

Interview Redémarrage
de la Sicor

**Alain Kouadio
à cœur ouvert**

P.9

- Le contenu du protocole, les investissements, l'actionnariat, etc.

Management

P.10-11

**Comment calculer
le coût du capital**

- Un expert de HEC Paris explique tout

San Pedro

**Une centaine
d'hommes
d'affaires arrive**

P.7

- Un incubateur de projets annoncé

**DONALD TRUMP À LA
MAISON BLANCHE**

**La Côte d'Ivoire
pourrait rater
350 milliards**

- Ce qui se passe actuellement
- Pourquoi l'élection tombe assez mal pour le gouvernement ivoirien

P.2-3



Business agricole - Courgette jaune

P. 12-13

**Récoltez plus de
5 millions après 3 mois**

Interview

PASCAL QUIRY, PROFESSEUR À HEC PARIS

« Le coût du capital est élevé en Côte d'Ivoire, mais il baisse progressivement »

Professeur affilié à HEC Paris, titulaire de la chaire BNP Paribas, département finance et auteur du Vernimmen, considéré comme la bible de la finance dans le monde francophone, Pascal Quiry était à Abidjan la semaine dernière à l'initiative de First Finance Institute et du réseau des certifiés ICCF (International Certificate in Corporate Finance) de Côte d'Ivoire. A l'occasion d'une conférence qu'il a animée sur le calcul du coût du capital en Côte d'Ivoire à l'intention des financiers d'entreprises, nous l'avons approché pour en savoir davantage.

PROPOS RECUEILLIS PAR
MARIUS NOUZA

Vous venez d'animer une Masterclass sur le calcul du coût du capital en Côte d'Ivoire. A quoi répond le choix de ce thème ?

Le sujet de la conférence a été déterminé par les anciens de l'ICCF qui m'ont invité. Ils ont souhaité que j'aborde la question du calcul du coût du capital en Côte d'Ivoire. Il faut dire que le coût du capital n'est pas trop compliqué à calculer en Europe et aux Etats-Unis parce que ces pays ont un long historique de données de sociétés cotées en bourse. Parce qu'elles sont cotées en bourse, on sait ce qu'elles valent et on peut, par une série de calculs retrouver le coût du capital. Ces sociétés sont cotées depuis 50, 100, 150 ans et toutes les données les concernant ont été stockées. Par contre, le financier qui arrive en Côte d'Ivoire ou dans d'autres pays d'Afrique de l'Ouest, remarque factuellement qu'il n'a pas un marché financier encore très développé, avec peu de sociétés cotées (même s'il faut féliciter la bourse régionale BRVM pour avoir eu cette année trois introductions en bourse). Et donc, l'historique des cours n'est pas très important. La question est donc de savoir comment s'adapte-t-on en tant qu'analyste financier ou directeur financier à la particularité d'un tel marché où on a nettement moins d'informations qu'en Europe et aux Etats-Unis. C'était ça le sujet de la conférence. Des cadres financiers ivoiriens avaient besoin d'éclairages sur cette question. Ils ne savent pas très bien comment procéder. Souvent, on leur dit de faire comme aux Etats-Unis et en Europe. Mais les réalités sont différentes en termes de disponibilité des données sur les entreprises.

Revenons à la notion de coût du capital. Que représente-t-il pour une



entreprise ?

Le coût du capital en termes très simples est l'idée fondamentale selon laquelle l'argent n'existe pas en quantité infinie et qu'il faut éviter de le gaspiller. C'est une évidence ! Autrement dit, ce qu'on appelle le capital ce sont les moyens financiers dont dispose une entreprise pour financer son exploitation, ses investissements : les capitaux propres apportés par les actionnaires et les dettes apportées par les prêteurs. Les uns comme les autres ont, sur une moyenne période, le souhait vif d'avoir un certain taux de rentabilité sur leurs investissements. Le capital est donc comme les matières premières ou le travail, il a un coût. Ce coût n'est pas toujours simple à avoir ou à calculer. Il est très important de savoir combien coûte le capital pour deux raisons. La première, c'est que ce coût sert en matière de choix d'investissement. Par exemple, supposons que vous vouliez lancer un quotidien économique à Abidjan. La question fondamentale que vous allez vous poser c'est de vous demander

