Encadré : Création de valeur pour l'actionnaire et pour le créancier

Pour mettre le raisonnement du texte en évidence, on appellera EVA_A la création de valeur pour l'entreprise, définie comme la différence entre le résultat d'exploitation et le cout d'usage en euros du capital utilisé par l'entreprise, soit :

$EVA_A = REX - r_A \times A$, r_A étant le cout du capital de l'entreprise, REX son résultat d'exploitation[1] et A son actif économique en valeur de bilan. Appelant ROCE la rentabilité comptable des actifs économiques, EVA_A s'écrit aussi :

$EVA_A = (ROCE - r_A) \times A$, formule qui fait bien apparaître le levier de création de valeur qui existe dès que la rentabilité des actifs dépasse leur coût de mobilisation (ou de façon synonyme leur rendement attendu par les investisseurs, actionnaires et créanciers).

De la même façon, la création de valeur pour l'actionnaire est :

$EVA_{FP} = RN - r_{FP} \times FP = (ROE - r_{FP}) \times FP$, r_E étant le cout des fonds propres, et FP les fonds propres de l'entreprise en valeur de bilan et ROE la rentabilité comptable des fonds propres.

Le cout du capital pour l'entreprise est le cout moyen pondéré du capital, ou encore le wacc, défini comme :

$r_A = \frac{FP}{A} \times r_{FP} + \frac{D}{A} \times r_D$, formule dans laquelle D est le montant de la dette à son niveau contractuel et r_D est le cout ou rendement de la dette sur le marché.

À quelle condition a-t-on $EVA_A = EVA_{FP}$?

Détaillant davantage la création de valeur au niveau de l'entreprise (le résultat d'exploitation est la somme du résultat net et des frais financiers) et observant que les frais financiers s'élèvent à $i_D \times D$, où i_D est le taux d'intérêt contractuel <u>fixe</u> sur la dette, il vient :

(1) $EVA_A = REX - r_A \times A = RN + i_D \times D - \left(\frac{FP}{A} r_{FP} + \frac{D}{A} r_D\right) \times A = EVA_{FP} + D \times (i_D - r_D)$.

Autrement dit, il n'y a identité entre la création de valeur pour l'actionnaire et celle pour l'ensemble de l'entreprise qu'à la condition que le rendement de la dette n'ait pas varié par rapport à son niveau contractuel[2], ce qui veut dire $i_D = r_D$.

On peut rendre plus lisible la formule (1) ci-dessus en définissant la création de valeur pour le créancier qui serait, sur le modèle précédent :

$EVA_D = \text{frais financiers} - r_D \times D = (i - r_D) \times D$. Le créancier n'y gagne que pour autant que le taux d'intérêt facial de sa dette reste supérieur à son taux de rendement sur le marché, taux qui dépend du degré de solvabilité de l'entreprise[3].

La formule (1) se lit donc au final : (2) $EVA_A = EVA_{FP} + EVA_D$.

---

[1] Éventuellement corrigé ou non de l'impôt sur les sociétés, qu'on négligera ici.

[2] Dans le raisonnement, l'environnement économique reste identique. En particulier, le taux d'intérêt sans risque est constant.

[3] Toujours en supposant la constance du taux d'intérêt sans risque. Par exemple, la politique monétaire ne vient pas changer l'environnement de l'entreprise.