

## **Financement de l'entreprise et création de valeur**

En première analyse, la création de valeur peut se réduire à un précepte simple : s'assurer que les actifs en place et les projets d'investissements génèrent le plus longtemps possible une rentabilité supérieure au coût du capital de l'entreprise. Dans ce processus, le directeur financier a une place importante, mais indirecte : la définition de la procédure de sélection des investissements, et la mise en place d'outils d'analyse et de contrôle. Peut-il agir plus directement grâce à l'une de ses compétences-clés : la politique de financement de l'entreprise ? Peut-il adopter une structure financière qui minimiserait le coût du capital de l'entreprise, et donc maximiserait la valeur globale de celle-ci ? La valeur résultant de l'actualisation des flux de liquidités futurs, les opérationnels se chargeraient du numérateur (les flux) tandis que le financier ferait son affaire du dénominateur (le taux d'actualisation).

En réalité, les vertus de l'endettement ne sont pas aussi évidentes que certains de ses zéloteurs le prétendent : l'impact bénéfique sur le coût du capital et sur le comportement des managers doit être contrebalancé par le coût des difficultés potentielles et celui des dysfonctionnements profonds engendrés par un levier trop important. Aussi, pour participer directement à la création de valeur, le financier doit-il plutôt articuler ses choix autour de la stratégie de l'entreprise, et les enserrer dans un marketing efficace à l'égard des investisseurs.

### **Une discipline créatrice**

Critère essentiel dans la prise de décision, le coût du capital est la moyenne pondérée des exigences de rentabilité des pourvoyeurs de fonds : coût des fonds propres pour l'actionnaire, et coût de la dette pour le créancier. Dans une approche traditionnelle, le second étant moins élevé que le premier, toute augmentation de l'endettement provoque une diminution du coût du capital. Il est alors possible de créer une combinaison optimale de dette et de fonds propres qui minimise le coût global pour l'entreprise. Au delà de cet optimum, l'augmentation du risque financier conduit les pourvoyeurs de fonds à exiger une rentabilité plus importante.

Différentes réflexions menées dans les années 60, notamment par Modigliani et Miller, ont permis d'être plus rigoureux dans l'analyse. En l'absence d'imposition, il n'existe pas de structure financière optimale. La valeur d'une entreprise dépend de la rentabilité de son actif économique, et non de la façon dont celle-ci est, par la suite, répartie entre les pourvoyeurs de fonds. En introduisant l'impact de la fiscalité (déductibilité des frais financiers), on peut cependant montrer que la valeur de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'entreprise non endettée augmentée de la valeur actuelle de ses économies fiscales futures. La prise en compte de l'impôt conduit donc à privilégier la dette par rapport aux fonds propres.

A cette vision classique est venue s'ajouter un autre avantage : selon la formule d'Henry Kravis qui a lancé dans les années 80 une vague d'OPA géantes aux Etats-Unis, la dette constituerait une « discipline créatrice ». M. Jensen, Professeur à Harvard, estime que 650 milliards de dollars de valeur actionnariale ont été directement créés entre 1976 et 1990 par des opérations d'acquisition, de désinvestissement, de scission ou de LBO, opérations faites sur la base d'effets de levier exceptionnels.

Cette création de valeur résulte moins des économies fiscales générées par le financement de ces opérations (le montant de la dette est très vite ramené à un niveau plus acceptable), que de l'impératif pour les nouvelles équipes de « libérer la shareholder value ». Les cash flows sont obligatoirement affectés au remboursement de la dette. L'intérêt des actionnaires est ainsi mieux préservé car les dirigeants ne peuvent plus allouer de manière discrétionnaire les ressources de l'entreprise. Par ailleurs, il devient possible de rapprocher les intérêts des dirigeants et des actionnaires en faisant prendre aux premiers une part significative du capital.

Enfin, en raison d'une asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, l'augmentation de l'endettement est souvent interprétée comme un signal positif pour le marché : le management informe les investisseurs que les conditions d'environnement sont favorables, et que l'entreprise sera en mesure de payer ses frais financiers et de rembourser sa dette. La valeur de ce signal est d'autant plus forte qu'il comporte sa propre sanction : si elle n'est pas en mesure de satisfaire à ses obligations, elle connaîtra des difficultés qui pourraient entraîner le départ des dirigeants.

