



Erasmus Multilateral Projects - Virtual campuses
134350-LLP-1-2007-1-HU-ERASMUS-EVC
Virtual campus for SMEs in a multicultural milieu



Erasmus Multilateral Projects - Virtual campuses
Numéro de référence du projet: 134350-LLP-1-2007-1-HU-ERASMUS-EVC
Titre of the projet: Virtual campus for SMEs in a multicultural milieu ('SMEdigcamp')

Ce projet a été financé avec le soutien de la Commission européenne.
Cette publication (communication) n'engage que son auteur et la Commission n'est pas responsable de l'usage qui pourrait être fait des informations qui y sont contenues.

MATIÈRE PÉDAGOGIQUE DU MODULE
FINANCES INTERNATIONALES
FINANCEMENT ET TRÉSORERIE

Chef de quadrangle:
József PUCSEK (HU)
Membres de quadrangle:
Marie PEREZ (FR-UPX)
Jay MITRA (UK)
Michael SCHLEICHER (DE)
Isabelle Klein (FR-ESCEM)
Erwan Le Saout (FR-ESCEM)

TABLE DES MATIÈRES

I. FINANCES INTERNATIONALES.....	5
A) SPÉCIFICATION DU MODULE.....	5
B) CONTENU INDICATIF.....	7
CHAPITRE 1 : LA GLOBALISATION ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL.....	7
1.1. Introduction.....	7
1.2. La globalisation financière.....	7
1.3. Les mouvements internationaux des capitaux.....	9
1.4. Les crises financières.....	9
1.5. L'hypothèse d'efficacité des marchés et les spéculations.....	10
1.6. La régulation des marchés financiers.....	11
1.7. Exercices.....	11
CHAPITRE 2 : LE MARCHÉ DES CHANGES.....	12
2.1. Introduction.....	12
2.2. Le marché des changes au comptant et à terme.....	13
2.3. Les marchés dérivés des changes et les opérations sur le marché des changes.....	15
2.3.1. Swap de devises (cross currency swap)	15
2.3.2. Options de change	15
2.3.3. FRA's	16
2.3.4. Swap de taux	17
2.3.5. Options de taux	17
2.4. Exercices.....	18
CHAPITRE 3 : LES DÉTERMINANTS DU TAUX DE CHANGE.....	19
3.1. Introduction.....	19
3.2. L'équilibre du marché des changes et la balance des paiements.....	19
3.3. Le contrôle des changes.....	20
3.4. Les déterminants fondamentaux des taux de change.....	21
3.4.1. Théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)	21
3.4.2. La théorie de la parité des taux d'intérêt (TPI)	22
3.4.3. La théorie de la balance des paiements	22
3.5. La prévision du taux de change.....	23
3.5.1. L'analyse technique	23
3.5.2. Analyse fondamentale	23
3.6. Exercices.....	24
CHAPITRE 4 : LA GESTION DES RISQUES INTERNATIONAUX.....	25
4.1. Introduction.....	25
4.2. Risques de change.....	25
4.2.1. La notion des risques de change	25
4.2.2. Instruments de couverture du risque de change	26
4.3. Risque de taux d'intérêt.....	27
4.3.1. La notion du risque de taux d'intérêt	27
4.3.2. Instruments de couverture des risques de taux	27
4.4. Le risque de crédit.....	28

4.5. Exercices.....	29
CHAPITRE 5 : LA GESTION FINANCIERE INTERNATIONALE DE L'ENTREPRISE.	30
5.1. Introduction.....	30
5.2. Les garanties bancaires et les moyens de paiement internationaux.....	30
5.2.1. Les garanties bancaires	30
5.2.2. Les moyens de paiement internationaux	31
5.3. Le financement des exportations.....	34
5.3.1. Financement à court terme	34
5.3.2. Financement à moyen et long terme	35
5.4. Le financement des investissements à l'étranger et le financement de projet.....	36
5.5. Introduction en bourse.....	36
5.6. Exercices.....	37
II. FINANCEMENT ET TRESORERIE.....	38
A) SPÉCIFICATION DU MODULE.....	38
B) CONTENU INDICATIF.....	40
CHAPITRE 1 : LA LECTURE FINANCIERE DES COMPTES PUBLIES.....	40
1.1. Introduction.....	40
1.2. La lecture du bilan.....	40
1.2.1. La structure financière du passif	41
1.2.2. La structure financière de l'actif	42
1.3. Le compte de résultat et les soldes intermédiaires de gestion.....	43
1.4. La consolidation des comptes.....	44
1.5. Le tableau des flux.....	44
1.5.1. Le tableau de financement	44
1.5.2. Le tableau des flux de trésorerie	45
1.6. Exercices.....	45
CHAPITRE 2 : LE TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE (IAS/IFRS).....	46
2.1. Introduction.....	46
2.2. Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles.....	46
2.3. Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement.....	48
2.4. Flux de trésorerie liés aux activités de financement.....	49
2.5. Analyse du tableau des flux de trésorerie.....	49
2.6. Exercices.....	50
CHAPITRE 3 : LA DECISION DE FINANCEMENT.....	51
3.1. Introduction.....	51
3.2. Le financement propre et financement externe.....	51
3.3. L'effet de levier.....	53
3.4. La thèse de F. Modigliani et M. Miller.....	53
3.5. L'endettement financier à long terme.....	55
3.5.1. L'emprunt bancaire à long terme	55
3.5.2. L'emprunt obligataire	55
3.5.3. Le crédit-bail	55
3.6. L'endettement financier à court terme.....	55
3.6.1. Les crédits à court terme	56

3.6.2. Autres méthodes de court terme	56
3.7. La gestion de trésorerie.....	57
3.8. Exercices.....	57
CHAPITRE 4 : LA DECISION D'INVESTISSEMENT.....	58
4.1. Introduction.....	58
4.2. Les hypothèses.....	58
4.2.1. Le cash flow net (flux de trésoreries nets d'impôt)	59
4.2.2. Le taux d'actualisation	59
4.3. Les critères de choix d'investissement en avenir certain.....	60
4.3.1. La valeur actuelle nette	60
4.3.2. Le taux de rentabilité interne	61
4.3.3. Autres méthodes classiques	61
4.3.3.1. Indice de profitabilité (profitability value index)	61
4.3.3.2. Délai de récupération	63
4.3.4. Limites des méthodes classiques	63
4.4. La décision d'investissement en avenir incertain.....	63
4.5. Exercices.....	64
CHAPITRE 5 : LA VALEUR DE L'ENTREPRISE.....	65
5.1. Introduction.....	65
5.2. Le coût des capitaux propres.....	65
5.3. Le coût de l'endettement.....	66
5.4. Le coût moyen pondéré du capital (WACC – Weighted Average Cost of Capital).....	67
5.5. Exercices.....	67
C) SPÉCIFICITÉS NATIONALES.....	68
1. ALLEMAGNE.....	68
2. FRANCE.....	70
3. GRANDE-BRETAGNE.....	73
4. HONGRIE.....	75

I. FINANCES INTERNATIONALES

A) SPÉCIFICATION DU MODULE

OBJECTIFS PÉDAGOGIQUES DU MODULE

- Acquérir une bonne connaissance du fonctionnement du système monétaire international
- Faire comprendre le fonctionnement du marché des changes et les opérations sur le marché des changes
- Faire connaître les différents types de risques et les instruments de couverture
- Faire comprendre et maîtriser les moyens fondamentaux de la gestion financière internationale des entreprises

CHAPITRE 1.

LA GLOBALISATION ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Le chapitre a pour l'objectif de décrire le processus de la globalisation financière et de montrer ses conséquences positives et négatives. Dans ce chapitre seront discutées aussi les crises monétaires et financières avec les facteurs explicatifs de ces crises. L'ambition de ce premier chapitre est de permettre la connaissance des marchés financiers internationaux.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. La globalisation financière
3. Les mouvements internationaux des capitaux
4. Les crises financières
5. L'hypothèse d'efficacité des marchés et les spéculations
6. La régulation des marchés financiers
7. Exercices

CHAPITRE 2.

LE MARCHÉ DES CHANGES

Ce deuxième chapitre s'articule en deux parties principales, la première consacrée à la présentation des marchés des changes, la seconde à celle des opérations sur le marché des changes.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Le marché des changes au comptant et à terme
3. Les marchés dérivés de change et les opérations sur le marché des changes
4. Exercices

CHAPITRE 3.

LES DÉTERMINANTS DU TAUX DE CHANGE

L'objectif principal de ce chapitre est d'expliquer la variation du taux de change. Ainsi on présentera les déterminants fondamentaux du taux de change comme le solde de la balance des paiements, le solde de la balance des transactions courantes, la parité des pouvoirs d'achat et le rôle des taux d'intérêt. Dans ce chapitre seront discutés les autres déterminants du taux de change: la théorie du portefeuille, la théorie de la surréaction des taux de change, la théorie de la « bulle spéculative »

Plan du chapitre

1. Introduction
2. L'équilibre du marché des changes et la balance des paiements
3. Le contrôle des changes
4. Les déterminants fondamentaux des taux de change
5. La prévision du taux de change
6. Exercices

CHAPITRE 4. LA GESTION DES RISQUES INTERNATIONAUX

L'ambition primordiale de ce chapitre est de présenter les risques liés aux marchés financiers internationaux. Ainsi on discutera le risque de change lié à la notion de « position », le risque de taux lié à la hausse ou la baisse des taux et les autres risques. Le chapitre a pour but aussi de connaître et maîtriser les outils de couverture de ces risques.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Risque de change
3. Risque de taux d'intérêt
4. Le risque de crédit
5. Exercices

CHAPITRE 5. LA GESTION FINANCIERE INTERNATIONALE DE L'ENTREPRISE

Ce chapitre s'attachera à donner une vision synthétique sur les éléments les plus importants de la gestion des entreprises dans le domaine des finances internationales. Une attention particulière sera accordée aux risques liés aux activités internationales de l'entreprise (exportation, importations, financement etc.) ainsi qu'à leur couverture.

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Les garanties bancaires et les moyens de paiement internationaux
3. Le financement des exportations
4. Le financement des investissements à l'étranger et le financement de projet
5. Introduction en bourse
6. Exercices

Bibliographie (différente par pays du quadrangle)

B) CONTENU INDICATIF

CHAPITRE 1 : LA GLOBALISATION ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Le chapitre a pour l'objectif de décrire le processus de la globalisation financière et de montrer ses conséquences positives et négatives. Dans ce chapitre seront discutées aussi les crises monétaires et financières avec les facteurs explicatifs de ces crises. L'ambition de ce premier chapitre est de permettre la connaissance des marchés financiers internationaux.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. La globalisation financière
3. Les mouvements internationaux des capitaux
4. Les crises financières
5. L'hypothèse d'efficacité des marchés et les spéculations
6. La régulation des marchés financiers
7. Exercices

1.1. Introduction

Les nations ont toujours entretenu et développé entre elles des relations économiques. La théorie du commerce international au cours des siècles (à partir de l'école des mercantilistes du XVI^e jusqu'à nos jours) a évolué d'une approche protectionniste vers le libre-échange selon les règles des avantages comparatifs.

Bien évidemment aux échanges de biens, de services et des facteurs de production correspondent des flux monétaires. Conséquemment, les pays sont aussi bien interdépendants sur le marché des biens que sur le marché monétaire.

Les relations économiques internationales présentent alors un double aspect réel (biens, services, facteurs) et monétaire (système de paiement, de choix de devises).

Cette dernière composante du commerce constitue ce qu'on appelle **la finance internationale**.

1.2. La globalisation financière

Qu'entend-on par globalisation financière ? L'issue d'un processus dynamique qui va transformer radicalement les règles du système financier international.

On peut dire qu'il démarre au début des années 70 et trouve son aboutissement au début des années 90. Ce processus va transformer un système international caractérisé par des règles précises édictées et contrôlées par les Etats les plus puissants de la planète en un système dont la caractéristique principale est l'absence de règles – on parle de dérégulation financière – et

dans lequel les Etats n'ont plus aucun pouvoir de contrôle. Ils subissent et/ou deviennent acteurs de ce système au même titre que nombre d'acteurs privés.

Quelles sont ces règles ?

- **le taux de change** entre les monnaies est fixe. (Au lendemain de la deuxième guerre mondiale le dollar américain devient la devise clé. Elle est la seule à pouvoir être convertie en or ; le prix de l'once d'or est ainsi fixé à 35 dollars. Toutes les autres monnaies sont convertibles en dollar sur la base d'un taux de change fixe. Ce sont les banques centrales des pays membres de cet accord qui sont garantes du respect des taux de change.)
- **les intermédiaires financiers** qui opèrent la transaction entre les emprunteurs et les prêteurs (Cette fonction est réservée aux banques.)
- **les conditions dans lesquelles s'opèrent les transactions financières**. La plupart des institutions bancaires et financières sont sous le contrôle de l'Etat. Le crédit est encadré et les taux d'intérêt « administrés ».
- **le marché des capitaux**. est « compartimenté ». Chaque compartiment [court terme, long terme, comptant, à terme, etc] n'est accessible qu'aux banques correspondantes et les compartiments sont étanches. On parlait de « cloisonnement ». Cette organisation ne permettait pas une confrontation globale de l'offre et de la demande de capitaux.
- les **mouvements de capitaux** sont strictement contrôlés. On peut comprendre que dans un système où les taux de change sont fixes, les taux d'intérêt aussi et dans lequel les balances des paiements se doivent d'être rigoureusement équilibrées – c'est d'ailleurs la fonction du FMI que d'y veiller – les mouvements internationaux de capitaux doivent eux aussi être strictement contrôlés.

La disparition progressive de ces règles entre 1971 et 1990 a produit les conditions de la globalisation financière.

La globalisation financière est alors la mise en place d'un marché unifié de l'argent au niveau planétaire.

Le processus de la globalisation est fondé sur la règle des trois « D » : désintermédiation, décloisonnement, déréglementation.

Les conséquences de la globalisation financière :

Les effets positifs de la globalisation financière :

- un financement à moindre coût
- une meilleure allocation des ressources
- le financement de la croissance mondiale

Les effets négatifs de la globalisation financière :

- la perte d'autonomie des économies nationales
- volatilités des taux de change
- le risque systémique

1.3. Les mouvements internationaux des capitaux

Les formes les plus fréquentes des flux internationaux des capitaux sont :

- les investissements directs dans le but de contrôler des entreprises (achat, prise de participation dans une société étrangère)
- les investissements de portefeuille dans un but de placement (actions, obligations)
- les autres investissements (crédits commerciaux lors des exportations ou importations, + prêts, crédits à long terme autres que commerciaux)

L'investissement direct à l'étranger résulte le renoncement aux alternatives :

- exporter le bien
- octroyer une licence de production à un producteur étranger (octroyer un prêt aux producteurs étrangers)

En même temps il a des avantages importants :

- localisation : prix des facteurs (lié aux dotations factorielles) et coût de transport plus faibles
- internalisation : permet un meilleur contrôle des transferts technologiques + évite la complexité de sous-traitance (concurrence imparfaite, information asymétrique, incertitudes)

1.4. Les crises financières

Une crise monétaire et financière est une crise qui touche à la fois le marché des changes et les marchés boursiers.

La **crise monétaire** est une crise qui touche la monnaie d'un pays ou d'un ensemble de pays. Le taux de change de cette monnaie connaît alors de forte variation par rapport aux autres devises.

La **crise financière** est une crise qui touche les marchés boursiers et les marchés de crédit d'un pays ou d'un groupe de pays.

Une crise financière trouve son origine dans l'occurrence d'une des catégories de risques gérés par les acteurs d'un marché :

- risques de marché (risque de taux et risque de change)
- risques de crédit (liés à la fiabilité d'une contrepartie, voire d'un pays entier)
- risque de liquidité

Ces risques ne sont en eux-même pas exceptionnels, mais lorsque la manifestation l'un d'eux entraîne un effet systémique, divers phénomènes de crise financière peuvent se manifester, comme par exemple :

- un resserrement du crédit (crédit crunch)
- une fuite vers la qualité (flight to quality)
- une course à la liquidité (flight to liquidity)
- une crise monétaire

- une crise de liquidités (liquidity squeeze)

Les crises monétaires et financière ont alors de multiples facteurs explicatifs :

- les marchés financiers eux-même (crises endogènes)
- origine extérieure aux marchés (crises exogènes)

1.5. L'hypothèse d'efficacité des marchés et les spéculations

L'efficacité des marchés boursiers est un thème qui a été abondamment traité dans la littérature financière. Ainsi la théorie des marchés financiers est née au début des années soixante avec les travaux des pionniers de la finance moderne.

La théorie des marchés efficients est née avec finance moderne dans les années 60 et définit l'efficacité comme l'aptitude générale d'un organe à réaliser ses fonctions. Un marché est donc efficient si les prix qui s'y forment sont des signaux fiables pour prendre des décisions d'investissement : l'achat, la vente, ou le maintien. L'information devient une variable essentielle dans cette hypothèse.

En général on constate qu'un marché est efficace ou plutôt **efficient** s'il réalise

- une allocation optimale des ressources
- une adéquation offre/demande de capitaux au coût le plus faible.

D'après une autre approche le marché efficient est le marché reflétant toute l'information pertinente disponible.

