appliquer les normes IFRS

Aucune société n'est à l'abri d'un défaut, pas même dans la catégorie AAA. Ainsi, le risque de défaut pèse suffisamment dans le calcul du coût du capital pour que sa prise en compte ait un effet significatif sur la valeur d'une action (1). Ne pas en tenir compte, c'est être hors marché.

Pour évaluer une action, il est donc nécessaire d'adapter le MEDAF en tenant compte du fait que les prévisions financières sont établies en cas de survie de l'entreprise. Pour ce faire, il faut cesser de cloisonner les modèles d'évaluation des actions et des obligations. Le risque de crédit affecte la valeur d'une action et sa mesure peut être rationalisée. Inversement, les obligations sont des actifs financiers risqués et eux aussi sont soumis au MEDAF(1).

Parce que les prévisions sont établies dans l'hypothèse de poursuite de l'exploitation, il faut soit les ajuster des pertes

probabilisées, soit inversement, tenir compte d'un taux qui corrige ce risque. Ces deux approches sont d'effet équivalent sur la valeur(1). Si les prévisions sont établies dans l'hypothèse de continuation d'exploitation, elles sont biaisées du point de vue du MEDAF et le risque de défaut doit être appréhendé dans le taux d'actualisation. C'est notamment ce que la norme comptable internationale IAS 36 qualifie d'approche "traditionnelle" dans son annexe A4. Inversement, ce risque peut être pris en compte en ajustant les flux. C'est ce que la même norme qualifie d'approche par "les flux attendus", définis dans la norme comptable IFRS 13 comme "l'espérance mathématique" des flux de trésorerie futurs possibles (Annexe A). Une méthodologie et des données de marché adaptées permettront ainsi d'établir des comptes conformes aux prescriptions de ces normes, qui insistent pour que ne soit pas compté deux fois le même risque.

En pratique, l'évaluateur doit retenir que l'espérance de rendement d'une action (telle que définie par le MEDAF) sera inférieure au taux d'actualisation s'appliquant à des prévisions de cash flows attendues en cas de survie de la société. Ceci permet de dissiper une partie de l'incompréhension encore soulignée récemment par Eugene Fama(3) entre théoriciens du coût du capital et praticiens de l'évaluation. Pour l'investisseur diversifié, la réunion des approches d'évaluation peut par ailleurs lui permettre d'arbitrer entre obligations et actions, en profitant le cas échéant d'opportunités de rémunération des risques(1).

Il existe d'autres biais que celui résultant de la non prise en compte du risque de défaut dans les flux des prévisions financières. Le principal d'entre eux est l'excès d'optimisme en cas de survie, les prévisions s'avérant généralement trop optimistes comparées aux réalisations effectives. La correction de ce biais peut aussi s'opérer indifféremment sur les flux ou sur le taux. Si l'on veut être parfaitement exhaustif, il faut aussi mentionner la question de la liquidité et de la taille de l'entreprise, la valeur n'étant pas la même selon que l'on est puissant ou misérable(4)...

Pour aller plus loin sur ces sujets, le lecteur pourra se reporter aux informations disponibles sur le site Fairness Finance, qui fournit des méthodologies et des données de marché permettant aux investisseurs et aux évaluateurs de rationaliser le calcul du taux d'actualisation en fonction des caractéristiques de la société (i.e. sa taille et son risque de crédit ou d'échec), de celles de son business plan (son degré d'optimisme) et du caractère aléatoire de sa valeur (son risque systématique).

<sup>1</sup> Clère, Roland & Marande, Stéphane. Risque de défaut et valeur des actions : grand oublié ou révolution culturelle ? (Novembre 2017). Disponible sur le site SSRN : <https://ssrn.com/abstract=3065948>

<sup>2</sup> Clère, Roland. After Modigliani, Miller, and Hamada: A new way to estimate cost of capital, Journal of International Financial Management & Accounting, Vol. 30, Issue 2, June 2019. Disponible sur Wiley Online Library : <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/jifm.12109>

<sup>3</sup> Fama, Eugene F. & Stern, Joel M.. A Look Back at Modern Finance: Accomplishments and Limitations (Fall 2016). Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 28, Issue 4, pp. 10-16, 2016. Disponible sur SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2902370>

<sup>4</sup> Fiche n°4 : Fairness Finance. La prime de taille, définition et domaine. Disponible sur Fairness-Finance.com : <http://www.fairness-finance.com/fairness-finance/cms/fr/2-24/fiche-n-4-la-prime-de-taille-definition-et-domaine.dhtml>