## **Un relâchement destructeur**

Cette vision « dynamique » de l'endettement doit être contrebalancée par les risques qu'un levier trop important fait courir à l'entreprise. A un certain point, le marché tient compte des coûts de faillite potentiels. Au-delà des coûts directs, les actionnaires peuvent subir des coûts indirects plus pernecieux : la perte de confiance des clients, des fournisseurs et des partenaires ; le départ de collaborateurs ; des dirigeants concentrés sur la gestion des difficultés ; l'impossibilité de saisir des opportunités de marchés que l'on ne retrouvera plus dans le futur. L'ensemble des coûts entraînés par ces dysfonctionnements a naturellement un impact négatif sur la valeur de l'entreprise : l'avantage des économies fiscales est, au-delà d'un certain seuil, gommé par les coûts de faillite (voir le graphique ci-contre).

En outre, un endettement trop important engendre des troubles du comportement managérial. La tentation est grande de transférer une partie de la richesse des créanciers vers les actionnaires, en tirant parti de la nature optionnelle des fonds propres. Par une politique d'investissement périlleuse qui augmenterait le risque des actifs, ou bien par une distribution massive de dividendes, le management peut diminuer la valeur de marché de la dette, et par conséquent exproprier partiellement ses créanciers. De même, dans une situation difficile, les actionnaires n'ont pas intérêt à ce que les décisions prises bénéficient avant tout aux créanciers. A risque constant, tout accroissement de la valeur de l'entreprise est inégalement partagé entre les pourvoyeurs de fonds : ce sont les créanciers qui en profitent le plus.

Naturellement, ces comportements potentiels n'échappent pas aux créanciers. Leurs conditions de prêt intègrent ces risques : non seulement, le coût de la dette est largement augmenté, mais des dispositions juridiques complémentaires viennent entraver la liberté d'action du management (clauses restrictives portant sur les choix d'investissement ou la politique financière future).

Au bout du compte, et en combinant ces différents effets, force est de constater qu'il est difficile d'espérer modifier facilement la rentabilité exigée en agissant activement sur le niveau du levier. L'augmentation de celui-ci se traduit par une augmentation du risque, et donc du coût des fonds propres. Il existe peut-être un optimum, mais celui-ci est différent pour chaque entreprise, et n'obéit à aucune règle certaine.

## **Le financement hiérarchique**

Si le Directeur financier peut difficilement espérer diminuer le coût du capital en imaginant une politique financière audacieuse, quelle peut être alors sa contribution à la création de valeur ? La politique de financement peut participer à la création de valeur en répondant à trois exigences. Elle doit accroître la flexibilité stratégique de l'entreprise, respecter sa situation opérationnelle, et concourir au marketing du titre.

La valeur d'une entreprise est égale à la valeur de ses actifs en place et à celle de ses opportunités de croissance. Ces dernières reposent sur le portefeuille d'options d'investissement dont l'entreprise pourra disposer dans l'avenir, mais aussi sur sa capacité financière à les exercer.

L'entreprise doit donc se ménager des degrés de liberté financière afin de pouvoir profiter des occasions d'investissement futures. Le financier d'entreprise est le garant de cette flexibilité stratégique. Dans une économie où la rapidité est l'une des clés du succès, l'entreprise doit pouvoir mobiliser des ressources plus rapidement que ses concurrents. Un endettement trop important la contraindrait à recourir aux actionnaires, ce qui est difficile. L'on sait qu'une augmentation de capital est non seulement lourde à mettre en oeuvre, mais aussi qu'elle constitue un signal négatif envoyé aux actionnaires (l'opération est souvent déclenchée lorsque le cours est surévalué). Elle se traduit donc généralement par une chute du cours (aux Etats-Unis, celle-ci s'établit en moyenne à 3% induisant une perte d'un tiers du montant des fonds levés !).

C'est la raison pour laquelle, on observe que, dans chaque secteur, les meilleures entreprises sont celles qui sont les moins endettées. Il y a une corrélation inverse entre la rentabilité et le levier au sein d'un même secteur. L'une des interprétations les plus intéressantes de ce phénomène est la théorie du financement hiérarchique développée par S. Myers :

- l'entreprise privilégie le financement interne, c'est-à-dire l'autofinancement ;
- elle fixe sa politique de dividendes en tenant compte des opportunités de croissance future et donc des besoins de fonds à venir afin de ne pas avoir à modifier son taux de distribution ;

- si les flux de liquidités sont supérieurs à ces besoins, elle remboursera sa dette et augmentera ses valeurs mobilières de placement (VMP). Dans le cas inverse, elle utilisera en priorité ses fonds disponibles (cession des VMP) ;
- si des ressources externes sont encore nécessaires, elle privilégiera d'abord l'endettement, puis les titres hybrides (obligations convertibles). Si aucune de ces ressources n'est mobilisable, l'entreprise recourra finalement à ses actionnaires.