La théorie précise qu'il existe trois types de marchés efficients qui sont fonction du type d'informations disponibles :

- L'hypothèse de marché efficient en forme faible, suppose que **les prix reflètent toute l'information contenue dans la série historique des prix.**
- L'hypothèse de marché efficient en forme semi-forte, établit que **les prix reflètent toute l'information publique disponible.**
- L'hypothèse de marché efficient en forme forte, établit quant à elle que **toute l'information connue, publique et privée, est reflétée dans les prix des titres.**

L'efficacité est dite **allocationnelle** lorsque le marché est capable d'allouer les fonds vers les emplois les plus productifs et contribue de cette manière à un développement satisfaisant de l'économie. Il est donc impossible d'accroître la richesse d'un individu sans diminuer celle d'un autre. On retrouve la notion d'équilibre général dans un marché de concurrence pure et parfaite. Toutefois, cette version n'étant pas testable, les chercheurs ont dû recourir à d'autres définitions pour en permettre le test, ce qui a donné naissance à deux autres formes de l'efficacité.

L'efficacité est dite **opérationnelle** si les intermédiaires financiers recherchent toutes les convergences possibles entre les offreurs et les demandeurs de capitaux. Cette mise en relation doit s'effectuer à moindre coût mais les intermédiaires doivent pouvoir bénéficier d'une rémunération. On envisage ici surtout les notions de liquidité et d'atomicité sur un marché.

Enfin, l'efficience **informationnelle** est l'efficience pour laquelle, l'ensemble des informations disponibles relatives à un titre est reflété dans le prix de cet actif au moment même où cette information est rendue publique. L'efficience informationnelle demeure le garant (théorique) de l'égalité de traitement des investisseurs et du désintéressement des opérations d'initié. Il est supposé, mais non démontré, que l'efficience informationnelle est une condition nécessaire de l'efficience allocationnelle des marchés.

C'est à cette dernière forme de l'efficience que nous allons nous intéresser. Toutefois s'intéresser à l'efficience conduit souvent à l'analyse des imperfections de marché, des anomalies informationnelles, souvent attribuées au comportement peu rationnel des acteurs, aux particularités relevant de la microstructure... L'inefficience des marchés financiers semble être la situation la plus favorable pour les opérateurs en leur offrant des opportunités de gain plus importants. Mais les intervenants sur le marché, quelque soit leur nature, n'y ont pas intérêt car l'inefficience totale des marchés entraînerait le chaos économique et peut-être la disparition des marchés eux-mêmes.

La spéculation financière consiste en l'achat ou la vente de titres financiers (titres de créances, actions, produits dérivés) sur un marché organisé du type de la Bourse ou à l'amiable dans l'espoir d'en tirer profit grâce à l'évolution future des cours, tout en acceptant que l'on perde au final. Le spéculateur joue donc avec le décalage temporel qu'introduisent certaines transactions afin d'en dégager un profit et ce en fonction de ses vues de l'avenir, c'est-à-dire de ses anticipations.

1.6. La régulation des marchés financiers

1.7. Exercices

CHAPITRE 2 : LE MARCHÉ DES CHANGES

Ce deuxième chapitre s'articule en deux parties principales, la première consacrée à la présentation des marchés des changes, la seconde à celle des opérations sur le marché des changes.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Le marché des changes au comptant et à terme
3. Les marchés dérivés de change et les opérations sur le marché des changes
4. Exercices

2.1. Introduction

Plus que tout autres, les flux financiers sont depuis trente ans particulièrement affectés par le processus de mondialisation des économies. L'abandon des contrôles des changes et de la plupart des contraintes qui pesaient sur les marchés de capitaux, le renforcement de la concurrence ont radicalement transformé la gestion des risques et des financements internationaux.

Cela explique le rôle important dans ce module des connaissances concernant le marché des changes.

Les marchés financiers sont les lieux où se matérialisent l'offre et la demande de capitaux ou de produits dérivés. Les instruments financiers sont les supports négociables qui permettent les échanges sur ces marchés.

Chacun fait l'objet d'un marché spécifique:

- **le marché monétaire**, où se négocient les instruments d'emprunt et de placement à court terme, bons du trésor, billets de trésorerie etc.
- **le marché des capitaux**, où s'échangent les moyens de financement à long et moyen terme: obligations et actions,
- **le marché des changes**, où se négocient les devises,
- **le marché des produits dérivés**, où se négocient des instruments permettant couvrir les risques sur les différents marchés: risque de change, risque sur évolution des taux d'intérêt, risques sur l'évolution des cours des actions.

Sur le marché des changes, rythmé par les fluctuations de l'économie mondiale s'échangent quotidiennement les devises internationales.

Le marché des changes est essentiellement un réseau interbancaire, aux ramifications multiples et très internationalisées. À la différence des autres marchés financiers, il n'existe pas d'autorité organisatrice : le marché des changes fonctionne en continu.

Une opération de change consiste à acheter une monnaie en la payant avec une autre monnaie. Le taux de change est un rapport entre deux monnaies. Il exprime le nombre d'unités d'une monnaie que peut acheter une unité d'une autre monnaie.

Une **devise** est une monnaie dans son rapport aux autres monnaies. Une devise est **pleinement convertible** s'il est possible de l'échanger sans restrictions contre une autre devise pleinement convertible.

2.2. *Le marché des changes au comptant et à terme*

Le **marché au comptant (spot)** est celui de la livraison et du règlement immédiats des devises. En d'autres termes, si vous voulez acheter une devise aujourd'hui pour en prendre livraison à ce jour, au prix du jour; vous l'achetez sur le marché au comptant.

Le taux de change au comptant est très sensible aux changements de conjoncture économique. Tout simplement parce qu'il s'agit de la première étape des flux internationaux - et une transaction au comptant peut être conclue en quelques secondes.

Les marchés au comptant des devises les plus importantes sont les marchés les plus liquides et les cours peuvent changer des milliers de fois en une journée à mesure que de nouveaux ordres d'achat ou de vente sont passés.

La date de valeur au comptant

Sur le marché au comptant, le cours de change est fixé à la date de la transaction (la date « effective »), l'échange effectif se faisant le plus tôt possible.

La date standard pour un règlement « immédiat » est de **deux jours** après la conclusion de la transaction (T+2). On l'appelle **la date de valeur au comptant**. La seule exception à cette convention concerne les transactions entre l'USD et le CAD dont la date de valeur au comptant est d'un jour (T+1).

Ceci réduit les risques de règlement et donne assez de temps pour confirmer les détails d'une transaction et pour que les contreparties puissent échanger les instructions de règlement.

Par exemple, on dit qu'une transaction au comptant standard faite le 13 juin a **pour valeur** le 15 juin; à moins que l'une des deux places financières soit en vacances le 14 ou le 15 juin, auquel cas la date de valeur sera le 16 juin. De même, les week-ends prolongent la date de valeur au comptant.

Si une transaction standard au comptant n'est toujours pas réglée le deuxième jour ouvrable après la conclusion de l'affaire, les intérêts vont commencer à s'accumuler à la charge de la partie qui a manqué à son obligation de livraison.

Avec le développement des systèmes de règlement intra-jour (systèmes de règlement brut en temps réel - RTGS) dans les années 1990, on peut également réaliser des transactions qui vont être réglées le lendemain (*valeur demain*), voire le jour même (*valeur aujourd'hui*).

Le marché au comptant est essentiellement un marché :

- **interbancaire** (les banques sont les principaux acteurs)
- **continu** (les devises librement convertibles sont cotées tous les jours ouvrés, 24/24 h,
- **de gré à gré** (les deux intermédiaire négocient librement les cours de change ainsi que le montant des transactions)

Ces hypothèses nécessitent que le marché au comptant soit liquide et transparent.

La cotation se fait sous la forme de deux prix : un cours d'achat et un cours de vente. Ainsi, si le cours EUR/USD annoncé à Paris est de 1,5810/1,5820, il faut comprendre que le coteur propose d'acheter un euro contre 1,5810 USD et de le vendre contre 1,5820 USD. L'écart entre les deux cours est le *spread* (ici de 10 point). Le spread exprimé (dans notre exemple 10 point) est habituellement assez serré du fait de la concurrence. Le spread peut toutefois s'élargir dans les périodes de tension ou de forte incertitude sur le marché des changes. Le marché des changes à terme est le lieu de la réalisation des **opérations de change à terme (forward)**.

Ces opérations se distinguent des opérations de change au comptant en ce que **l'échange des monnaies s'effectue à une date ultérieure définie, alors que les conditions de l'échange sont fixées** au moment de la conclusion de la transaction.

Les échéances peuvent aller de quelques jours à plus d'un an.

L'échéance standard est 30 jours, 60 jours, 90 jours, 180 jours et un an.

Parmi les opérations sur le marché des changes à terme il faut distinguer deux types d'opérations:

- opération « **à terme sec** » (**outright forward**), qui est une opération de change à terme pour garantir le cours. Des devises pour livraison ultérieure sont achetées ou vendues à terme sans qu'il y ait simultanément de contre-opération au comptant
- opération de change caractérisée par l'achat au comptant d'une monnaie étrangère et sa vente simultanée à terme (ou inversement), généralement exécutée pour obtenir une garantie de change. On parlera ici de **swap devises**.

Les étapes sont donc classiques :

1. **échange du capital** : les 2 contreparties échangent les montants nominaux de leur dette respective. Cette opération est généralement réalisée au cours spot du moment. **Il s'agit d'une opération de change au comptant.**
2. **remboursement du capital** : à l'échéance, chacun remboursera à l'autre le montant du capital intérêts inclus. Ceci équivaut également à une opération de change dont le cours induit est le cours à terme de l'opération.

Les flux montrent bien, qu'il s'agit en réalité d'une opération de trésorerie avec versement du capital en date spot et remboursement du capital et des intérêts à l'échéance.

En général la valeur du taux de change à terme diffère de la valeur du taux de change au comptant.

Une devise cote :

- un **report (premium)** lorsque son cours à terme est supérieur à son cours au comptant
- un **déport (discount)** lorsque son cours à terme est inférieur à son cours au comptant

Le dénouement des opérations à terme (les opérations à terme offrent une certaine souplesse) :

- annulation d'une opération à terme
- la prorogation d'un contrat à terme
- les opérations à terme à dates optionnelles
- les opérations à terme avec intéressement.

2.3. Les marchés dérivés des changes et les opérations sur le marché des changes

Un produit dérivé est un contrat dont la valeur est « dérivée » du prix d'autre chose, en général des « investissements au comptant », tels qu'actions, obligations, instruments monétaires ou matières premières.

Comme on a vu déjà on peut distinguer 2 activités sur les marchés des changes :

- **Le marché des changes « traditionnel »** : comptant, change à terme (terme sec) et swaps de change.
- **Les produits dérivés de change et de taux négociés de gré à gré** : swap de devises, options de change, FRA's, swaps de taux, options de taux.

2.3.1. Swap de devises (cross currency swap)

Cette forme de swap consiste à échanger une dette libellée dans une devise contre une dette libellée dans une autre devise en changeant éventuellement sa nature. Achat comptant et vente simultanée à terme (ou inversement) d'une monnaie étrangère en vue d'obtenir une garantie de change.

Avantages

- Souplesse et liquidité : les montants et les dates peuvent être accordés à la transaction commerciale, ce qui permet de ne laisser aucun risque résiduel.
- Permet d'optimiser la gestion d'une trésorerie globale multidevises. Peut être une solution rentable si vous avez des comptes clients et des comptes fournisseurs à régler dans une même devise, mais à des dates différentes.

Exemple : Vous importez vos matières premières des États-Unis, grâce à un prêt en euro, et vous y exportez vos produits finis. Vous pouvez vendre immédiatement à votre caisse les euros empruntés et obtenir ainsi des devises américaines pour payer vos fournisseurs de matières premières. Simultanément, vous effectuez un achat à terme d'euros (pour vendre vos dollars américains résultant de vos ventes aux États-Unis) correspondant à la valeur de votre prêt à sa date d'échéance. Vous disposez ainsi d'euros et vous vous prémunissez contre le risque de change.

2.3.2. Options de change

Une option (call ou put) est un contrat conférant à son acquéreur, le droit mais non l'obligation, d'acheter (ou de vendre) une certaine quantité de sous-jacent à un cours et une date fixés à l'avance, moyennant le paiement d'une prime.

- **Option d'achat « call » et option de vente « put » :** Le droit d'acheter une devise X s'appelle un « call X ». Le droit de vendre une devise Y s'appelle un « put Y ». Comme l'achat ou la vente d'une devise X suppose une contrepartie dans une devise Y, une option d'achat (de vente) d'une devise X est en même temps une option de vente (d'achat) d'une devise Y.
- **Option européenne et option américaine :** dans le cas d'une option européenne, l'exercice de l'option ne peut se faire qu'à l'échéance, tandis que dans le cas d'une option américaine, l'option peut être exercée pendant toute la durée de vie du contrat jusqu'à son échéance. Toutes autres choses restant égales, la prime d'une option américaine sera plus élevée que la prime d'une option européenne.

L'exportateur, en se couvrant par l'achat d'une option d'achat, s'assure un coût minimal de la devise, mais peut bénéficier d'une hausse éventuelle de la devise.

2.3.3. FRA's

Un *Forward Rate Agreement*, ou *FRA* (Accord de Taux Futurs) est un produit dérivé utilisé sur le marché monétaire.

Le FRA est un instrument de **garanti de taux**.

Il s'agit d'un contrat forward, négocié de gré à gré entre deux contreparties et dont l'objectif est la fixation dès aujourd'hui d'un taux de référence, calculé et publié par une tierce partie, qui ne sera connu qu'à une date future.

Ne sera échangée que la différence d'intérêt entre le taux du contrat et le taux de marché (généralement un taux de référence standard tel que le Libor, L'Euribor, etc.) Le montant du contrat n'est qu'un montant notionnel destiné uniquement aux calculs.

Plus en détail (source www.cambist.info - FRA's)

Le FRA's comporte 2 périodes :

1. **Une période d'attente.** Pendant cette période, il ne se passe rien. L'une ou l'autre des contreparties a toute latitude pour déboucler ou non son opération par quelque arbitrage que ce soit.
2. **Une période garantie.** C'est sur cette période que porte la garantie de taux. Au départ de cette période, on comparera le taux garanti avec son équivalent (en termes de période) sur le marché. La différence sera réglée d'avance (donc actualisée) par l'une des contreparties. Le taux d'un FRA est donc bien un taux **In Fine**, ce qui simplifie les comparaisons et calculs par rapport au taux de dépôt classiques.

Le différentiel d'intérêt sera actualisé (car payé d'avance) sur la période.

- Si le taux du FRA est **supérieur** au taux du marché, le différentiel sera **payé par l'acheteur**.
- Si le taux du FRA est **inférieur** au taux du marché, le différentiel sera **payé par le vendeur**.

C'est ici que se matérialise la **garantie de taux**.

Bien entendu, en cas de baisse des taux, le différentiel jouerait en notre défaveur car c'est nous qui devrions le régler.

2.3.4. Swap de taux

Un swap de taux est un contrat de gré à gré qui permet d'échanger un taux fixe contre un taux variable. En fait les 2 contreparties A et B simulent 2 opérations:

- L'une où A prête à B le montant nominal du swap à un taux fixe
- L'autre où B prête à A le montant nominal du swap à un taux variable, indexé sur un taux de marché

L'opération de prêt-emprunt sous-jacente n'a en fait pas lieu. A chaque échéance de taux (fixe ou variable), les 2 contreparties paient ou reçoivent simplement les intérêts calculés en fonction du sens du contrat:

- Le prêteur du fixe A, emprunteur du variable, paie à B des intérêts recalculés à chaque échéance en fonction d'un taux de référence choisi à la négociation du contrat (par exemple EURIBOR 3 mois)
- Le prêteur du variable B, emprunteur du fixe, paie à A des intérêts fixes sur une périodicité définie à l'avance

Ce type d'opération permet de se couvrir contre les fluctuations des taux. Par exemple une société anticipant une baisse des taux peut transformer un endettement à taux fixe en un endettement à taux variable: il lui suffit de trouver une contrepartie acceptant de lui payer le taux fixe en échange du taux variable. Comme par ailleurs la société paie le taux fixe à son créancier, tout se passe dès lors comme si elle avait emprunté à taux variable.

2.3.5. Options de taux

Une option sur taux (Interest Rate Option) donne le droit à l'acheteur d'emprunter un montant déterminé (Cap) ou d'en prêter un (Floor) à un taux d'intérêt fixé (taux d'intérêt d'exercice) pour une durée spécifique.

Cap

Un Cap est une option de type option d'achat sur un taux d'intérêt taillé sur mesure. L'acheteur d'un Cap détermine au préalable le taux qu'il souhaite payer au maximum pour son emprunt; le vendeur s'engage à payer à l'acheteur du Cap la différence de taux s'il dépasse le niveau convenu. Un cap donne donc à l'acheteur la certitude de pouvoir emprunter à un taux d'intérêt maximal pendant la période déterminée au moment de l'achat.

Floor

Un Floor est l'inverse d'un Cap et a trait au prêteur. L'acheteur de Floor détermine au préalable le taux qu'il souhaite recevoir au minimum pour son placement en échange d'une prime. Il recevra la différence de taux de l'acheteur si le taux baisse sous le niveau convenu. Un floor donne donc à l'acheteur la certitude de pouvoir prêter à un taux d'intérêt minimal pendant la période fixée au moment de l'achat.

Collar

Un Collar est une combinaison d'un achat de Cap et d'une vente de Floor ou l'inverse.

Un acheteur (vendeur) d'un Collar achète (vend) un Cap à un taux d'intérêt déterminé et vend (achète) un Floor pour un prix d'exercice inférieur. Les deux taux d'intérêt déterminent le maximum et le minimum du prêt et de l'emprunt.