combien un tel investissement va vous rapporter à moyen ou long termes, et est-ce que ça va être suffisant pour couvrir le coût de l'argent que vous allez devoir mobiliser pour embaucher des journalistes, avoir un réseau de distribution et développer votre journal. Et donc je regarde d'un côté la rentabilité de mon investissement et je vais le comparer par rapport au coût des financements en capitaux propres et en dettes dont j'ai besoin pour faire cet investissement. De la même façon que vous et moi si nous dépensons plus d'argent qu'on a de salaire, il y aura forcément un problème à la fin. Pour une entreprise, avoir des investissements qui rapportent moins que le coût du capital sur une durée moyenne, c'est la certitude de faire faillite ou d'avoir de très grosses difficultés.

La deuxième utilisation du coût du capital porte sur l'évaluation de l'entreprise. Si à un moment donné, elle a besoin de savoir combien elle vaut, soit parce qu'elle veut s'introduire en bourse, soit parce que les actionnaires veulent céder le contrôle de l'entreprise

à un autre entrepreneur ou à un groupe, soit pour faire une augmentation de capital avec l'entrée de nouveaux actionnaires, il va falloir faire une évaluation de l'entreprise. On doit donc recourir au coût du capital pour avoir une idée de la valeur de l'entreprise. Donc, en définitive le calcul du coût du capital sert à deux occasions, mais la plus importante concerne l'investissement. Supposons par exemple, que j'ai un taux de rentabilité minimum de 13% dans mon secteur d'activité, eh bien, il faut que je trouve des investissements qui me rapportent au moins du 13% ou plus, parce que mon capital me coûte du 13%. Peut-être que j'ai trouvé un projet que je veux absolument faire mais qui me rapporte seulement 10%. Je le ferai, mais je ne m'en sortirai que si j'ai d'autres projets à côté qui me rapportent plus que du 13%. Soit du 17, du 18, ou du 19% de sorte qu'en moyenne sur une moyenne période j'ai des actifs qui me rapportent un taux de rentabilité plus élevé que les financements qui ont été nécessaires pour pouvoir acquérir ces actifs.

Le calcul du coût du capital se fait donc uniquement quand on veut investir et lorsqu'on veut évaluer la valeur de l'entreprise.

En général, le calcul intervient dans les groupes, au plus, une à deux fois par an. Ce n'est pas tous les jours, ni tous les mois. On le calcule généralement dans les entreprises qui s'appêtent à faire des investissements à un moment donné. Ici nous sommes à l'hôtel Tiam (l'interview a lieu à l'hôtel Tiam, ndlr), j'ai vu qu'ils ont un projet d'extension. Il y a un gros investissement à faire. Ils ne vont pas décider cela en deux heures. Ils étudient, font faire des devis, des projections, des études de sensibilité et pour eux c'est important de savoir combien le capital va leur coûter pour

une simple raison. Si l'extension de l'hôtel ne leur rapporte pas plus que coûte le capital, ils vont avoir un problème. Donc le calcul se fait au moment du choix d'investissement, c'est-à-dire quand on étudie l'investissement. Dans ce cas de figure, on prêter attention à certains éléments de la conjoncture économique : arrivée massive de touristes, d'hommes d'affaires dans le pays. On étudie le dossier. On se pose des questions : Quels sont les concurrents ? Combien ça coûterait ? Est-ce qu'on doit faire 10 étages, ou 20 étages ? Combien de personnels va-t-on devoir recruter ? Quels vont être les coûts ? Est-ce qu'on fait une piscine ou pas, etc... C'est donc un ensemble de questions qu'on se pose pour calculer le coût du capital et donc à la fin on en arrive à la plus importante, c'est-à-dire, est-ce que le projet est suffisamment rentable avec l'étude sérieuse que j'ai fait, pour pouvoir couvrir le coût de l'argent que je vais mobiliser pour l'investissement ?

En somme, le principe c'est d'éviter d'investir inutilement, de faire du gaspillage ?