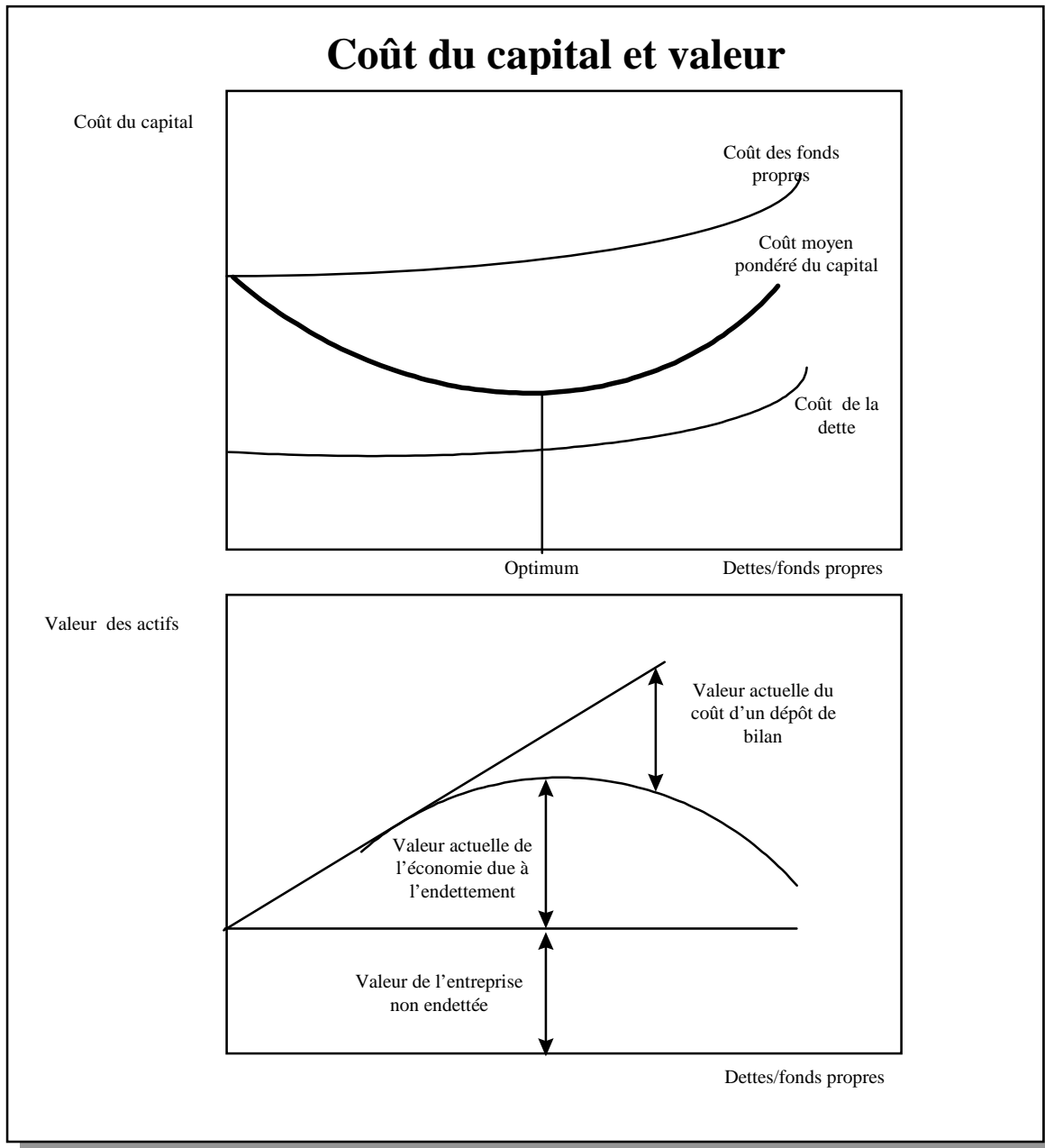
Le financier doit tenir compte d'une deuxième dimension : sa politique financière doit être alignée sur la situation opérationnelle de l'entreprise. L'endettement minimal doit être choisi soigneusement en fonction de plusieurs critères. L'impact des économies fiscales est certes important, mais il ne doit pas être surestimé. La prise en compte de la fiscalité personnelle des investisseurs et les spécificités de telle ou telle législation fiscale ont vite fait de réduire cet avantage supposé, et il existe par ailleurs d'autres moyens d'alléger sa charge fiscale (politique d'amortissement ou de provisions par exemple).