2.4. Exercices

CHAPITRE 3 : LES DÉTERMINANTS DU TAUX DE CHANGE

L'objectif principal de ce chapitre est d'expliquer la variation du taux de change. Ainsi on présentera les déterminants fondamentaux du taux de change comme le solde de la balance des paiements, le solde de la balance des transactions courantes, la parité des pouvoirs d'achat et le rôle des taux d'intérêt. Dans ce chapitre seront discutés les autres déterminants du taux de change: la théorie du portefeuille, la théorie de la surréaction des taux de change, la théorie de la « bulle spéculative »

Plan du chapitre

1. Introduction
2. L'équilibre du marché des changes et la balance des paiements
3. Le contrôle des changes
4. Les déterminants fondamentaux des taux de change
5. La prévision du taux de change
6. Exercices

3.1. Introduction

Les devises contemporaines connaissent incessantes fluctuations de cours. Ces fluctuations sont les résultats d'anticipations complexes de la part des cambistes (les cambistes doivent en particulier anticiper sur les anticipations des autres cambistes).

Divers facteurs concourent aux fluctuations de la parité :

- la balance des paiements
- les perspectives de croissance
- les taux d'intérêt à court terme etc.

Pour une entreprise, analyser des investissements à l'étranger sans tenter de comprendre l'évolution des cours des devises apparaît difficile. De plus, tenter de prévoir l'évolution future des cours des devises permet aussi de mieux appréhender l'état des économies des pays où l'entreprise opère.

3.2. L'équilibre du marché des changes et la balance des paiements

La balance des paiements est la présentation comptable de toutes les transactions économiques effectuées au cours d'une période donnée entre un pays et le reste du monde. Cette balance est établie selon le système traditionnel de la comptabilité en partie double. Le principe économique sous-jacent est que la balance résume les contreparties financières des transactions en biens, services et actifs financiers qui prennent place entre les résidents des différentes régions.

Ainsi, d'un côté (le crédit ou le débit), on a la raison de chaque transaction tandis que de l'autre (débit ou crédit), on a la contrepartie financière.

Ainsi, tout enregistrement au crédit se traduit par une demande de monnaie nationale par les détenteurs d'autres monnaies (devises) alors que tout enregistrement au débit se traduit par une demande de devises par les détenteurs de monnaie nationale.

La balance des paiements se compose de la **balance courante** et de la **balance des capitaux**.

D'après une approche plus détaillée, la balance des paiements se décompose en quatre comptes : le **compte de transactions courantes**, le **compte de capital**, le **compte financier** et le **compte dit d'erreurs et omissions**.

En régime de changes flottants la balance des paiements est censée être plus ou moins automatiquement équilibré par les variations des changes. Donc tout déséquilibre du marché de la monnaie va se traduire non pas par un déséquilibre de la balance extérieure, mais par une variation de taux de change.

3.3. Le contrôle des changes

Le contrôle des changes sont les mesures prises par un gouvernement pour réglementer l'achat et la vente de monnaies étrangères par ses ressortissants. C'est à la suite des grands déséquilibres économiques et financiers provoqués par la Première Guerre mondiale que de nombreux États ont été amenés à limiter, voire à supprimer, la liberté des transactions en monnaies étrangères. Ces restrictions répondent à plusieurs buts.

Le contrôle des changes s'exerce par plusieurs procédés :

- interdiction ou limitation de tout achat de monnaie étrangère qui n'est pas justifié par le règlement d'une importation autorisée ;
- présentation à l'autorité compétente des documents établissant la réalité de l'importation ; après vérification, l'importateur effectue le règlement dans sa propre monnaie, et obligatoirement dans une banque qui assurera ensuite le transfert au vendeur étranger ;
- obligation pour l'exportateur, ou pour le créancier de tous autres revenus provenant de l'étranger, de « rapatrier » les fonds, c'est-à-dire de les faire verser à une banque qui le réglera en monnaie du pays ;
- interdiction ou limitation de toute exportation de billets de banque, et obligation de vendre à une banque, en rentrant dans le pays, les billets étrangers que l'on détient ;
- restrictions ou conditions imposées à l'exportation des revenus provenant d'investissements faits dans le pays par des étrangers.

Ces réglementations relatives au « change » ou aux « devises », c'est-à-dire aux instruments de paiement en papier (billets de banque, lettres de crédit, effets de commerce, coupons), sont le plus souvent accompagnées de restrictions relatives à la détention, à l'exportation et à l'importation d'or, monnayé ou non. Elles combinent également leurs effets avec ceux des réglementations portant sur l'importation ou l'exportation de certaines marchandises.

Comme on a vu dans le chapitre 1., la plupart de ces restrictions ont disparues des systèmes monétaires de la plupart des pays européens.

Par ailleurs un contrôle plus ou moins strict existe dans la plupart des pays.

3.4. Les déterminants fondamentaux des taux de change

Comme nous l'avons vu, le taux de change est le prix d'une monnaie par la confrontation des offres et demandes des différentes monnaies. Les demandeurs sont naturellement influencés par les risques et les taux de rentabilité courants et futurs des actifs nationaux et étrangers. Les fluctuations de taux de change sont un sujet d'importance primordiale pour les trésoriers d'entreprises mais aussi pour des responsables politiques surtout lorsqu'ils désirent mener une politique de « monnaie forte ».

Il existe trois méthode principales pour estimer la valeur d'équilibre du taux de change. Elles dérivent de

- la théorie de la parité des pouvoirs d'achat,
- la théorie de la parité des taux d'intérêt,
- et l'approche de la balance des paiements.

3.4.1. Théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA)

La théorie de la PPA repose sur la « **loi du prix unique** », selon laquelle dans un monde sans obstacles aux échanges, sans coûts de transport ni d'information le prix d'une marchandise échangeable doit être identique dans les différents pays. Si ce n'est pas le cas, des **arbitrages** sur cette marchandise se produiraient.

C'est à dire elle sera achetée là où elle est meilleur marché pour être revendue là où elle est plus chère jusqu'au rétablissement de l'équilibre.

La théorie de la PPA consiste une généralisation de la loi des prix unique sur l'ensemble des biens et services. La multiplication des abitrages décrites et qui résultent d'une divergence des niveaux de prix entre les pays exercera **à la longue une influence sur le taux de change**.

L'estimation du taux de change réel d'équilibre par une méthode dérivée de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est relativement simple. Elle consiste à supposer qu'un certain nombre de facteurs, tels que l'effet Balassa-Samuelson, les flux nets de capitaux ou la variation des termes de l'échange font s'écarter le taux de change de sa valeur de long terme, définie par la parité des pouvoirs d'achat.

La version dite **parité absolue des pouvoirs d'achat** repose sur des hypothèses assez irréalistes (parfaite liberté de circulation des marchandises, sans coûts de transaction ni droits de douane, mesure identique du pouvoir d'achat dans tous les pays.....). Elle ne constitue, dans le meilleur des cas, qu'une tendance ne se vérifiant que sur une longue période.

La version **relative de la PPA** repose sur des hypothèses moins strictes. Elle consiste à expliquer non pas le niveau même du taux de change à un moment donné mais son évolution entre deux périodes.

Ainsi, si par suite d'une hausse des prix deux fois plus forte en Hongrie qu'au Japon au cours d'une période le pouvoir d'achat le yen diminue de moitié par rapport à celui de forint. Le taux de change d'équilibre entre les deux monnaies (HUF/JPY) va doubler.

Sans entrer dans le détail, il faut considérer, que la théorie de la PPA malgré sa grande popularité a fait l'objet de nombreuses critiques à la fois sur le terrain empirique et sur celui de la théorie.

3.4.2. La théorie de la parité des taux d'intérêt (TPI)

La relation des taux d'intérêt qui associe les taux de change et les taux d'intérêt indique qu'une monnaie étrangère doit se déprécier à terme lorsque le taux d'intérêt étranger augmente plus que le taux d'intérêt national,

La théorie de la parité des taux d'intérêt repose sur la loi du prix unique appliquée aux marchés financiers.

Elle prédit que la parité des rendements des placements financiers doit être vérifiée pour deux pays distincts, en l'absence de barrières aux mouvements de capitaux et si les marchés des capitaux sont parfaitement concurrentiels. Tout écart constaté entre les taux d'intérêt nominaux implique une variation du taux de change qui viendra le compenser.

3.4.3. La théorie de la balance des paiements

Les éléments définitifs de ce déterminant des taux de changes étaient présentés dans le sous-chapitre 3.2.

L'approche par la balance des paiements, définie par J. Williamson en 1983, est un processus en trois étapes. Celui-ci consiste tout d'abord à établir la position sous-jacente du compte courant au taux de change en vigueur, puis à définir, en fonction des conditions structurelles de l'économie, une norme (équilibre «structurel» de l'épargne et de l'investissement interne, stabilisation du stock net d'actifs étrangers, flux net de capitaux «normal») qui reflète l'équilibre de la balance des paiements. Cette norme dépend des caractéristiques de l'économie telles que le niveau de développement, la structure démographique et la situation budgétaire. La troisième étape consiste enfin à établir, à l'aide d'un modèle de commerce international, l'ajustement du taux de change nécessaire pour réconcilier le solde du compte courant et l'objectif d'équilibre défini dans la deuxième étape. Cet écart est utilisé comme une mesure de la sous-évaluation du taux de change réel.

Cette approche rencontre cependant un certain nombre de contraintes qui peuvent limiter la valeur de ses conclusions. Elle requiert une quantité importante de données et repose sur la stabilité des relations structurelles liant l'épargne, l'investissement et le compte courant. Elle dépend, de plus, d'éléments subjectifs pour la détermination de la position sous-jacente du compte courant ainsi que pour la fixation de la norme servant d'indicateur de l'équilibre de la balance des paiements. Il se pose aussi des problèmes d'endogénéité dans la détermination de la norme utilisée dans la deuxième étape car son niveau dépend de manière croissante du taux de change réel à mesure que l'économie s'ouvre. Enfin, la dernière étape repose sur l'utilisation d'un modèle d'échange en équilibre partiel qui a tendance, par construction, à surestimer la correction à apporter au taux de change pour ramener l'économie à l'équilibre.

3.5. La prévision du taux de change

Les méthodes de prévision du taux de change :

- l'analyse technique
- l'analyse fondamentale et économétrique

3.5.1. L'analyse technique

L'analyse technique est la plus ancienne méthode pour étudier le comportement d'un marché. Pratiquement, c'est l'étude de l'évolution d'un marché, principalement sur la base de graphiques dans le but de prévoir les tendances futures des cours.

La représentation graphique est la base de l'analyse technique, méthode de décision boursière utilisée par les analystes quantitatifs. Ils y dressent leurs tendances et tracent leurs indicateurs mathématiques.

Les méthodes les plus connues de l'analyse technique :

- la méthode chartiste
- les méthodes quantitatives (méthode des moyennes mobiles, méthode des oscillateurs et des momentums)
- le modèle des vagues d'Elliott

Il existe trois principes qui régissent et fondent l'analyse technique :

- la valeur d'une devise est uniquement déterminée par le jeu de l'offre et de la demande
- les cours suivent les tendances
- l'histoire a tendance à se répéter : il existe une dépendance dans les variations successives des cours de changes

Considérer l'analyse technique comme une approche pratique du trading plus que comme une science n'est donc pas une erreur, les tenants de cette discipline en ayant eux-mêmes souvent cette vision. Toutefois, ce qui fait la force de l'analyse technique et qui peut amener à la considérer comme une science (sociale et non dure) est qu'elle est produite et utilisée par des opérateurs qui ont une vue quotidienne et pragmatique des marchés.

En général, on cite trois insuffisances de la méthode d'analyse technique :

- l'absence de justifications économiques et financières
- la négation de l'efficacité du marché des changes
- « l'auto-réalisation » des prévisions

3.5.2. Analyse fondamentale

L'analyse fondamentale est une des parties les plus compliquées – et en même temps une des parties-clés des opérations sur le marché des changes. L'analyse fondamentale est très difficile à effectuer, parce que les mêmes agents exercent une influence dissemblable sur le marché dans de différentes conditions. Il est important de savoir l'interaction et l'interférence de deux devises différentes, exprimant les rapports entre les pays différents, l'histoire du développement des devises, de définir un résultat cumulé de telles mesures économiques ou autres, et de voir un lien entre les événements qui n'est pas absolument vu de prime face. Outre certaines règles initiales et formelles, ce domaine exige le plus d'expérience dans les transactions sur le marché des devises.

Elle apprécie la situation du point de vue politique, économique et financière.

L'analyse fondamentale comporte l'examen des indicateurs macro-économiques, des marchés des placements et des considérations politiques en évaluant la devise d'un pays et en la comparant aux autres. Les indicateurs macro-économiques incluent des **chiffres économiques** tels que des taux de croissance; comme mesuré par le produit intérieur brut, les taux d'intérêt, l'**inflation**, le chômage, la masse monétaire, les réserves de **devises** étrangères et la productivité. Les marchés des placements comportent des bourses, des taux d'intérêts et des immobiliers. Les considérations politiques affectent le niveau de la confiance dans le gouvernement d'une nation, le climat de stabilité et le niveau de certitude.

À partir de ces données, l'analyste construit un modèle qui détermine la valeur actuelle et prévisionnelle d'une devise par rapport à une autre. L'idée de base est que des augmentations non compensées de l'offre tendent à déprécier la valeur de la devise alors que des augmentations non compensées de la demande tendent à augmenter la valeur de la devise. Une fois que l'analyste a estimé la valeur intrinsèque, il la compare au taux de change en cours et tranche sur l'augmentation ou la baisse de la devise.

La difficulté avec l'analyse fondamentale est de mesurer précisément les relations entre les variables. L'analyste doit nécessairement faire ses estimations à partir de son expérience. De plus, les marchés ont tendance à anticiper les événements et à les déduire d'avance sur la valeur de la devise. Finalement, que ce soit un inconvénient ou un avantage (selon le moment), les marchés prennent souvent le temps de reconnaître que les taux de change sont en décalage par rapport à la valeur réelle.

3.6. Exercices

CHAPITRE 4 : LA GESTION DES RISQUES INTERNATIONAUX

L'ambition primordiale de ce chapitre est de présenter les risques liés aux marchés financiers internationaux. Ainsi on discutera le risque de change lié à la notion de « position », le risque de taux lié à la hausse ou la baisse des taux et les autres risques. Le chapitre a pour but aussi de connaître et maîtriser les outils de couverture de ces risques.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Risque de change
3. Risque de taux d'intérêt
4. Le risque de crédit
5. Exercices

4.1. Introduction

Dans une économie globalisée, la firme est exposée à différents risques financiers : risque de crédit, de taux d'intérêt, de change, de volatilité, de corrélation ...

Les enquêtes auprès des PME montre que les deux tiers d'entre eux manifestent de l'inquiétude face aux risques financiers, mais que seulement 10 % se protègent. Les principaux facteurs qui freinent l'utilisation des produits dérivés et des autres méthodes sont le coût élevé de la protection comparativement aux bénéfices et le manque de connaissance et d'accessibilité de ces instruments.

4.2. Risques de change

4.2.1. La notion des risques de change

Le système monétaire international est un système de changes flottants – les cours des monnaies entre elles varient en permanence sur le marché des changes. Cet état de fait crée un risque de change.

Il existe plusieurs types de risques de change, mais dans ce chapitre ne sera analysé que **le risque de change de transaction**.

Dans le cas du risque de change de transaction le risque de change apparaît dès lors qu'un prix en devises ou une opération financière en devises est établi ou acceptée par une entreprise. Le risque est que le cours de la devise considérée varie par rapport au cours existant à l'instant de la négociation.

Les entreprises sont confrontées au risque de change dès qu'elles effectuent des opérations commerciales en devises.

Les trésoriers d'entreprises, outre le fait de gérer les flux de transactions, doivent intégrer cette dimension du risque de change dans leurs stratégies de couverture et de placement. A

l'heure actuelle, il existe encore un nombre trop important d'entreprises surtout de PME et PMI qui ne se protègent pas contre les fluctuations de cours de change.

Or ce risque peut impacter fortement les résultats d'une entreprise. Au contraire, une bonne gestion des flux de devises étrangères peut augmenter les résultats de façon non négligeable.

La notion du risque de change est intimement liée à la notion de **position**. La position est la différence entre les devises possédées (ou à recevoir) et les devises dues (ou à livrer).

Si les dettes l'emportent sur les créances, on dit que la **position est courte (short)**, à l'inverse on dira que la **position est longue (long)**.

La position de change à terme dans une devise est le nombre de devises que l'on doit recevoir ou payer au terme considéré. **La position de change au comptant** dans une devise est le nombre de devises que l'on doit payer ou recevoir au comptant. **La position de change globale** est le nombre de devises que l'on détient ou que l'on doit, toutes échéances confondues. Certains définissent cette position de change comme la position de change au comptant.

Pour une entreprise d'export le risque de change peut naître bien avant la conclusion du contrat ou la facturation, par exemple lors de la parution d'un catalogue.

4.2.2. Instruments de couverture du risque de change

A/ Méthodes internes :

- *Choix de la devise* (dans certains cas l'entreprise n'a pas « la main » sur le choix de devise en raison de législation des changes en vigueur dans le pays en question, par le fait que la devise en question n'est pas négociable, ou par habitude)
- *Termaillage* (leads and lags) consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée de ces devises. Cette technique vise donc à faire varier les termes des paiements afin de profiter de l'évolution favorable des cours. (Si l'exportateur anticipe une appréciation de la devise de facturation, il tentera de retarder l'encaissement de sa créance pour bénéficier d'un cours futur plus avantageux. A l'inverse, si l'exportateur anticipe une dépréciation de la devise de facturation, il tentera d'accélérer l'encaissement de sa créance pour bénéficier du cours actuel plus avantageux ; Si l'importateur se trouve face à une tendance à l'appréciation de la devise du contrat d'achat, il sera tenté d'anticiper son règlement. Au contraire, si l'importateur se trouve face à une tendance à la dépréciation de la devise du contrat d'achat, il tentera de retarder son règlement de manière à pouvoir bénéficier d'un cours futur plus avantageux.)
- *Netting (compensation)* Cette technique consiste à profiter des entrées dans une devise pour effectuer les règlements dans cette même devise. (La position de change est ainsi limitée au solde.)
- *Clauses contractuelles* : Il s'agit de prévoir dans le contrat commercial des clauses par rapport aux variations du cours de change de la devise choisie.