Oui, vous avez tout à fait raison. Le calcul du coût du capital permet d'éviter les gaspillages. Quand on réfléchit avant, quand on fait des calculs, ça évite de faire du gaspillage. Partir tête baissée dans un investissement sans faire au préalable des études, on peut être déçu à la fin avec une réalité amère : on gagne nettement moins que le coût de l'argent investi. Et on finit par regretter d'avoir fait tel investissement au lieu d'un autre. Donc, il y a un problème d'allocation ou d'affectation de ressources et d'efficacité. En général, dans une entreprise on a plutôt plus de projets que de financements disponibles. Donc il faut aussi pouvoir faire des choix éclairés. Le calcul du coût du capital va

nous aider à faire ces choix.

Pour un financier, quels sont les paramètres qu'il faut maîtriser pour éviter de se tromper lorsqu'on fait le calcul du coût du capital ?

L'élément le plus important c'est qu'il réfléchisse bien à ce qu'on appelle le risque de marché de son investissement. Le risque de marché de son investissement revient à se demander si l'activité est sensible ou pas à la conjoncture économique générale. Il y a des activités qui ne sont pas très sensibles à la conjoncture. Par exemple la vente de cigarettes ou la vente de yaourts. Pourquoi ? Parce que quand l'économie va bien ou mal, les gens ne consomment pas beaucoup plus de yaourts ou pas beaucoup moins. C'est un produit dont le coût est relativement abordable et qui est vendu à des millions d'exemplaires. Prenons un autre type de produits. Vous êtes par exemple distributeur de voitures. Quand il y a une crise économique, votre secteur d'activité est durement éprouvé. Les gens se disent, "ce n'est pas le moment d'acheter une voiture", et ceux qui ont déjà une voiture repoussent l'idée de la remplacer. Tout simplement parce que les choses ne vont pas très bien. Et quand la conjoncture économique est bonne, alors les gens disent, "j'ai de l'argent, je peux changer de voiture maintenant". Donc le secteur automobile est très sensible à la conjoncture économique. C'est donc très important de comprendre et de connaître la sensibilité conjoncturelle du secteur d'activité dans lequel on évolue. Il y a des secteurs qui atténuent les fluctuations de la conjoncture tels que l'agroalimentaire. Par contre, il y a d'autres secteurs économiques qui sont beaucoup plus risqués que la moyenne : la cimenterie, la sidérurgie, les automobiles, etc. Nous avons établi un tableau comprenant 25 secteurs d'activités avec leur indicateur de sensibilité à la conjoncture. Cet indicateur-là, il faut le comprendre parce qu'il dépend dans les entreprises de certains paramètres. Par exemple le partage entre les coûts fixes et les coûts variables. Donc en tant qu'entrepreneur ou dirigeant d'entreprise, je dois être capable, à travers mon directeur financier ou le contrôleur de gestion ou le comptable selon la taille de l'entreprise, de dire si on a beaucoup de coûts fixes ou peu. C'est quand même un indicateur de gestion très important. Une entreprise qui est correctement gérée a une idée de ses coûts fixes et de ses coûts variables.

Par définition, les coûts fixes sont fixes, au moins pendant un certain temps, ce qui veut dire que lorsque les activités baissent, il y a un risque d'être projeté dans des pertes parce que j'ai des coûts fixes que je ne peux pas réduire. C'est le point le plus important. Ce degré de sensibilité à la conjoncture, c'est ce qu'on appelle en termes techniques, le coefficient bêta. Il dépend des coûts fixes et des coûts variables, du fait que vous êtes dans un secteur cyclique ou pas, dans un secteur avec une bonne visibilité ou pas, etc... C'est sur ce point que le financier en entreprise est le plus attendu. Il doit être capable de déterminer ces coûts et de connaître leurs niveaux. Un chef d'entreprise qui ne sait pas ce qu'est son point mort, ses coûts fixes et ses coûts variables, on peut le considérer un peu comme un inconscient. Il est à l'image de quelqu'un qui conduit sur l'autoroute avec les yeux bandés. Les autres paramètres dont on aura besoin sont ceux qu'on peut récupérer aisément à partir de sources faciles d'accès comme l'internet. Il s'agit entre autres du taux auquel la république de Côte d'Ivoire s'endette, une donnée factuelle accessible.