Il est surtout essentiel de bien mesurer les risques d'exploitation engendrés par les investissements sélectionnés. Au delà d'un calcul de rentabilité classique, quelle est la probabilité d'occurrence de situations extrêmes qui rendraient nécessaire le recours à un financement externe ? Il existe aujourd'hui des techniques d'analyses de sensibilité particulièrement fines (reposant par exemple sur des simulations probabilistes). Leurs résultats permettent au directeur financier de mieux anticiper la génération de flux de liquidités futurs, et leur probabilité d'occurrence, et, ainsi, d'affiner sa politique financière (niveau et conditions de l'endettement financier).

Enfin, il est nécessaire de tenir compte de la nature des actifs de l'entreprise. Celle dont les actifs sont essentiellement intangibles (pharmacie, industries de biens de grande consommation, ...) pourra moins recourir à l'endettement que celle qui met en oeuvre des actifs tangibles (industries lourdes, transport aérien, ...). En effet, en cas de difficultés financières, la première serait contrainte d'abandonner à jamais des projets de croissance (suppression de dépenses de R&D ou marketing...) qui conditionnent son avenir, alors que la seconde peut se permettre d'arrêter d'investir momentanément, cet arrêt ne la mettant pas en péril. Les coûts de faillites sont donc plus importants, et l'impact sur la valeur plus négatif pour la première que pour la seconde.

La troisième exigence d'une politique de financement veut qu'elle participe à l'émission de signaux positifs à l'égard du marché. C'est ainsi qu'il faut interpréter les réactions positives du marché à l'égard des rachats d'actions, ou bien des scissions d'entreprises. Dans le premier cas, outre le fait qu'un rachat d'action s'accompagne souvent du paiement d'une prime, elle permet de signaler au marché qu'en l'absence d'opportunités d'investissement, l'entreprise a choisi de faire une opération similaire à celle d'une distribution exceptionnelle de dividendes. Dans une scission, elle permet d'afficher plus clairement l'importance du « gâteau » disponible, et surtout la façon dont il pourra être découpé entre les actionnaires et les créanciers. Dans les deux cas, le rôle du directeur financier est d'aider le marché à construire ses anticipations de rentabilité future. De même, toutes les décisions visant à imposer des contrôles (gouvernement d'entreprise) ou une discipline de la valeur (Value Based Management), permettent de rassurer les pourvoyeurs de fonds sur l'utilisation des ressources internes de l'entreprise.

La dette comme discipline créatrice a vécu. Elle est moins indispensable avec la sophistication et la puissance de la communauté financière qui, grâce aux moyens d'information modernes, est en mesure de mieux contrôler et sanctionner l'action des dirigeants. Elle est remplacée par l'introduction de politiques de création de valeur au sein de l'entreprise qui permettent de renforcer la rigueur de la gestion (au lieu de l'imposer par un endettement massif) tout en privilégiant la flexibilité stratégique. La structure financière n'est plus un outil. C'est la résultante d'une politique d'investissement : la diminution du levier devient le signe de la création de valeur avec l'accroissement du cours de l'action. Si la finance est un art, son expression la plus achevée réside probablement dans le management de la structure financière.



**Jean-Florent Rérolle** est associé du cabinet Ernst & Young en charge du Corporate Finance et du « Value Based Management ». Il enseigne également la Finance d'entreprise au groupe HEC et à l'ESCP.

**Résumé :**

L'utilisation de la structure financière dans le cadre d'une politique de création de valeur est périlleuse. Consistant à utiliser l'effet de levier pour baisser le coût du capital, elle néglige les impacts négatifs de l'endettement : risque de faillite et diminution de la flexibilité stratégique. Le financier peut néanmoins créer de la valeur en donnant à l'entreprise les moyens de construire et de saisir les opportunités de croissance future, et en le signalant correctement au marché.