B/ Instruments externes : (Voir chapitre 2.)

- *Change comptant*
- *Change à terme / swaps*
- *Options*

4.3. *Risque de taux d'intérêt*

4.3.1. La notion du risque de taux d'intérêt

Le risque de taux d'intérêt est le risque de perte due à une variation imprévue des taux d'intérêt. Les mouvements sur les taux d'intérêt sont aussi difficiles à prévoir que les mouvements sur les cours de change.

Toute entreprise qui prête, qui est endettée, ou encore qui prévoit de s'endetter ou de placer des liquidités sur un marché de taux, est exposée au risque de taux.

On distingue :

- le risque de taux en capital qui est le risque de dévalorisation d'un patrimoine à la suite d'une variation de taux et
- le risque de taux en revenu (le risque d'une diminution de revenu liée aux fluctuations des taux.)

La **hausse des taux** entraîne une perte (ou manque à gagner) pour :

- l'emprunteur à taux variable
- l'entreprise prévoyant un emprunt dans l'avenir
- le prêteur à taux fixe

La **baisse des taux** entraîne une perte (ou manque à gagner) pour :

- l'emprunteur à taux fixe
- l'entreprise prévoyant un prêt dans l'avenir
- le prêteur à taux variable.

Il existe plusieurs types de mesure de risque, comme par exemple la duration ou la convexité, qui comportent certaines limites. Afin de pallier ces inconvénients, une mesure de risque a récemment été mise au point : **la value-at-risk (VaR)** ou valeur-en-risque. Elle se définit comme la valeur minimale (perte maximale) qu'un patrimoine peut prendre (subir) à une échéance donnée, à un niveau de probabilité donné. C'est une mesure de risque globale et probabilisée qui représente la valeur de ce patrimoine en situation de risque extrême. Elle permet d'évaluer l'impact de plusieurs facteurs de risque simultanément, en cas de forte fluctuation de ces facteurs. Il existe plusieurs méthodes de calcul de la VaR : toutes reposent sur une modélisation purement statistique et leur mise en œuvre est complexe.

4.3.2. Instruments de couverture des risques de taux

On distingue traditionnellement les **couvertures fermes** des **couvertures optionnelles**. Les instruments de couverture ferme du risque de taux proposés sur le marché interbancaire sont le **terme contre terme**, le **FRA** et les **swaps de taux d'intérêt**. Les deux premiers sont des instruments de couverture du risque de taux en revenu sur des opérations financières **à court terme** : ils permettent de fixer à l'avance le taux d'intérêt d'une opération de trésorerie future. Le terme contre terme (forward/forward) est un placement ou un emprunt à terme garanti tandis que le FRA est un taux à terme garanti.

Les futures (marché à terme de taux d'intérêt) ont la même utilité que les FRA's (qui est pratiquement une garantie de taux), mais sur un marché réglementée (par opposition au gré à gré).

Pour les emprunteurs à long terme, l'instrument de couverture ferme privilégié est le **swap de taux d'intérêt**. Les swaps de taux sont des contrats par lesquels deux contreparties s'échangent deux taux d'intérêt différents, généralement une référence de taux variable contre un taux fixe, les différentiels de taux versés étant calculés sur un montant notionnel.

Les options de taux d'intérêt apportent une garantie au prêteur ou à l'emprunteur tout en lui permettant de profiter d'un mouvement de taux favorable.

4.4. *Le risque de crédit*

Qu'est ce que le *risque de crédit* ?

Le risque de crédit est le risque, que l'emprunteur ne rembourse pas sa dette à l'échéance fixée.

Le *risque de crédit* est aujourd'hui considéré comme le plus important des risques auxquels sont confrontées les entreprises, les banques et les institutions financières. Certes les banques sont plus confrontées à ce *risque* que les entreprises, il concerne pourtant toutes les entreprises (via les créances qu'elles accordent à leurs clients sous formes de prêt à court terme).

Ce risque est en effet lourd de conséquences pour toute entreprise surtout pour les PME: toute dette non remboursée est économiquement une perte sèche que supporte le créancier.

Ce risque est plus important dans le cadre des opérations internationales. D'une part, le risque de crédit de type commercial d'un débiteur étranger est plus difficile à appréhender que celui d'un débiteur national.

D'autre part, au risque de crédit de type commercial s'ajoute le **risque de crédit de type pays**.

La particularité de la gestion du risque de crédit par rapport à celle du risque de change ou du risque de taux est l'importance de la phase de **prévention**.

Afin de prévenir le risque de pertes liées à des défauts de paiement, les banques et aussi nombreuses entreprises sélectionnent les clients à qui elles acceptent de faire crédit et fixent des plafonds de crédit.

Evaluer le risque de crédit revient en premier lieu à se poser la question de la **solvabilité** de l'entreprise considérée. Cette solvabilité dépend à la fois des éléments purement internes à l'entreprise, mais aussi d'éléments contextuels comme sa localisation géographique, la situation économique globale et les perspectives d'évolution sectorielle.

Les données fréquemment utilisées sont :

- chiffre d'affaire annuel
- niveau d'endettement (à court et à long terme)
- résultat d'exploitation

- flux de trésorerie (cash flow) généré
- disponibilité
- résultat financier.

A partir de ces données, le calcul de certains ratios de base permet immédiatement une première évaluation de la solvabilité de l'entreprise. Ainsi, si le rapport entre l'endettement et le chiffre d'affaires annuel est trop grand, accorder un nouveau crédit peut être très risqué. Un résultat d'exploitation faible par rapport au chiffre d'affaires peut aussi indiquer des difficultés dans le remboursement des emprunts.

Les techniques de couverture externe du risque de crédit, la plus utilisée est l'assurance-crédit. Une assurance-crédit est un contrat qui, moyennant le paiement d'une prime d'assurance, dédommage son acheteur en cas de défaut de paiement de la part d'un débiteur.

4.5. Exercices

CHAPITRE 5 : LA GESTION FINANCIERE INTERNATIONALE DE L'ENTREPRISE

Ce chapitre s'attachera à donner un vision synthétique sur les éléments les plus importants de la gestion des entreprises dans le domaine des finances internationales. Une attention particulière sera accordée aux risques liés aux activités internationales de l'entreprise (exportation, importations, financement etc.) ainsi qu'à leur couverture.

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Les garanties bancaires et les moyens de paiement internationaux
3. Le financement des exportations
4. Le financement des investissements à l'étranger et le financement de projet
5. Introduction en bourse
6. Exercices

5.1. Introduction

Bien que la gestion et le financement de l'activité internationale de l'entreprise présente de nombreux traits communs avec les opérations de même type entreprises sur le marché national, ils n'en revêtent pas moins plusieurs aspects originaux qui justifient de les traiter à part. La vente, l'achat et l'investissement à l'étranger sont en effet beaucoup plus risqués en raison de plusieurs facteurs.

5.2. Les garanties bancaires et les moyens de paiement internationaux

5.2.1. Les garanties bancaires

Dans le cadre des opérations de commerce international les acheteurs et les vendeurs ne se connaissent pas forcément :

- le vendeur souhaite être payé,
- l'acheteur veut être assuré que le produit commandé sera fabriqué, livré et conforme aux conditions du contrat (qualité, délai, prix, performance etc.)

Chaque contractant va souhaiter la mise en place des techniques bancaires sécurisantes.

La réponse des banques est d'offrir différents types de garanties. Les garanties peuvent être émises sous forme de :

- **cautions,**
- **garanties à première demande**
- **lettre de crédit stand by.**

La caution est un **engagement accessoire**, qui se réfère au contrat commercial. En cas de mise en jeu, le bénéficiaire (acheteur étranger) doit fournir la preuve que le contrat principal n'a pas été rempli correctement par l'exportateur.

~~Les garanties bancaires à première demande~~ sont indépendantes et leur mise en jeu ne peut avoir pour cause que les conditions prévues dans le texte même de la garantie, qui est un engagement principal et non accessoire.

Dans le commerce international l'usage des cautions est peu fréquent par rapport à celui des garanties.

Une opération de garantie nécessite obligatoirement l'intervention d'une banque. Il s'agit donc d'une relation triangulaire : exportateur – banque garante – acheteur étranger.

~~Les différentes garanties les plus fréquentes~~

a/ **La garantie de soumission** (bid bond, tender bond)

Cette garantie garantit à l'acheteur étranger que l'entreprise adjudicataire signera le contrat et/ou lui fournira une garantie de bonne fin de travaux (dans le cadre des procédures d'appel d'offre, ou adjudication ; 2 à 5 % du montant prévisionnel du contrat)

b/ **La garantie d'exécution de contrat** (performance bond)

Elle est aussi appelée garantie de bonne fin. Elle engage la banque à payer une somme forfaitaire en cas de manquement du vendeur à ses obligations contractuelles. (L'indemnisation n'est pas illimitée et se varie par pays entre 5% à 100%.)

c/ **La garantie de restitution d'acompte** (advance payment bond)

Cette garantie garantit à l'acheteur étranger que les acomptes versés lui seront remboursés si les travaux ne sont pas exécutés. (100 % des acomptes)

d/ **La garantie de retenue de garantie** (retention money bond) ou **garantie de maintenance** (maintenance bond)

L'objet de l'engagement de la banque est l'indemnisation en cours de période de garantie si le vendeur n'honore pas ses obligations contractuelles. (5 à 10 % du montant du contrat)

5.2.2. Les moyens de paiement internationaux

~~Les instruments de paiement~~

L'instrument de paiement est la forme matérielle qui sert de support au paiement. Certains instruments de paiement ont une réalité physique, comme le chèque.

Le développement de l'informatique et de l'Échange Électronique de Données (EDI) fait cependant progressivement disparaître les supports matériels au profit de transactions entièrement informatisées (recouvrant la plupart des virements bancaires internationaux).

Les instruments de paiement international :

- le virement international
- le chèque
- la lettre de change
- le billet à ordre

Le virement bancaire international est le transfert d'un compte à un autre, opéré par une banque sur ordre du débiteur (dans notre cas l'importateur), au profit du créancier (l'exportateur). L'ordre peut être libellé en monnaie nationale ou en devises étrangères. Il existe plusieurs types de virements, dont le virement SWIFT (Society For Worldwide Interbank Financial Telecommunication)

Ce système permet des échanges privés de messages télématiques entre banques adhérentes et une rapidité inégalée à condition que la banque qui envoie les fonds et celle qui les reçoit soient membre du réseau SWIFT.

En vue de simplifier et d'accélérer le traitement des paiements transfrontaliers, les banques de l'Union Européenne et de quelques autres pays (Islande, Norvège et Suisse) ont élaboré un nouveau standard pour les numéros de compte en banque appelé l'IBAN (*International Bank Account Number*).

Ce numéro identifie très précisément le titulaire du compte, sa banque et son pays d'origine. Etant donné sa facilité d'utilisation, le virement est l'instrument de paiement international le plus utilisé.

Le chèque est un titre de paiement par lequel le titulaire d'un compte donne ordre au banquier de payer à un bénéficiaire un montant déterminé à prélever sur les fonds ou sur les crédits du titulaire. Le chèque est un instrument relativement peu utilisé dans les transactions commerciales internationales.

La lettre de change (appelée également traite) est un effet de commerce transmissible par lequel l'exportateur (le tireur) donne l'ordre à l'importateur (le tiré) ou à son représentant (son banquier) de lui payer une certaine somme, à une date déterminée. L'exportateur expédie la traite à l'importateur pour que celui-ci la lui retourne acceptée, c'est-à-dire signée.

Au travers de la traite, l'exportateur octroie à son client un délai de paiement plus ou moins long. Il peut lui-même mobiliser ce crédit auprès de la banque en lui demandant l'escompte de cette traite. Le titulaire d'une traite peut également la conserver et l'encaisser à l'échéance ou encore la remettre en règlement à un créancier par voie d'endossement.

L'aval d'un banquier de premier ordre assure le paiement à l'échéance. Il s'agit d'un engagement par lequel un tiers ou un signataire de la lettre de change se porte garant en vertu de la lettre de change. L'aval peut être donné pour le montant total de la lettre de change ou pour une partie seulement. Sur base de ce mécanisme, il est recommandé de demander à l'acheteur dès la signature du contrat une promesse d'aval émanant de sa banque.

Le billet à ordre est un effet de commerce émis à l'initiative de l'acheteur (le souscripteur), par lequel celui-ci promet le paiement d'une certaine somme, à vue ou à une certaine date, à son créancier, c'est-à-dire le vendeur (le bénéficiaire). Le règlement « à vue » se fera sur présentation du billet à ordre à la banque qui y est indiquée.

Le billet à ordre ressemble à s'y méprendre à la lettre de change. Il a quasiment les mêmes avantages et inconvénients que cette dernière (il peut être avalisé par une banque, endossé, négocié, ...) si ce n'est sur un point essentiel, à savoir qu'il est émis à l'initiative de l'acheteur et non à l'initiative du vendeur.

Au vu de cette caractéristique, il est très rarement utilisé en commerce international (il est même fortement déconseillé !). Il permet en effet à l'importateur d'influencer la date

d'expédition des marchandises, celle-ci étant souvent conditionnée à l'établissement du paiement.

Les techniques de paiement

De manière globale, on peut distinguer deux catégories de techniques de paiement :

- techniques non documentaires de règlement
 - o encaissement direct
 - o contre-remboursement
 - o compte à l'étranger
- techniques documentaires de règlement.
 - o remise documentaire
 - o crédit documentaire
 - o affacturage (voir dans le sous-chapitre 5.3.)

On désigne sous l'expression « **encaissement direct** » les opérations d'encaissement dans lesquelles le paiement du vendeur n'est pas conditionné par la remise en banque de documents destinés à prouver qu'il a rempli ses obligations. Le règlement étant effectué sur l'initiative de l'acheteur, cette technique de paiement ne peut être utilisée qu'entre partenaires qui se connaissent de longue date ou entre lesquels le rapport de force est fortement déséquilibré.

Il existe différents types d'encaissements directs :

- **encaissement simple** L'encaissement simple vise un encaissement de documents financiers (le plus souvent une traite) par la banque du vendeur. Par cette procédure, l'exportateur envoie **directement à son acheteur** tous les documents représentatifs des marchandises expédiées (factures, documents de transport ou titres représentant le droit de propriété sur les marchandises) en tirant une traite à vue sur lui qu'il remet à **son banquier** pour encaissement. Par cette procédure, l'acheteur paie généralement directement l'exportateur sans attendre la réception des marchandises.
- **le paiement à la commande** qui correspond à un paiement anticipé. Ce mode de paiement suppose de la part de l'acheteur une confiance absolue à l'égard de son fournisseur étranger car il lui paye une marchandise qu'il n'a pas encore reçue.
- **Le paiement à la facturation**, quand l'exportateur envoie une facture commerciale à son client. Celle-ci peut être payable à vue ou à échéance avec un des instruments de paiement. C'est le client qui garde l'initiative du règlement. Cette technique est donc souvent à déconseiller car l'exportateur ne conserve pas la maîtrise du paiement, sauf s'il adjoint à sa facture une lettre de change.

Le contre-remboursement

Cette technique donne au **transporteur** final de la marchandise un mandat **d'intermédiaire financier**. Le transporteur ne livrera la marchandise à l'importateur que contre son paiement. Le transporteur se chargera donc de l'encaissement du prix et de son rapatriement pour le compte du vendeur, moyennant rémunération.

La remise documentaire (ou encaissement documentaire) est une opération par laquelle un exportateur mandate sa banque de recueillir, selon ses indications, une somme due ou l'acceptation d'un effet de commerce par un acheteur contre remise de documents. Il s'agit de documents commerciaux (factures, documents de transport, titres de propriété,...)

accompagnés ou non de documents financiers (lettres de change, billets à ordre, chèques ou autres instruments analogues pour obtenir le paiement d'une somme d'argent).

Le crédit documentaire correspond à l'engagement d'une banque de payer l'exportateur contre remise de documents qui prouvent que les marchandises ont bien été expédiées ou que les prestations de service ont été effectuées. Ces documents seront ensuite transmis par la banque à l'acheteur pour que ce dernier puisse prendre possession de la marchandise, moyennant remboursement. Par ce mécanisme donc, le vendeur dispose du paiement de ses marchandises dès qu'il a expédié la marchandise et rentré auprès de sa banque les documents commerciaux et de transport demandés.

La négociation contractuelle sera facilitée par l'existence des « **Règles et Usances Uniformes (RUU 500)** » relatives aux crédits documentaires, élaborées par la Chambre de Commerce Internationale et qui ont été adaptée pour la dernière fois en 2007. Il s'agit d'une codification privée, établie pour la première fois en 1933 et qui est régulièrement revue. Ces règles font l'objet d'une adhésion extrêmement large à travers le monde et sont un outil de référence en la matière.

Le vendeur dans bien des cas, aura intérêt à chercher des garanties supplémentaires qu'il peut obtenir en requérant à l'intervention d'une seconde banque.