Il y a également des paramètres liés à la situation sociopolitique du pays dans lequel on se trouve. Par exemple s'il y a une situation de crise, si le pays sort à peine de guerre ou s'il y a des velléités de troubles sociaux. On peut dire que le risque est énorme. N'est-ce pas ?

Oui en effet. C'est pourquoi, le coût du capital en Côte d'Ivoire est plus important que celui qu'on a au Maroc par exemple. Parce que les gens ont vu qu'il y avait une guerre civile (qui heureusement s'est achevée il y a cinq ans maintenant). Mais, l'histoire du monde a montré que ça peut malheureusement revenir. Et donc la Côte d'Ivoire n'est pas la Suisse qui depuis des centaines d'années vit dans la tranquillité. Donc, c'est effectivement un élément externe à l'entreprise qui a son importance. C'est d'ailleurs, ce qui explique que la république ivoirienne, emprunte à des taux relativement élevés (un peu moins de 6%) sur une longue durée, soit de 7 à 10 ans alors que dans d'autres pays comme la Suisse par exemple, le taux est de 0%. Il y a un risque effectivement perçu par les investisseurs qui est plus élevé en Côte d'Ivoire pour des raisons évidentes.

Donc le coût du capital revient cher en Côte d'Ivoire ?

Oui c'est ce que cela veut dire. Mais ça ne veut pas dire que les projets sont impossibles à financer. Parce qu'en contrepartie, il y a un taux de croissance qui est très important depuis le retour de la paix. J'ai lu que la Côte d'Ivoire est le troisième pays au monde par son taux de croissance. Certes, on part du bas parce qu'il y a eu une crise, mais c'est un pays qui émerge. Le taux de croissance est rassurant. Quand je me déplace dans le centre d'Abidjan, je me rends compte que ces chiffres ne sont pas faux parce que partout des immeubles sont en train de se construire et il y a des activités partout et dans tous les secteurs. Si la population dans son entièreté ne ressent pas cela pour le moment, c'est parce qu'il faut nécessairement du temps, du temps pour faire des investissements, du temps pour que les investisseurs comprennent que la Côte d'Ivoire ce n'est plus la guerre civile. Oui le président Ouattara et les ivoiriens ont réussi à calmer les choses. Il faut du temps et de la constance. Chez nous on dit « Rome ne s'est pas faite en un jour ». Le coût du capital est élevé en Côte d'Ivoire, mais il baisse progressivement.

En l'état actuel des choses, comment réussir donc le calcul du coût du capital en Côte d'Ivoire ?

L'élément le plus important, c'est de réfléchir à ce fameux coefficient bêta qui fait référence à la sensibilité d'une activité économique à la conjoncture économique. Ensuite, il y a deux paramètres externes qui sont le taux auquel s'endette la république de Côte d'Ivoire. On trouve cette information très facilement sur le site de la direction du Trésor de Côte d'Ivoire et le dernier élément c'est la prime de risque du marché action. Sur ce dernier point, j'ai cité une étude du cabinet Pricewaterhousecoopers (PWC) disponible sur internet et actualisée tous les ans (Africa : A closer look at value, Valuation methodology survey 2014/15). Les entrepreneurs qui s'y intéressent pourront trouver cette information gratuitement.

Dans une entreprise, qui est habilité à faire le calcul du coût du capital ?

C'est celui qui s'occupe des finances de l'entreprise. Les petites entreprises n'ont pas d'outils de gestion très sophistiqués. Donc souvent elles ne font pas ce calcul parce qu'elles font leurs investissements un peu « piffométriquement » c'est-à-dire à l'intuition, sans faire d'étude. Dans les