L'intervention de cette banque, de préférence une banque avec laquelle le bénéficiaire (exportateur) a des relations ou une banque internationale de premier ordre située dans un pays à risque politique pratiquement nul, peut se produire selon plusieurs modalités présentant pour l'exportateur un degré de sécurité croissant. Elle pourra jouer le rôle de **simple notificatrice** du crédit documentaire, intervenir d'ordre et pour compte de la banque émettrice pour réaliser **le paiement à ses caisses** ou assumer un engagement personnel en ajoutant sa **confirmation** à l'engagement de la banque émettrice. Ce second engagement peut dans certains cas particulier se faire de manière silencieuse.

5.3. Le financement des exportations

L'ensemble des moyens de financement utilisés par l'entreprise peut être classé de la façon suivante :

- moyens de préfinancement (crédits de préfinancement, crédits de trésorerie spécialisés)
- moyens de financement à court terme de l'opération commerciale
- financement à moyen et long terme

5.3.1. Financement à court terme

L'entreprise dispose de plusieurs moyens pour financer à court terme l'opération commerciale internationale :

- crédits de mobilisation de créances nées à l'étranger (MCNE)
- les avances en devises à l'export et à l'import
- l'affacturage (factoring) international

L'affacturage

L'affacturage est une opération de gestion financière par laquelle, dans le cadre d'une convention un organisme spécialisé (un établissement de crédit) gère les comptes clients d'entreprises en acquérant leurs créances, en assurant le recouvrement pour son propre compte et en supportant les pertes éventuelles sur les débiteurs insolvable. Le *factor* (*affactureur* en français) se rémunère au moyen de commissions et d'agios.

La société d'affacturage fournit un service financier complet conformément aux modalités de l'affacturage :

- le factor assure la gestion des créances transmises mais ne les paie qu'à leur échéance (le « maturity factoring »)
- l'adhérent continue de gérer ses créances, le factor les paie par anticipation et en assure la bonne fin (le « Factoring confidentiel »)
- le factor gère les créances, les paie par anticipation mais n'en assure pas la bonne fin (le « Factoring with Recourse »)

La rémunération du factor, en fonction des services offerts, varie de 0,8% à 2,5%

5.3.2. Financement à moyen et long terme

L'exportation des biens d'équipement, d'usines « clef en main », la prise de participation dans les joint-ventures industriels exigent la délivrance de crédit à moyen et long terme.

On peut choisir parmi les possibilités de financement suivantes :

- **crédits fournisseurs** L'exportateur qui a accordé des délais de paiement à son client étranger se trouve souvent devant la nécessité d'escompter la traite qu'il détient sur l'acheteur étranger au moment de la livraison pour dégager de la trésorerie. Le crédit fournisseur est un crédit bancaire qui répond à ce besoin. Ce mode de financement a pour conséquence que l'exportateur assume le risque de fabrication et le risque de crédit.
- **crédit acheteurs** Le crédit acheteur repose sur deux contrats autonomes : le contrat commercial entre l'exportateur et l'acheteur étranger et le contrat de crédit entre la banque du pays de l'exportateur et l'acheteur étranger qui emprunte. La banque s'engage à payer le fournisseur (en général 85 % du contrat) tandis que l'acheteur accepte de rembourser le reste au fournisseur selon les modalités précisées dans le contrat.
- **Autre modalités de financement à moyen et à long terme**
 - o Le forfaitage ou rachat de créance à forfait (forfaiting)
 - o Le crédit-bail international

La technique du **forfaiting** est une « amélioration » de la technique de l'escompte commercial. Par cette procédure, la banque escompte les lettres de change et les billets à ordre « à forfait », **c'est-à-dire ici sans recours contre l'exportateur en cas de défaillance du débiteur (l'acheteur).**

Le crédit-bail international

Le processus du crédit-bail international est le suivant :

- L'exportateur conclut un contrat technique avec son client étranger, dans lequel sont décrits la marchandise, le prix des marchandises, les délais de livraison, les garanties éventuelles, les tribunaux compétents, etc;
- Une société de leasing (souvent la banque de l'exportateur) achète les marchandises à celui-ci suivant les clauses et conditions convenues entre l'exportateur et l'importateur;
- La société de leasing signe ensuite un deuxième contrat avec l'acheteur, dans lequel sont fixés la durée irrévocable du leasing, le loyer, les modalités de paiement et le montant de l'option d'achat.

5.4. Le financement des investissements à l'étranger et le financement de projet

L'entreprise qui investit à l'étranger se trouve toujours confrontée à un environnement politique, social, fiscal, monétaire et juridique différent de celui de son pays. Un grand nombre d'entreprises cherchent des possibilités d'investissements à l'étranger.

Les raisons les plus importantes qui motivent l'investissement à l'étranger sont les suivantes :

- Facteurs commerciaux
- Considérations industrielles
- Facteurs financiers

Le choix d'investissement

La méthodologie du choix d'investissement à l'étranger ne diffère de celle d'un investissement réalisé dans son propre pays.

Cette méthodologie peut être étudiée dans le module « Financement et trésorerie ».

Les sources de financement des investissements à l'étranger

Elles peuvent être ventilées entre financement par fonds propres et financement par emprunts. La plupart des pays industrialisés disposent de mécanismes de financement et d'aides à l'implantation à l'étranger.

Le financement de projet

Le financement de projet repose sur les cash flows nets (flux nets de trésorerie) générés par le projet qu'ils financent et qui doivent à eux seuls assurer le service de la dette et la rémunération du capital.

Cela suppose que le projet puisse être isolé juridiquement et économiquement, qu'il ait une finalité économique certaine sur une période longue (de 7 à 20-25 ans), et que les cash flows puissent être prévus avec une certitude suffisante sur la durée du projet et donc des prêts.

5.5. Introduction en bourse

Le marché boursier permet aux entreprises de se financer, d'investir, en mettant directement en contact l'offre et la demande de capital. On parle de système désintermédié à la différence du système bancaire. Par l'introduction en Bourse ou par les augmentations de capital les

entreprises ont accès à des ressources financières supplémentaires. Les bourses ont permis aux entreprises de grandir et donc de développer des projets qu'un individu seul n'aurait pu financer.

L'introduction en bourse consiste en une mise sur le marché d'actions d'une entreprise.

Ces actions peuvent être soit créées spécialement pour l'occasion. Il s'agit alors d'une introduction en bourse par augmentation de capital.

Si aucune nouvelle action n'est créée pour l'occasion, il s'agit d'une simple cession de titres. Un actionnaire minoritaire peut ainsi très bien décider à céder ses titres sur le marché alors même que l'entreprise ne souhaitait pas voir ses titres cotés.

Les objectifs poursuivis par l'entreprise dépendent bien évidemment du type d'introduction. Ainsi l'introduction peut aider à de nouveaux investissements, diminuer l'endettement, favoriser les partenariats ou encore accroître sa notoriété.

Chaque introduction poursuit ses propres objectifs qu'il convient d'étudier avec soin.

Il existe cinq procédures d'introductions qui peuvent être combinées pour permettre une introduction adaptée à chaque société.

- ~~Offre à Prix Ferme~~ ou OPF (ex Offre Publique de Vente, OPV*)
- ~~Offre à Prix Ouvert~~ ou OPO
- ~~Offre à Prix Minimal~~ ou OPM (ex Mise en Vente ou MV*)
- ~~Cotation Directe~~ (ex Procédure Ordinaire*)
- Placement et ~~Placement Garanti~~

5.6. Exercices

II. FINANCEMENT ET TRESORERIE

A) SPÉCIFICATION DU MODULE

OBJECTIFS PÉDAGOGIQUES DU MODULE :

- Comprendre la gestion de trésorerie pour l'optimiser
- Mettre en évidence les besoins de financement à court terme par le bilan
- Prévoir les besoins de trésorerie et optimiser ces prévisions
- Connaître les aspect du choix des moyens de financement de l'entreprise
- Connaître et maîtriser l'outil d'aide de décision à long terme : actualisation, critères de choix d'investissement

CHAPITRE 1.

LA LECTURE FINANCIERE DES COMPTES PUBLIES

Ce premier chapitre s'articule autour de deux parties, la première consacrée au bilan, la deuxième au compte de résultat. La troisième partie présentera le tableau de trésorerie qui constitue un dépassement des documents comptables en intégrant un aspect plus financier.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. La lecture du bilan
3. Le compte de résultat et les soldes intermédiaires de gestion
4. La consolidation des comptes
5. Le tableau des flux
6. Exercices

CHAPITRE 2.

LE TABLEAU DE FLUX DE TRESORERIE (IAS/IFRS)

Le deuxième chapitre est consacré à l'analyse de flux financiers de l'entreprise. Il permet de connaître et maîtriser l'influence des flux d'investissement, de financement et d'activités opérationnelles sur la trésorerie.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles
3. Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement
4. Flux de trésorerie liés aux activités de financement
5. Analyse du tableau des flux de trésorerie
6. Exercices

CHAPITRE 3.

LA DECISION DE FINANCEMENT

La décision de financement peut être analysée en considérant essentiellement trois catégories d'opérations : l'autofinancement, l'augmentation du capital par apport numéraire et

l'endettement. Ce chapitre a pour objectif de faire connaître les possibilités et les conséquences financières de la décision de financement

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Le financement propre et financement externe
3. L'effet de levier
4. La thèse de F. Modigliani et M. Miller et le CAPM
5. L'endettement financier à long terme
6. L'endettement financier à court terme
7. La gestion de trésorerie
8. Exercices

CHAPITRE 4. LA DECISION D'INVESTISSEMENT

De toutes les décisions financières importantes, la rentabilité et le risque sont les deux dimensions sur lesquelles l'entrepreneur ou le gestionnaire ont besoin d'être éclairés. La décision d'investissement est la décision la plus grave prise par l'entreprise. Généralement elle est irréversible et l'engage sur une période de plusieurs années. Ce chapitre est consacré aux outils d'aide à la décision financière à long terme.

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Les hypothèses (Le cash flow net, Le taux d'actualisation)
3. Les critères de choix d'investissement en avenir certain (La valeur actuelle nette, Le taux de rentabilité interne, Autres méthodes classiques, Limites des méthodes classiques)
4. La décision d'investissement en avenir incertain
5. Exercices

CHAPITRE 5. LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

La valeur de l'entreprise est sans doute l'une des questions les plus passionnantes et les plus controversées de la finance moderne. Les questions fondamentales sur la valeur de l'entreprise sont les suivantes : comment peut-on estimer le coût des sources de financement ; le mode du financement a-t-il une influence sur la valeur d'une entreprise ? Telles sont les questions auxquelles nous souhaitons répondre dans ce chapitre.

Le plan du chapitre :

1. Introduction
2. Le coût des capitaux propres
3. Le coût de l'endettement
4. Le coût moyen pondéré du capital
5. Exercices

Bibliographie (différente par pays du quadrangle)

B) CONTENU INDICATIF

CHAPITRE 1 : LA LECTURE FINANCIERE DES COMPTES PUBLIES

Ce premier chapitre s'articule autour de deux parties, la première consacrée au bilan, la deuxième au compte de résultat. La troisième partie présentera le tableau de trésorerie qui constitue un dépassement des documents comptables en intégrant un aspect plus financier.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. La lecture du bilan
3. Le compte de résultat et les soldes intermédiaires de gestion
4. La consolidation des comptes
5. Le tableau des flux
6. Exercices

1.1. Introduction

C'est la technique comptable qui fournit des informations nécessaires à la connaissance de la situation financière d'une entreprise tant du point de vue de l'équilibre financier que de la rentabilité.

Pour pouvoir les utiliser il faut comprendre les informations fournies par la comptabilité : il faut être capable à lire le bilan, le compte de résultat et les autres documents comptables.

1.2. La lecture du bilan

Le bilan de l'entreprise, c'est la photographie de son patrimoine. Le bilan présente la **situation patrimoniale** de l'entreprise **à un moment donné**, il recense les ressources de la société et les emplois de ces ressources. Il se présente en deux parties, l'actif et le passif. Tout au long de leur existence, d'abord lors de leur création, puis pour assurer leur fonctionnement et leur développement, les entreprises ont besoin de fonds. Préalablement à toute prise de décision de financement, un **diagnostic financier** est donc effectué, notamment une **analyse du bilan** de l'entreprise, afin de déterminer le mode de financement adéquat.

La structure financière est une des questions analysées le plus fréquemment. Les outils les plus importants de cette analyse sont de ratios de structure qui soulignent le poids des grandes masses de l'actif et du passif.

Pour mener une analyse financière concernant la structure financière l'analyste doit tout d'abord faire le passage du **bilan comptable** au **bilan financier**.

Bilan comptable IAS/IFRS

Actif	N- 2	N- 1	N	Passif	N- 2	N- 1	N
Actifs non courants				Capitaux propres			
Actifs courants				Passifs non courants			
				Passifs courants			

1.2.1. La structure financière du passif

Les conditions de réalisation de l'**équilibre financier** de l'entreprise sont liées à l'importance

- des ressources stables par rapport aux emplois stables
- des capitaux propres par rapport aux capitaux empruntés.

Les ratios concernant le passif du bilan sont, d'une part, l'autonomie financière de l'entreprise, d'autre part, la stabilité du financement.

a/ Ratio d'autonomie financière

$$R1 = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Passifs non courants et courants}} \%$$

Un ratio élevé indique, que l'entreprise est peu dépendante des tiers et dispose d'une importante capacité d'endettement.

b/ Capacité d'endettement à long terme

$$R2 = \frac{\text{Capitaux propres}}{\text{Capitaux propres et passifs non courants}} \%$$

Ce ratio mesure la structure de ressources permanentes. Si le rapport est inférieur à 50 % alors les possibilités d'obtenir un crédit à long terme sont en général très difficiles.

Le ratio est **élevé pour une PME** étant donné la difficulté d'accès aux passifs non courants.

c/ Capacité de remboursement des passifs non courants

$$R3 = \frac{\text{Passifs non courants}}{\text{Capacité d'autofinancement}} \text{ (ans)}$$

(Capacité d'autofinancement = Résultat de l'exercice + charges calculées – produits calculés)

Ce ratio montre : (je ne comprends pas cette phrase, pouvez vous reformuler ?). Ce ratio est calculé pour un PME aussi qui doit rembourser le peu de passifs non courants avec peu d'autofinancement généré. (Notons, qu'une PME saine possède d'une structure passif où les passifs non courants sont généralement très faibles)

Selon les banquiers et autres prêteurs il ne doit pas être supérieur à quatre ans (valeur limite entre 3 et 5 ans).

1.2.2. La structure financière de l'actif

Les valeurs prises par ces ratios de structure de l'actif sont déterminées par les caractéristiques économiques, techniques, juridiques etc. de l'activité de l'entreprise concernée.

a/ Poids des éléments durables des actifs

$$R4 = \frac{\text{Actifs non courants}}{\text{Actif}} \%$$

Ce ratio est généralement important pour les entreprises industrielles et plus faible pour les entreprises commerciales.

b/ Ratio de financement stable des immobilisations :

$$R5 = \frac{\text{Capitaux propres et passifs non courants}}{\text{Actifs immobilisés nets}}$$

Ce ratio mesure la stabilité des ressources affectées au financement des actifs durables. Une valeur supérieure à 1 signale, que l'entreprise finance l'intégralité de ses investissements cumulés par des ressources stables.

c/ Ratio d'obsolescence

$$R6 = \frac{\text{Amortissements cumulés}}{\text{Valeurs brutes des immobilisation corporelles}}$$

Le ratio marque le degré de l'obsolescence de l'actif immobilisé. Un ratio satisfaisant doit être inférieur à 50 % et un taux élevé indique des équipement vieillissant. En revanche, un taux faible peut traduire parfois un suréquipement, alors que l'entreprise n'utilise que très partiellement sa capacité de production. (Notons, que les terrains et les immobilisations en cours sont exclus du dénominateur.)

d./ Taux de renouvellement du capital

$$R7 = \frac{\text{Investissement industriel}}{\text{Dotations aux amortissements}}$$

Le ratio vise à évaluer l'importance des dépenses d'investissements en immobilisations corporelles et incorporelles en comparant celles-ci aux charges comptabilisées au titre du renouvellement de l'équipement. Il indique le développement de l'outil de production s'il est supérieur à 100 % et un vieillissement s'il est inférieur à 100 %.

1.3. Le compte de résultat et les soldes intermédiaires de gestion

Le compte de résultat recense les flux qui sont à l'origine du résultat sur une période donnée. Les soldes sur opérations de gestion du compte de résultat donnent une mesure de l'efficacité avec laquelle les masses patrimoniales sont exploitées. Le poids de la capacité d'autofinancement détermine les possibilités de financement externes complémentaires par fonds propres ou capitaux empruntés.

La structure générale du compte de résultat de l'entreprise :

- Produits d'exploitations (des activités ordinaires)
- Charges d'exploitation
- = Résultat d'exploitation (ou opérationnel)
- + Produits financiers
- Charges financiers
- = Résultat courant (ou des activités ordinaires)
- + Produits exceptionnels
- Charges exceptionnels
- Participation des salariés
- Impôt sur les bénéfices
- = Résultat net de l'exercice

Le premier réflexe financier est de regarder si les opérations de la période ont permis de dégager un bénéfice net ou une perte nette.

L'établissement des soldes **intermédiaires de gestion** (SIG) n'est pas obligatoire, mais leur connaissance est très utile à l'analyste financier, car ils expliquent la formation du résultat.

L'IAS 1 suggère la publication de trois SIG : le résultat opérationnel, le résultat des activités ordinaires et le résultat net.

En outre ces soldes peuvent être aussi utiles au calcul des autres soldes, des autres marges comme par exemple :

- marge commerciale (pour les entreprises commerciales et pour la partie d'activité purement commerciale des entreprises industrielles)
- production de l'exercice
- valeur ajoutée (c'est la différence entre d'un part la marge commerciale et la production et, d'autre part les consommations de biens et de services fournis par des tiers de ce production)
- excédent brut d'exploitation (EBE) qui consiste le cash flow d'exploitation avant charges financières et impôt sur bénéfices.
- résultat sur cession d'éléments d'actifs immobilisés

La capacité d'autofinancement (CAF) est une extension de l'EBE aux éléments financiers et exceptionnels du compte de résultat.

L'**autofinancement** a une triple vocation :

- **assurer le maintien potentiel productif** de l'entreprise grâce aux dotations aux amortissements dont l'objectif est de renouveler les immobilisations corporelles après usage,
- **financer la croissance** de l'entreprise grâce au bénéfice net après distribution,
- **faire face aux risques** probables de l'entreprise par les dotations aux provisions.

1.4. La consolidation des comptes

Une société commerciale est tenue de consolider ses comptes avec ceux d'autres sociétés dès lors qu'elle exerce sur ces derniers :

- un contrôle exclusif
- un contrôle conjoint ou
- une influence notable.

À chaque forme de contrôle, il correspond une méthode de consolidation :

- intégration globale (si le contrôle est exclusif)
- agrégation des comptes proportionnelle (si le contrôle est conjoint)
- consolidation par mise en équivalence (s'il y a une influence notable)

Comme les PME jouent plutôt le rôle des filiales, il est rare, qu'elles aient à présenter des comptes consolidés et documents de synthèse consolidés.

1.5. Le tableau des flux

Le bilan permet d'évaluer un équilibre ou un déséquilibre financier à **un moment donné** mais ne fournit pas les éléments permettant d'en expliquer l'évolution. C'est cette **dynamique** qu'introduit le **tableau des flux** en retraçant les besoins financiers nés au cours d'une période donnée et les moyens mis en oeuvre pour les couvrir.

L'analyse par les flux améliore la perception des conditions du développement, apporte des explications fines sur l'origine de la déformation des concepts d'équilibre bilantiel et permet de faire la jonction avec les déterminants de la valeur de l'entreprise.

Une telle méthodologie d'**analyse financière dynamique** par des flux monétaires est également plus adaptée lorsque la société fait l'objet de comparaisons dans l'espace international.

Les modèles de tableau des flux sont nombreux, mais les deux types plus importantes et plus connues :

- le tableau de financement et
- le tableau de flux de trésorerie.

1.5.1. Le tableau de financement

Le tableau de financement est un tableau des emplois et ressources qui explique les variations du patrimoine de l'entreprise au cours d'un exercice ainsi que l'évolution de l'équilibre financier fonctionnel.

Le tableau du financement **est formé de deux parties** :

- le tableau d'emplois-ressources et
- le tableau de variation du fond de roulement.

Une analyse des liaisons entre les deux parties du tableau de financement est susceptible d'offrir une présentation unique des opérations globales d'une période.

Selon cette logique synthétique, **les emplois nets** d'un exercice sont représentés par l'ensemble formé des **acquisitions d'immobilisations** (nettes de cessions), des **charges à répartir** et de la **variation du fond de roulement**.

Ces emplois **sont financés** par des **fonds propres** (CAF moins dividendes) et par des **ressources externes** (apport en capital nets de retraits, nouveaux emprunts diminués des remboursements et variation des crédits de trésorerie) :

1.5.2. Le tableau des flux de trésorerie

Ce tableau recommandé en France dans un premier avis daté de 1988, par l'Ordre des experts-comptables français s'inspire du Statement of Cash-flow américain.

C'est un cadre explicatif de la variation de trésorerie nette constatée au cours d'une période.

Les détails concernant le tableau des flux de trésorerie seront présentés dans le chapitre qui suit.

1.6. Exercices

CHAPITRE 2 : LE TABLEAU DE FLUX DE TRÉSORERIE (IAS/IFRS)

Le deuxième chapitre est consacré à l'analyse de flux financiers de l'entreprise. Il permet de connaître et maîtriser l'influence des flux d'investissement, de financement et d'activités opérationnelles sur la trésorerie.

Plan du chapitre

1. Introduction
2. Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles
3. Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement
4. Flux de trésorerie liés aux activités de financement
5. Analyse du tableau des flux de trésorerie
6. Exercices

2.1. Introduction

Le tableau de flux de trésorerie recommandé par l'Ordre des experts-comptables, explique la **variation de trésorerie** au cours de deux périodes successives. Il propose une **approche fonctionnelle** de la variation de trésorerie en mettant en évidence, successivement : la trésorerie dégagée par l'exploitation, la trésorerie nette consacrée aux investissements, la trésorerie nette liée au financement.

Le tableau des flux de trésorerie, où ne figurent que des entrées et des sorties d'argent vise à analyser la variation de trésorerie, laquelle doit être justifiée par la différence entre la trésorerie à la clôture et la trésorerie à l'ouverture de l'exercice.

Il est bâti sur l'égalité suivante :

$$\begin{aligned} & \text{Flux nets de trésorerie généré par l'activité} \\ + & \text{ Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement} \\ + & \text{ Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement} \\ = & \text{ Variation de trésorerie} \end{aligned}$$

Et encore :

$$\text{Trésorerie de clôture} - \text{Trésorerie à l'ouverture} = \text{Variation de trésorerie}$$

2.2. Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles

Ce sont des flux de trésorerie provenant de (affecté à) **l'exploitation**. La notion d'exploitation doit être comprise au sens large d'activité (les charges financières sont incluses dans les opérations d'exploitation). Le flux de trésorerie sur opérations de gestion donne une mesure de l'aptitude d'une entreprise à couvrir des emplois stratégiques sans financement externe. Il

informe sur la capacité de l'entreprise à assurer le remboursement des ses emprunts, ses investissements, et le paiement des dividendes avec ses ressources propres.

Cette première partie du tableau est assez délicate car on raisonne à partir du résultat.

Pour passer du résultat à la trésorerie dégagée par l'exploitation au sens large, **il faut éliminer toutes les charges et les produits sans incidence sur la trésorerie** (ou non liés à l'exploitation). C'est la **méthode dite « indirecte »**.

Deux modèles de présentations du tableau sont proposés :

- l'un à partir du résultat net
- l'autre à partir du résultat d'exploitation.

Option 1. :

Flux de trésorerie lié à l'activité	Exercice N
Résultat net	
(Élimination des charges et des produits sans incidence sur la trésorerie)	
+ Amortissements et provisions (dotations nettes des reprises)	
– Plus values des cessions nettes d'impôt	
– Quote-part de subventions d'investissements virés au résultat	
– Augmentation des frais d'établissement	
– Transferts des charges au compte de charges à répartir	
= Marge brute d'autofinancement	
– Variation du BFR lié à l'activité	
A. Flux net de trésorerie généré par l'activité	

Option 2. :

Flux de trésorerie lié à l'activité	Exercice N
Résultat d'exploitation	
(Élimination des charges et des produits sans incidence sur la trésorerie)	
+ Amortissements et provisions	
= Résultat brut d'exploitation	
– Variation du BFRE	
= Flux net de trésorerie d'exploitation	
(Autres encaissements et décaissements liés à l'activité)	
+ Produits et frais financiers	
+ Produits et frais exceptionnels	
– Autres (IS, participation, augmentation des frais d'établissement)	
A. Flux net de trésorerie généré par l'activité	

Le tableau de trésorerie de la Banque de France est présenté par la **méthode** dite « **directe** ».

Méthode directe	Exercice N
Chiffre d'affaire hors taxe et autres produits d'exploitation	
– Variation Clients et autres créances d'exploitation	
= Encaissement sur produits d'exploitation (a)	
Achat et autres charges d'exploitation	
– Variation fournisseurs et autres dettes d'exploitation	
= Décaissements sur charges d'exploitation (b)	
= Flux de trésorerie d'exploitation (a-b)	
+ Flux liés aux opérations hors exploitation	
– Charges d'intérêt	
– Impôts sur les bénéfices décaissés	
– Participation des salariés	
– Distribution mise en paiement	
A. Flux net de trésorerie interne	

2.3. Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement

Les flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement donnent une mesure des sommes affectées au renouvellement et au développement de l'activité en vue de préserver ou d'augmenter le niveau des flux futurs de trésorerie, comme par exemple :

- acquérir ou céder des immobilisations incorporelles et corporelles,
- acquérir ou céder une part du capital d'autres entreprises, consentir des prêts.

Ordinairement la fonction investissement est **consommatrice de trésorerie** car la pérennité des activités, qui garantit le cash-flow futur, oblige l'entrepreneur à des acquisitions fréquentes d'immobilisation.

Les revenus nets d'impôt sur actif financiers, spécialement les dividendes sur participations ou les intérêts des prêts à long terme, sont susceptibles d'être classés dans la fonction investissement.

Flux de trésorerie lié aux opérations d'investissement	Exercice N
+ Cession d'immobilisations nettes d'impôt	
– Acquisitions d'immobilisations	
Incidence de la variation des décalages de trésorerie sur les opérations de financement	
+ Variation des dettes sur immobilisations	
B. Flux nets de trésorerie lié aux opérations d'investissement	

2.4. Flux de trésorerie liés aux activités de financement

Le solde des encaissements et décaissements de la fonction de financement mesure la contribution des ressources externes au développement de l'entreprise.

Les flux de trésorerie liés aux opérations de financement permettent d'identifier les sources de financement (augmentation de capital par apport numéraire, nouveaux emprunt...) et les décaissements y afférents (distributions de dividendes, diminution de capitaux, remboursement d'emprunts. Les intérêts sur emprunts, qui sont habituellement classés parmi les flux de trésorerie liés à l'activité, peuvent être présentés parmi les opérations de financement, dans la mesure où les intérêts sur emprunts donnent la mesure du coût de financement de l'entreprise.

Les activités de financement sont les activités qui entraînent des changements quant' à l'ampleur et à la composition des capitaux propres et des capitaux empruntés de l'entreprise.

Flux de trésorerie lié aux opérations de financement	Exercice N
Augmentation de capital (apports en numéraires)	
– Dividendes versés aux actionnaires	
+ Encaissements provenant de nouveaux emprunts	
– Remboursement d'emprunts	
+ Subventions d'investissements reçues	
B. Flux nets de trésorerie lié aux opérations de financement	

2.5. Analyse du tableau des flux de trésorerie

On sait qu'une augmentation de l'activité n'est pas forcément le synonyme de l'augmentation de la trésorerie. En effet une **augmentation de l'activité** peut se traduire par une augmentation plus que proportionnelle du BFR lié à l'activité et donc **réduire la trésorerie** générée par l'activité. Le tableau de trésorerie permet de signaler ce phénomène et donc d'alerter sur d'éventuelles situations pouvant conduire à une cessation des paiements.

Si la trésorerie de l'activité est positive, cela signifie, que l'activité a généré une trésorerie disponible après accroissement éventuel du BFR lié à l'activité.

Dans le cas contraire, cela indique que l'autofinancement lié à l'activité a été insuffisant pour couvrir la variation du BFR lié à l'activité.

La trésorerie liée à l'activité ne permet pas dans ce cas de couvrir les investissements de l'entreprise et les versements de dividende.

La pérennisation d'une telle situation aboutira alors à un accroissement de l'endettement et donc à des charges financières de plus en plus lourdes et à l'asphyxie progressives et inéluctable de l'entreprise.

Les limites du tableau des flux de trésorerie

- La trésorerie est un indicateur volatil car elle est soumise à des variations saisonnières et à des fluctuations au cours d'un même mois.
- Comme ce document étant établi à la clôture de l'exercice, beaucoup d'entreprises peuvent choisir une date de clôture qui leur est plus favorable en termes de présentation de la trésorerie générée par l'activité.

Il faut donc interpréter les informations issues de ce tableau avec prudence.

2.6. Exercices

CHAPITRE 3 : LA DECISION DE FINANCEMENT

La décision de financement peut être analysée en considérant essentiellement trois catégories d'opérations : l'autofinancement, l'augmentation du capital par apport numéraire et l'endettement. Ce chapitre a pour objectif de faire connaître les possibilités et les conséquences financières de la décision de financement

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Le financement propre et financement externe
3. L'effet de levier
4. La thèse de F. Modigliani et M. Miller et le CAPM
5. L'endettement financier à long terme
6. L'endettement financier à court terme
7. La gestion de trésorerie
8. Exercices

3.1. Introduction

Tout au long de leur existence, d'abord lors de leur création, puis pour assurer leur fonctionnement et leur développement, les entreprises ont besoin de fonds. L'entreprise doit se doter d'un outil de production et financer son cycle d'exploitation, notamment ses stocks et ses créances clients. Le financement des entreprises désigne l'ensemble des ressources qu'elles doivent se procurer pour faire face à leurs besoins. Les ressources, très diverses, peuvent être regroupées en deux catégories : les capitaux propres et les capitaux empruntés. La manière de combiner les différents moyens de financement est un élément de la stratégie financière qui a des conséquences directes sur la situation économique de l'entreprise, notamment sa valeur, sa solvabilité et sa rentabilité.

3.2. Le financement propre et financement externe

La décision de financement peut être analysée en considérant essentiellement trois catégories d'opérations :

- l'autofinancement,
- l'augmentation de capital par apport en numéraire
- l'endettement.

En effet l'entreprise peut choisir entre

- les ressources qu'elle génère (l'autofinancement)
- les ressources apportées par les associés (l'augmentation de capital par apport en numéraire)
- les ressources provenant de créanciers (l'endettement)

On parle encore des ressources :

- de financement interne (l'autofinancement et cessions d'actifs immobilisés)
- de financement externe (l'augmentation de capital par apport en numéraire, endettement voire crédit-bail)

L'**autofinancement** peut être défini comme la part non distribuée et épargnée des profits d'une entreprise au cours d'une période.

Cependant, cette définition doit être précisée pour parvenir à un concept mesurable. L'autofinancement doit être distingué de concepts voisins tels que celui de cash-flow (ou flux de trésorerie) et celui de capacité d'autofinancement.

La **capacité d'autofinancement** (C.A.F.) représente la trésorerie potentielle dégagée par l'activité de l'entreprise pendant la période considérée, en général l'exercice comptable. La C.A.F. est généralement exprimée comme la différence entre les produits d'exploitation « encaissables », c'est-à-dire encaissés à plus ou moins long terme selon le délai de crédit accordé aux débiteurs (essentiellement les clients), et les charges « décaissables », c'est-à-dire décaissées à plus ou moins long terme selon le délai de crédit accordé par les créanciers (essentiellement les fournisseurs), à l'exclusion des opérations de cessions des immobilisations.

Autofinancement = Capacité d'autofinancement – dividendes prélevés

C'est une ressource disponible pour l'investissement futur ou déjà effectué.

L'augmentation du capital

Cela consiste en l'augmentation des capitaux propres en faisant souscrire de nouvelles parts pour une SARL ou action pour une SA. Il est ainsi demandé aux actionnaires de contribuer financièrement et individuellement pour financer les investissements, mais on peut aussi inciter des personnes à devenir actionnaires de l'entreprise. L'acceptation par les actionnaires de remettre de l'argent dans la société n'est pas garantie. Cela dépend entre autre de la rentabilité des fonds propres, du cours de la bourse pour les entreprises cotées.

L'augmentation de capital dans les sociétés est soumise à des conditions et des modalités particulières et doit respecter certaines formalités de publicité.

L'**endettement** est le total des dettes de la société vis-à-vis de partenaires (tiers) extérieurs : épargnants, banques, organismes financiers, fournisseurs, Etat, etc.

Le **niveau de l'endettement d'une société par rapport à ses ressources propres** et son évolution constituent un élément de gestion financière important puisqu'on mesure ainsi la plus ou moins grande autonomie de l'entreprise.

Il est toujours recommandé de diversifier cet endettement pour éviter la trop forte dépendance vis-à-vis d'un ou de quelques prêteurs peu nombreux.

Ainsi que sa capacité à emprunter à nouveau, le **montant optimal de l'endettement** d'une société est difficile à préciser puisqu'il peut varier en fonction des branches d'activité, des situations particulières (niveau des taux) ou de la conjoncture.

Parmi les théories récentes, on trouve la **théorie de picotage (Pecking Order)** de S. Myers qui suggère que les entreprises privilégient la séquence décisionnelle du financement suivante :

- les entreprises choisissent avant tout l'autofinancement. Elles adaptent donc le taux de distribution de dividendes aux opportunités d'investissements disponibles
- si le financement externe est nécessaire, elles préfèrent d'abord l'endettement, ensuite les titres hybrides et en dernier lieu l'augmentation de capital.

3.3. L'effet de levier

L'effet de levier est une conséquence bien connue du financement par emprunt sur les résultats de l'entreprise.

Dans la mesure où l'entreprise emploie des capitaux empruntés à un taux d'intérêt fixe pour des investissements dont le taux de rentabilité est supérieur à ce taux, il va en résulter une augmentation du bénéfice à la disposition des actionnaires et une augmentation du bénéfice par action (puisque le nombre d'actions est inchangé).

L'effet de levier de la dette est un des outils d'analyse et de gestion financière les plus diffusés auprès des responsables d'entreprises. Nous proposons un modèle détaillé de la mesure de l'effet de levier, fondé sur les documents comptables, et qui permet de mesurer la contribution du levier à la rentabilité des entreprises.

3.4. La thèse de F. Modigliani et M. Miller

Le théorème de **Modigliani-Miller** (1958) est l'un des jalons importants de la théorie des marchés financiers. Il en existe en fait deux, mais c'est le premier qui est le plus souvent cité :

- *Théorème 1.* : Sous condition que les **marchés fonctionnent parfaitement** (marchés complets, efficaces, absence ou neutralité des impôts, absence de coûts de transaction en cas de faillite etc.), la **valeur d'une entreprise est indépendante de la façon dont elle est financée** (en dette ou en action).
- *Théorème 2.* : Dans un marché parfait la politique de dividende d'une entreprise est sans influence sur sa valeur.