entreprises qui ont une certaine taille ou qui sont nettement plus structurées, il y a un directeur financier, voire un directeur du contrôle de gestion, qui est chargé, avec ses collaborateurs au sein des services financiers, de procéder au calcul de ce coût. Le calcul du coût de capital ne concerne pas les très petites entreprises ni les PME. C'est sûr qu'une entreprise de taxi possédant trois véhicules ne va pas s'intéresser à ce type de calcul. Les petites entreprises sont moins sophistiquées, le niveau d'études est moins important et d'un côté les investissements sont moins élevés. Il y a moins d'enjeu si vous voulez. L'entrepreneur qui a ses trois taxis, il en achète un quatrième. S'il constate qu'il s'est trompé, ce ne sera pas dramatique parce qu'il va revendre la voiture. Par contre ici à l'hôtel Tiam, s'ils doivent agrandir en construisant un immeuble de 20 étages par exemple et qu'ils prennent la mauvaise décision, cela va être un problème pendant des années. En somme, le coût du capital concerne les entreprises à partir de celles de taille intermédiaire. En général, lorsqu'il y a un directeur financier dans une entreprise, cela fait partie de son travail.

Vous avez formé plus de 1600 personnes grâce au programme ICCF@HEC Paris à travers la plateforme de First Finance Institute dont 150 personnes en Côte d'Ivoire. Quelles sont les principales préoccupations qu'elles vous soumettent en dehors de celle du calcul du coût du capital ?

Les apprenants ont en général le profil de personnes qui travaillent soit en banques, soit en entreprises, en cabinet d'avocat ou en cabinet comptable principalement. En fait les préoccupations qu'elles me soumettent portent sur l'élaboration d'une méthodologie en finance. Parfois certains d'entre eux ont fait de la finance et d'autres non. Ce qu'ils sont venus chercher dans cette formation c'est d'avoir des idées claires pour traiter de l'analyse financière dans l'entreprise, de comprendre à partir de l'étude des comptes de l'entreprise si elle va bien ou pas. Un peu comme un médecin vous prend le pouls pour savoir si vous allez bien. Prendre le pouls en finance c'est faire de l'analyse financière. On regarde les comptes et on se pose un certain nombre de question, et on va dans les comptes de l'entreprise pour avoir les réponses à ces questions. Et à la fin on a fait un diagnostic de l'entreprise. Ils se posent également des questions sur comment

évaluer l'entreprise parce que par exemple on s'apprête à entrer en bourse et on a besoin de savoir à quel prix on va vendre les actions, ou parce qu'on veut vendre sa société ou faire une opération de recapitalisation ou faire appel à de nouveaux actionnaires et donc on a besoin de savoir à quel prix leur vendre, etc... Ce sont des questions qui nécessitent d'être capable de faire une évaluation de l'entreprise. Dans cette formation, on apprend à faire des évaluations d'entreprises et à la fin de la période de formation, on va justement faire une évaluation concrète d'une entreprise. La formation se fait à partir de cas pratiques. On s'est ainsi intéressé à l'évaluation d'une agence immobilière sur internet (Safty), on a fait l'évaluation d'une chaîne de magasins de bricolage (MrBricolage) et puis là, dans la dernière promotion, on a fait l'évaluation d'Arcelor Mittal, le groupe de sidérurgie.

Beaucoup de cas pratiques donc ?

Oui, tout à fait. Il y a une partie pédagogique avec des vidéos dans lesquelles j'explique la méthodologie d'analyse financière ou d'évaluation avec des exemples. Et par la suite, les participants doivent individuellement ou collectivement préparer, réfléchir, faire des calculs, des évaluations par eux-mêmes. Mais on les aide parce que sur la plateforme il y a un forum à partir duquel ils peuvent échanger les connaissances et moi-même je réponds aux questions qui peuvent être posées.

Quel regard portez-vous sur les ressources humaines dans le métier des finances en Côte d'Ivoire ?

Il y a une très grande hétérogénéité avec des personnes au niveau européen ou américain et d'autres qui ont encore des progrès à faire. Mais avec le développement de l'économie, il y a besoin effectivement de faire monter la qualification des financiers et je pense que c'est pour cela que nos cours en ligne ont du succès depuis deux ans. On a quand même beaucoup de flexibilité. Les gens n'ont pas besoin de venir sur un lieu physique pour se former. Ils sont formés en ligne sur six mois. Ils vont à leur propre rythme, et les vidéos ont beaucoup d'avantages parce que vous pouvez les regarder ou les écouter à tout moment, y compris dans les embouteillages avec votre téléphone et y revenir jusqu'à ce que vous arriviez à bien maîtriser la méthodologie et les concepts pour les mettre en œuvre ■