Si les conditions d'application des théorèmes sont réunies, ceci signifie que les managements peuvent et doivent dissocier les décisions d'investissement et de financement :

- la valeur de l'actif économique que représente une entreprise ne dépend que de la pertinence des choix d'investissement qu'elle effectue, et non de la façon dont elle est financée.
- les choix de financement (et notamment la proportion de dette dans le bilan) n'influent pas sur la valeur de l'entreprise.

Le lien entre le théorème de Miller-Modigliani et l'effet de levier

Le théorème de Modigliani-Miller dit que ce qui compte pour définir **la valeur d'un actif économique, c'est la valeur que l'on attribue aux flux opérationnels qu'il peut générer** (les cash flows opérationnels), et que la somme des valeurs de l'ensemble des actifs financiers

qui servent à financer cet actif économique –actions, dettes, ou tout autre moyen de financement - doit rester égale à cette valeur économique quelle que soit leur combinaison.

La conséquence directe est que **lorsque l'on augmente la dette** d'une entreprise sans en changer les perspectives, **la valeur de ses actions doit diminuer** d'autant.

La raison de fond en est assez logique : lorsqu'on augmente la dette, on augmente aussi le risque sur les actions. Or l'équilibre sur le marché financier exige que l'on rémunère davantage les actifs risqués. Donc lorsqu'on augmente la dette d'une entreprise, la rentabilité exigée par les marchés financiers sur les actions augmente, ce qui, pour des anticipations de flux futurs données, diminue ipso facto leur valeur financière (cf les développements donnés en cours sur la valorisation des actifs financiers par actualisation des flux futurs).

MEDAF – CAPM

La relation fondamentale du modèle stipule que la rentabilité d'un actif financier est égale à la rentabilité d'un actif sans risque augmentée d'une prime de risque qui dépend de la volatilité de l'actif financier, son coefficient bêta, et de la rentabilité du marché.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times [E(R_m) - R_f]$$

Où

- $E(R_i)$ est l'espérance de rentabilité de l'actif i ,
- R_f est la rentabilité de l'actif sans risque,
- $E(R_m)$ est l'espérance du marché,
- $\beta_i \times [E(R_m) - R_f]$ est la prime de risque de l'actif i ,
- β est le coefficient bêta de l'actif i qui mesure la sensibilité de l'actif aux mouvements du marché, donc son risque.

Plus β_i est important, plus le risque est fort, plus la prime de risque est forte, plus la rentabilité attendue de l'actif est importante.

Si R_i est un actif sans risque, son β étant nul, on peut observer que $E(R_i) = R_f$ dans ce cas. De même si R_i est un portefeuille d'actif diversifiés qui réagit comme le marché dans son ensemble, son β est égal à 1, on peut vérifier que $E(R_i) = E(R_m)$ dans ce cas.

Exemple :

Une action a un bêta de 1,44. Pour le prochain exercice l'espérance de rentabilité du marché financier est de 7 %, le taux de l'argent sans risque est de 4 %.

L'espérance de rentabilité (rentabilité exigée) de l'action est de

$$4 \% + 1,44 \times (7 \% - 4 \%) = 8,32 \% \text{ alors } 8,32 \%$$

Le MEDAF peut être utilisé pour déterminer le coût des fonds propres d'une société, défini comme l'espérance de rentabilité attendue par les actionnaires. Le coût des fonds propres est nécessaire pour calculer le coût du capital.

3.5. L'endettement financier à long terme

La décision d'endettement à long terme naît de la constatation d'un déficit, c'est-à-dire de besoins de financement (investissements), que l'autofinancement constaté ne peut pas couvrir (taux d'autofinancement inférieur à un).

3.5.1. L'emprunt bancaire à long terme

L'emprunt bancaire à long terme est accordé par des établissements de crédit. L'emprunt à long terme proprement dit a une durée supérieure à sept ans, l'emprunt de moyen terme a une durée comprise entre deux et sept ans.

Les emprunts à long terme sont essentiellement distribués par des institutions financières spécialisées.

3.5.2. L'emprunt obligataire

L'emprunt obligataire est un emprunt à long terme divisé en parts égales (les **obligations**) achetées par des tiers (les **obligataires**) représentés par un organe appelé la **masse** (confer droit de crédit). Les obligations sont des titres négociables inscrits à la cote d'une bourse de valeurs mobilières. Ce mode de financement est réservé aux sociétés **pouvant faire appel public à l'épargne** (sociétés par actions, GIE dont les membres sont uniquement des sociétés par actions, l'Etat et les collectivités publiques) et dont le **capital est entièrement libéré** (sauf si l'emprunt est garanti par l'Etat ou une collectivité publique). Pour les sociétés de moins de deux ans d'existence, un commissaire aux comptes doit vérifier l'actif et le passif.

3.5.3. Le crédit-bail

Le crédit-bail est une technique de financement des investissements professionnels. Le chef d'entreprise choisit un équipement et convient avec le vendeur des conditions de l'achat. Après examen du dossier, une société de crédit-bail achète le matériel et loue celui-ci au chef d'entreprise qui l'exploite librement.

Le crédit-bail est juridiquement une location. Il finance, en principe, uniquement les matériels standard.

La durée des contrats est fixée en fonction de la durée d'amortissement fiscale des matériels financés (légèrement plus courte, éventuellement).

Les contrats sont assortis d'une valeur résiduelle (option d'achat en fin de location) comprise généralement entre 1 % et 6 % du prix d'origine hors taxes des matériels. Les loyers de crédit-bail sont payables "terme à échoir" (en début de période) et peuvent être linéaires ou dégressifs, le plus souvent à échéance trimestrielle.

3.6. L'endettement financier à court terme

L'endettement financier à court terme a pour but de permettre à l'entreprise de financer son exploitation. Il est en général inférieur à un an, mais il peut aller jusqu'à deux ans pour les entreprises ayant un cycle d'exploitation long.

3.6.1. Les crédits à court terme

Les prêts à court terme se font habituellement sous forme de prêts d'exploitation à terme (moins d'un an) et de marges de crédit renouvelables. Ils financent les activités quotidiennes de l'entreprise, notamment les salaires des employés, et les achats de stock et de fournitures. Celles-ci s'épuisent rapidement et les stocks se vendent, ce qui crée la rotation des stocks. On peut aussi utiliser le préfinancement (prêts-relais à court terme fixe) pour soutenir les contrats des comptes débiteurs, lesquels sont relativement sans risque, mais différés de un à trois mois. Les fonds d'exploitation à court terme doivent être garantis d'abord par tout bien corporel non engagé de l'entreprise, puis par tous les fonds additionnels des actionnaires ou les sûretés personnelles des directeurs. Les stocks servent parfois de garantie temporaire des prêts d'exploitation. Le préfinancement est normalement garanti par la mobilisation de créances et les sûretés personnelles. Dans le bilan, les comptes débiteurs, les stocks et les fournitures apparaissent à la section des actifs à court terme, tandis que l'information correspondante sur le prêt est affichée dans la section du passif à court terme.

Les prêteurs exigent normalement un taux de base plus élevé sur les prêts d'exploitation, qui reflète la valeur relativement plus faible de la garantie. Le montant de la marge de crédit d'exploitation sera déterminé en fonction des données de trésorerie projetées du plan d'entreprise. Les prêteurs favorisent les entreprises qui affichent une saine gestion, un potentiel de croissance stable et des projections de trésorerie fiables (qui démontrent la capacité de l'entreprise de régler les paiements d'intérêt mensuels sur cette marge de crédit à même les bénéfices projetés dans un plan d'affaires écrit).

3.6.2. Autres méthodes de court terme

Le découvert

Les banques ont raffiné ce programme qu'on pourrait appeler mécanisme de découvert prévu. La banque autorise un certain montant de découvert à une entreprise, sans les lettres de change usuelles signées au préalable. Le taux d'intérêt réel est ramené à un à deux points au-dessus du taux préférentiel et on substitue un barème de frais bancaires pour combler la différence.

L'escompte

L'escompte est une opération qui consiste pour une banque à **racheter** à une entreprise les **effets de commerce** (billets à ordre et traites) dont elle est porteuse (bénéficiaire final) avant l'échéance et ce moyennant le paiement d'**agios**, le cédant (le bénéficiaire du crédit) restant garant du paiement.

L'escompte fait donc intervenir trois parties : l'entreprise bénéficiaire de l'escompte, appelée le cédant, le débiteur de l'effet, appelé le cédé et le banquier qui est, lui, le cessionnaire.

L'escompte permet donc à une entreprise d'assurer la liquidité d'une partie de ses créances et son coût est, en principe, moins élevé que le découvert.

Les crédits de trésorerie

Ils sont destinés à soulager l'entreprise qui connaît un **décalage temporaire** entre ses recettes et ses dépenses dont l'origine est à rechercher dans le cycle d'exploitation, entre la phase d'approvisionnement (début du cycle) et la phase de paiement des clients (fin du cycle).

Ces crédits de trésorerie peuvent prendre la forme de :

- **crédit de caisse** ou **ligne de crédit permanente** destinée à couvrir les besoins en fonds de roulement pour un montant et une durée fixés ;
- **crédit relais** ou **facilité de caisse** pour couvrir un besoin de liquidité de courte durée en attendant de convenir d'un financement plus adapté.

3.7. La gestion de trésorerie

La gestion de trésorerie, qui est une gestion à court terme, poursuit plusieurs objectifs : veiller aux équilibres financiers, prévoir les besoins de financement et les excédents de liquidités, minimiser les frais et maximiser les produits financiers, prévenir trois types de risques (change, taux d'intérêt et crédit).

Une bonne gestion de trésorerie consiste à :

- maintenir une liquidité suffisante pour faire face aux échéances,
- optimiser la valeur des fonds en dépôt,
- réduire ses frais de service

Les outils les plus importants de la gestion de trésorerie sont :

- le budget de trésorerie
- le plan de trésorerie

Le budget de trésorerie

Le budget de trésorerie est l'outil de prévision de l'évolution des liquidités de l'entreprise établi pour un exercice comptable.

Il permet d'anticiper l'impact sur les liquidités :

- du volume des ventes ;
- des conditions de paiement pour les clients et les fournisseurs ;
- des investissements réalisés ;
- des frais de structure ;
- des dépenses pour la recherche ;
- etc.

En fonction des prévisions d'entrées et de sorties de fonds en provenance des cycles financiers et d'exploitation, le budget de trésorerie permet au trésorier d'anticiper le recours à un crédit bancaire ou d'envisager le placement d'un excédent de liquidité.

Le plan de trésorerie

Le plan de trésorerie pilote le budget dans la mesure où il actualise en permanence (par semaine ou par mois) les prévisions budgétaires en fonction du déroulement des différents cycles de l'entreprise. On parle de plan de trésorerie glissant puisqu'à tout moment le trésorier compare les flux réalisés avec les prévisions et actualise ces prévisions en fonction des écarts constatés.

3.8. Exercices

CHAPITRE 4 : LA DECISION D'INVESTISSEMENT

De toutes les décisions financières importantes, la rentabilité et le risque sont les deux dimensions sur lesquelles l'entrepreneur ou le gestionnaire ont besoin d'être éclairés. La décision d'investissement est la décision la plus grave prise par l'entreprise. Généralement elle est irréversible et l'engage sur une période de plusieurs années. Ce chapitre est consacré aux outils d'aide à la décision financière à long terme.

Plan du chapitre :

1. Introduction
2. Les hypothèses (Le cash flow net, Le taux d'actualisation)
3. Les critères de choix d'investissement en avenir certain
 - 3.1. La valeur actuelle nette
 - 3.2. Le taux de rentabilité interne
 - 3.3. Autres méthodes classiques
 - 3.4. Limites des méthodes classiques
4. La décision d'investissement en avenir incertain
5. Exercices

4.1. Introduction

La décision d'investissement est essentielle à la pérennité et à la croissance d'une entreprise. Elle doit faire l'objet d'une analyse préalable, exhaustive et rigoureuse. Ce chapitre a pour objectif de familiariser le lecteur à la pratique des outils de choix d'investissement issus des principes fondamentaux de la finance moderne.

Les décisions d'investissements et de financement sont les deux grandes décisions à long terme auxquelles sont confrontés les responsables financiers.

De l'aspect financier, l'investissement est définie comme l'**engagement d'une somme dans le présent en vue d'obtenir des flux financiers que l'on espère positifs dans le futur.**

4.2. Les hypothèses

En général on parle de projet d'investissement caractérisé par les paramètres suivants :

- les dépenses d'investissement
- les « profits » de l'investissement
- la durée de vie
- la valeur résiduelle (la valeur vénale des immobilisations et le BFRE récupéré en fin de projet)

On distingue en général trois **degrés de dépendence** entre les projets d'investissement :

- les projets dépendants (des projets complémentaires)
- les projets indépendants
- les projets mutuellement exclusifs.

4.2.1. Le cash flow net (flux de trésoreries nets d'impôt)

Une des idées de base du choix d'investissement est : raisonner en trésorerie en cherchant à évaluer les **flux nets de trésorerie** générés par l'opération d'investissement.

Le tableau suivant simple peut montrer les différents flux de trésorerie liés à l'investissement.

Tableau d'analyse de l'investissement					
Flux financiers générés par l'opération d'investissement	Dates				
	0	1	2	3	4
Encaissements :					
- CAF		X	X	X	X
- Valeur résiduelle des immobilisations					X
- Valeur résiduelle du BFRE					X
Décaissements					
- Immobilisations	X				
- Variation du BFRE	X	X	X	X	
Flux nets de trésorerie	X	X	X	X	X

Les critères de choix d'investissement sont évalués à partir des flux nets de trésorerie.

4.2.2. Le taux d'actualisation

L'actualisation est une opération intervenant très fréquemment en mathématiques financières (en particulier dans les problèmes de placement ou d'investissement) qui consiste à **déterminer la valeur présente (valeur actuelle) d'un capital futur ou d'une suite de flux de trésorerie.**

Tout individu aussi bien que les entreprises disposant d'une richesse doit faire face à l'alternative suivante : **consommer ou investir.** Ils préfèrent si l'alternative leur en est offerte un revenu actuel au même revenu à une période future.

Par conséquent il y a indifférence entre un revenu actuel et un revenu futur si ce dernier est plus grand que le premier et d'un montant supérieur pour compenser la préférence pour le présent.

On traduit cette indifférence à l'aide d'un **taux d'actualisation qui permet de transformer un revenu futur en revenu actuel.**

Le taux d'actualisation se présente comme la **rémunération de l'abstention de consommer immédiatement.** (Source P. Piget : Gestion financière de l'entreprise Économica 2005.)

D'une façon générale on peut définir le taux d'actualisation le **taux de rentabilité minimum requis duquel tout projet d'investissement est rejeté.**

Il dépend **d'éléments objectifs** comme :

- le taux de rentabilité des capitaux propres de l'entreprise
- le taux moyen de placement sur le marché financier

Il dépend aussi des **éléments subjectifs** comme l'appréciation du risque.
Le risque joue un rôle central dans la détermination du taux d'actualisation.

4.3. Les critères de choix d'investissement en avenir certain

En avenir incertain, le choix s'effectue à partir de quatre outils classiques :

- la valeur actuelle nette
- le taux de rentabilité interne
- l'indice de profitabilité et
- le délai de récupération.

4.3.1. La valeur actuelle nette

La valeur actuelle nette d'un investissement, à la date d'acquisition T_0 , est égale à la somme des valeurs actuelles nettes des flux nets de trésorerie liées à cet investissement :

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1}^n (R_i - D_i)(1+t)^{-i} + V_n(1+t)^{-n}$$

Où :

n = la durée de vie du projet

I_0 = Montant de l'investissement à la date T_0

R_i = Recette d'exploitation de la période i

D_i = Dépense d'exploitation de la période i

$R_i - D_i$ = Flux net de trésorerie (cash-flows) de la période i

t = Taux d'actualisation

V_n = Valeur résiduelle de l'investissement à la date T_n

Un projet d'investissement peut être adopté si le **VAN est positive**.

Exemple :

Les flux nets de trésorerie prévisionnels générés par l'investissement « A » sont les suivants (en milles €):

Tableau d'analyse de l'investissement					
Flux financiers générés par l'opération d'investissement	Dates				
	0	1	2	3	4
Encaissements :					
- CAF		400	400	720	700
- Valeur résiduelle des immobilisations					0
- Valeur résiduelle du BFRE					216
Décaissements					
- Immobilisations	1 500				
- Variation du BFRE	300		100		
Flux nets de trésorerie (FNT)	- 1 800	+ 400	+ 300	+ 720	+ 916
FNT actualisé à 8 %	- 1 800	+ 370	+ 257	+ 572	+ 673
Cumul des FNT actualisés	- 1 800	- 1 430	- 1 173	- 601	+ 72

La société actualise ses projets avec un taux d'actualisation de 8%.

La VAN à 8% est égale à :

$-1\,800 + 400(1,08)^{-1} + 300(1,08)^{-2} + 720(1,08)^{-3} + 916(1,08)^{-4} = 72$ milles €, alors le projet peut être adopté.

4.3.2. Le taux de rentabilité interne

Le taux interne de rentabilité est le taux à partir duquel l'investissement commence à être rentable, autrement dit le taux t pour lequel la VAN est égale à zéro.

Elle s'exprime par l'équation :

$$VAN = -I_0 + \sum_{i=1}^n (R_i - D_i)(1 + \text{tir})^{-i} + V_n(1 + \text{tir})^{-n} = 0 \quad \text{ou encore}$$

$$I_0 = \sum_{i=1}^n (R_i - D_i)(1 + \text{tir})^{-i} + V_n(1 + \text{tir})^{-n}$$

avec

I_0 = Montant de l'investissement à la date T_0

R_i = Recette d'exploitation de la période i

D_i = Dépense d'exploitation de la période i

$R_i - D_i$ = Flux net de trésorerie de la période i

tir = Taux interne de rentabilité

V_n = Valeur résiduelle de l'investissement à la date T_n

Dans l'équation « tir » est inconnu.

Si le taux d'actualisation est inférieur au taux interne de rentabilité, l'investissement est opportun.

La VAN est égale à :

$$-1\,800 + 400(1+\text{tir})^{-1} + 300(1+\text{tir})^{-2} + 720(1+\text{tir})^{-3} + 916(1+\text{tir})^{-4} = 0$$

D'ici le $\text{tir} = 0,899$ c'est à dire le taux d'interne de rentabilité est de 8,99 %.

4.3.3. Autres méthodes classiques

4.3.3.1. Indice de profitabilité (profitability value index)

Les projets d'investissement n'ont pas le même investissement initial.

Supposons par exemple que le projet d'investissement « A » demande un investissement initial de 1 800 000 € tandis que « B » demande celui de 600 000 €, on peut alors légitimement s'attendre à ce que la VAN positive soit plus élevée pour le projet « A » que pour « B ».

On peut utiliser l'indice de profitabilité (I_p) qui est défini comme le **rapport entre les cash flow nets actualisés et l'investissement initial**.

En continuant notre exemple précédent.

Tableau d'analyse de l'investissement					
Flux financiers générés par l'opération d'investissement	Dates				
	0	1	2	3	4
Encaissements :					
- CAF		400	400	720	700
- Valeur résiduelle des immobilisations					0
- Valeur résiduelle du BFRE					216
Décaissements					
- Immobilisations	1 500				
- Variation du BFRE	300		100		
Flux nets de trésorerie (FNT)	- 1 800	+ 400	+ 300	+ 720	+ 916
FNT actualisé à 8 %	- 1 800	+ 370	+ 257	+ 572	+ 673
Cumul des FNT actualisés	- 1 800	- 1 430	- 1 173	- 601	+ 72

Le capital initialement investis étant de 1 800 et la valeur actuelle nette à 8 % du projet élevant à 72, l'indice de profitabilité est égal à $(1\ 800 + 72) / 1\ 800 = 1,04$.

Les flux nets de trésorerie prévisionnels générés par l'investissement « B » sont les suivants (en milles €):

Tableau d'analyse de l'investissement					
Flux financiers générés par l'opération d'investissement	Dates				
	0	1	2	3	4
Encaissements :					
- CAF		200	200	200	200
- Valeur résiduelle des immobilisations					0
- Valeur résiduelle du BFRE					50
Décaissements					
- Immobilisations	500				
- Variation du BFRE	100		50		
Flux nets de trésorerie (FNT)	- 600	+ 200	+ 150	+ 200	+ 250
FNT actualisé à 8 %	- 600	+ 185	+ 129	+ 159	+ 184
Cumul des FNT actualisés	- 600	- 415	- 286	- 127	+ 57

Le capital initialement investis étant de 600 et la valeur actuelle nette à 8 % du projet élevant à + 57, l'indice de profitabilité est égal à $(600 + 57) / 600 = 1,095$

Ce critère complète celui de la valeur actuelle nette. Il est surtout utile comparer des projets nécessitant des capitaux d'un montant différent.

Les critères de décision sont les suivants :

- un projet doit être rejeté si son indice de profitabilité est inférieur à 1.
- lorsque deux projets sont concurrents, c'est celui qui a l'indice de profitabilité le plus important qui doit être choisi (dans l'exemple c'est « B »)

Si les deux projets d'investissement sont indépendants, tous les deux peuvent être acceptés. Dans ce cas on peut calculer un indice de profitabilité pondéré :

$$\frac{1800}{2400} \times 1,04 + \frac{600}{2400} \times 1,095 = 1,054$$

En conclusion, l'entreprise est généralement indifférente au problème de l'investissement initial même s'il y a de l'argent qui peut être investi.

4.3.3.2. Délai de récupération

Le délai de récupération (payback period) est le temps nécessaire pour que les cash flow nets cumulés d'un projet d'investissement soient égaux au montant de l'investissement initial. Cette méthode est fondée principalement sur le critère de liquidité. C'est la plus ancienne, la plus simple et encore couramment utilisée.

Le délai de récupération (ou le pay-back) indique le temps nécessaire à la récupération du montant de l'investissement. Pour le calculer, il convient de comparer les flux de trésorerie cumulés au montant de l'investissement.

Dans nos exemples le délai de récupération est pour tous les deux projet entre 3 et 4 ans. Pour tenir compte **du prix du temps**, on calcule parfois un délai de récupération **actualisé** qui est la période au bout de laquelle la VAN du projet devient positive. Dans nos exemples l'utilisation des FNT actualisés n'a pas abouti une différence importante dans le délai de récupération.

4.3.4. Limites des méthodes classiques

Il arrive quelques fois que les critères de sélection classiques n'aboutissent au même résultat et nécessitent le recours à d'autres outils.

a/ Discordance entre les critères

La discordance entre les critères de la VAN et du TIR interviennent quand la répartition temporelle des flux, la taille ou durée de vie des projets à sélectionner sont différentes. [Utilisation de la VAN Globale (VANG) et le TIR Global (TIRG)]

b/ Projets ayant des durées de vie différentes

c/ Projets de tailles différentes

4.4. La décision d'investissement en avenir incertain

Le choix d'investissement en avenir totalement incertain est beaucoup plus difficile, on doit recourir à d'autres critères de décision, inspirés de la théorie des jeux.

L'avenir incertain est caractérisé par l'impossibilité pour le décideur de tenir compte de son expérience ou de procéder à une expérimentation. Néanmoins, il peut évaluer les conséquences de ses décisions en fonction des réactions de l'environnement.

Il en résulte une matrice de résultats à partir de laquelle certaines critères sont utilisables en fonction de l'aversion du décideur pour le risque.

Concernant la décision d'investissement en avenir incertain en général on distingue deux approches :

- les critères ne faisant pas appel aux probabilités subjectifs
 - le critère de Laplace-Bayes
 - le critère de Wald
 - le critère Savage
 - le critère de Hurwicz
- Les arbres de décisions

4.5. Exercices

CHAPITRE 5 : LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

La valeur de l'entreprise est sans doute l'une des questions les plus passionnantes et les plus controversées de la finance moderne. Les questions fondamentales sur la valeur de l'entreprise sont les suivantes : comment peut-on estimer le coût des sources de financement ; le mode du financement a-t-il une influence sur la valeur d'une entreprise ? Telles sont les questions auxquelles nous souhaitons répondre dans ce chapitre.

Le plan du chapitre :

1. Introduction
2. Le coût des capitaux propres
3. Le coût de l'endettement
4. Le coût moyen pondéré du capital
5. Exercices

5.1. Introduction

La valeur de l'entreprise, ou **valeur de l'actif économique**, correspond à la valeur de marché de l'outil industriel et commercial. Elle est égale à la somme de la valeur de marché des capitaux propres (capitalisation boursière si l'entreprise est cotée) et de la valeur de marché de l'endettement net.

Les questions fondamentales sur la valeur de l'entreprise sont les suivantes:

- comment peut-on estimer le coût des sources de financement
- la nature du financement a-t-elle une influence sur la valeur d'une entreprise?

On parle alors, d'une part du **coût (moyen pondéré) du capital** et d'autre part de la **structure financière**.

5.2. Le coût des capitaux propres

Le coût des fonds propres est le rendement exigé par les investisseurs pour les fonds propres investis dans une société, étant donné le risque de liquidité de celle-ci.

Il y a deux méthodes utilisées pour déterminer le coût des fonds propres:

- le modèle de croissance du dividende
- l'approche reliée à la courbe risque-rendement.

Le modèle de Gordon-Shapiro aboutit à deux formules :

Il se base sur le modèle d'actualisation des dividendes. Ce modèle s'appuie sur le principe suivant : le prix d'une action correspond à la somme des flux futurs de dividendes générés par l'entreprise, actualisés au taux de rentabilité exigé par les actionnaires.

La première est obtenue en posant deux hypothèses malheureusement très réductrices :

- la croissance des dividendes est supposée constante à un taux g avec un pay-out stable ;

- on considère l'investissement sur une période n qui tend vers l'infini.

On a alors : $V_0 = DI / (t - g)$

Avec DI le dividende versé au titre de l'année en cours et encaissé à l'année 1, t le taux de rentabilité risqué et g le taux de croissance du dividende à l'infini.

La deuxième est le résultat d'un aménagement des hypothèses précédentes :

- les prévisions sur les dividendes portent sur D_i , avec i de 1 à n ;
- à partir de l'année n , la croissance des dividendes est constante à un taux g avec un pay-out stable.

Dès lors on obtient : $V_0 = \sum (D_i / (t - g)^i) + (D_n / (1 + t)^n) ((1 + t) / (t - g))$

Avec $i = 1, \dots, n$

Cette deuxième formule est beaucoup plus intéressante que la première car elle s'appuie sur des flux réels et permet de prendre un taux de rentabilité risquée différent pour chaque période. Ces formules étant extrêmement sensibles aux taux pris en considération, la deuxième formule possède un avantage important sur la première. Cependant, elle s'appuie toujours sur des éléments difficiles à déterminer et donne une valeur sans aucune considération du marché.

L'approche du MÉDAF

Comme on a vu déjà le coût des capitaux propres pour une entreprise doit être égal au taux de rendement que l'actionnaire peut obtenir d'un actif sans risque R_F , augmenté d'une prime de risque $[E(R_M) - R_F]$ multipliée par une mesure du risque systématique β_i :

$$K_c = E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F] \beta_i$$

Où:

- $E(R_i)$ est l'espérance de rentabilité de l'actif i ,
- R_F est la rentabilité de l'actif sans risque,
- $E(R_M)$ est l'espérance de rentabilité du marché
- $[E(R_M) - R_F] \beta_i$ est la prime de risque de l'actif i ,
- β_i est le coefficient bêta de l'actif i , qui mesure la sensibilité de l'actif aux mouvements du marché, donc son risque.

5.3. Le coût de l'endettement

Soit un emprunt « E » remboursable au bout de « n » années à un coût monétaire de « i » avant impôt ; soit « τ » taux d'impôt sur les bénéfices et « k_e » le coût d'endettement.

Pour l'entreprise se finançant par endettement, le coût de cette source de financement externe est donné par la relation suivante :

$$0 = E - \sum_{t=1}^n \frac{i.E.(1-r)}{(1+k_e)^t} - \frac{E}{(1+k_e)^n}$$

Après simplification et notamment sachant que :

$$\sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k_e)^t} = \frac{1-(1+k_e)^{-n}}{k_e}$$

On obtient le **coût de l'endettement k_e pour l'entreprise** :

$$K_e = i \times (1 - \tau)$$

5.4. Le coût moyen pondéré du capital (WACC – Weighted Average Cost of Capital)

Les entreprises créent de la valeur pour les actionnaires en ayant un capital investi qui est supérieur au coût de ces capitaux. Le Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC) ou Weighted Average Cost of Capital (WACC) est une expression de ce coût.

Le WACC est exprimé en pourcentage comme un intérêt. Par exemple si le WACC d'une entreprise s'élève à 10 %, ceci signifie que seuls les investissements et tous les investissements devraient être faits, s'ils génèrent un rendement supérieur au WACC de 10 %.

Le coût du capital pour n'importe quel investissement, qu'il soit pour une entreprise entière ou pour un projet, est le taux de rentabilité que les fournisseurs de capitaux voudraient recevoir s'ils investissaient leurs capitaux ailleurs.

Le coût du capital est alors un type de coût d'opportunité.

Calcul du CMPC

Le CMPC correspond à la moyenne pondérée des ressources utilisées par la société :

$$\text{CMPC} = K_C \frac{V_{FP}}{V_{FP} + V_D} + K_D \times (1 - IS) \times \frac{V_D}{V_{FP} + V_D}$$

V_{FP} : la valeur des fonds propres,

V_D : la valeur de la dette,

K_C : le coût des fonds propres,

K_D : le coût de la dette financière. Le facteur $(1 - IS)$ reflète l'économie d'impôt liée à la charge d'intérêts, les flux de trésorerie tenant compte d'un impôt à taux plein.

5.5. Exercices

C) SPÉCIFICITÉS NATIONALES

1. ALLEMAGNE

Le système financier allemand est depuis des siècles fortement orienté vers les banques. Les banques accordaient des crédits à long terme très favorables aux entreprises. Ces ressources financières sûres ont rendu possible pour les entreprises de négliger l'accumulation des capitaux propres importants. La conséquence de ce fait est, que dans une comparaison internationale le niveau des capitaux propres était très bas, et le marché des capitaux avait une croissance modérée.

Les cadres et les conditions financières ont subi un changement important au cours des dernières années. Les causes de ce changement sont l'accélération du développement des technologies informatiques, la libéralisation et réorganisation des marchés des capitaux, l'harmonisation de la réglementation des marchés financiers, les risques et l'importance croissantes de l'aspect de rentabilité dans la concurrence internationale.

Ceci a provoqué des changements dans le domaine du traitement de crédit : les décisions des banques ont remplacé les taux d'intérêt uniques par des taux d'intérêt différés (suivant les risques) en remplaçant des taux d'intérêts uniques.

Les nouveaux éléments de financement ont rendu possible pour les entreprises d'optimiser leur structure de capital.

Les entreprises à partir de ces nouveaux éléments de financement peuvent diversifier les ressources financières, et en plus améliorer leur structure de capital pour obtenir d'autres crédits ultérieurement.

En même temps ces éléments ont posé de nouvelles difficultés pour certaines entreprises qui désiraient obtenir des crédits. Les causes de ces difficultés sont les exigences élevées de documentation, la caractère publique des informations et les procédés de crédit plus sophistiqués, des exigences de sécurité croissantes et la croissance des taux d'intérêt.

Pas plus du huitième des PME – les plus grandes en premier lieu – possèdent un « rating » externe, qui est une des conditions pour accéder aux marchés des capitaux.

La plupart des PME allemandes présentent leurs bilans suivant les règles nationales (Handelsgesetzbuches – HGB). Les PME orientées vers les marchés des capitaux présentent leurs bilans suivant les standards internationaux, IFRS.

La différence la plus importante est que les IFRS l'importance est donné à la valeur actuelle des éléments du patrimoine.

La plupart des PME allemandes refusent de présenter le bilan suivant les règles IFRS et de présenter tous les deux versions (HGB – IFRS).

Le rôle des crédits à court terme

Les formes les plus fréquentes du crédit à court terme sont les crédits fournisseurs et les crédits de trésorerie qui sont utilisées par presque toutes les entreprises.

Dans les années 2001-2006 le volume des crédits à court terme était en régression, mais à partir de 2006 ces sources de financement sont devenus de nouveau importantes.

La méthodologie de l'évaluation d'entreprise

Précédemment les méthodes patrimoniales étaient les méthodes de l'évaluation utilisées en Allemagne, mais de nos jours elles sont remplacées par les méthodes de la « valeur de rendement » obtenue par la capitalisation des revenus futurs espérés.

A la suite de la mondialisation des marchés de capitaux la méthode d'actualisation des flux de trésorerie est devenue la méthode d'évaluation la plus connue.

Dans le domaine de l'évaluation des PME les méthodes plus pratiques, comme par exemple l'approche des comparables jouent un rôle important. L'évaluateur s'adosse à plusieurs variables comptables explicatifs comme le chiffre d'affaire, le résultat brut d'exploitation (RBE, EBITDA), le résultat d'exploitation (REX, EBIT) ou encore le résultat net (RN)

Le réseau bancaire allemand

Le système bancaire allemand est l'un des plus grands dans le monde. Plusieurs banques allemandes déploient une activité internationale, comme Deutsche Bank, Dresdner Bank, ou Commerzbank.

Le système bancaire allemand est caractérisé par trois « colonnes ». Il existe :

- des banques et des établissements de crédit coopératifs ;
- des banques commerciales publiques ;
- des établissements de crédit.

D'après l'étude « Banques 2008. » le rôle international des banques allemandes est devenu de moins en moins important.

A l'échelle mondiale, parmi les premier 25 banques on ne trouve pas de banque allemande.

KfW – Kreditanstalt für Wiederaufbau (Établissement de crédit pour la reconstruction)

Cet établissement de crédit joue un rôle très important dans le domaine du financement des PME. Une de ses tâches les plus importantes est d'accorder des crédits d'investissement pour les moyennes entreprises et pour les nouvelles PME. Il soutient les entreprises grâce par exemple à des « sources de commencement » pour les petites entreprises dont la durée d'activité est moins de trois ans. La somme maximale du crédit (à un taux d'intérêt très favorable pour les PME) est de 50 000 euros.

Il doit être remboursé après un certain délai.

Ces crédits peuvent être combinés avec des autres éléments de soutiens publics.

2. FRANCE

Le rôle des crédits à court terme et des autres méthodes de financement à court terme dans la vie quotidienne des PME

1) Les financements hors circuits bancaires :

Le crédit interentreprises

- C'est un délai de paiement que les entreprises s'accordent mutuellement. Cette forme particulièrement développée en France échappe au système bancaire
- Les PME disposent d'un pouvoir de négociation plus faible

Les problèmes :

- Coût élevé pour les entreprises créditrices
- Son financement par escompte engendre des coûts importants

Les obligations cautionnées :

- Permettent de régler la TVA ou les droits de douanes avec un retard

L'affacturage :

- Opération par laquelle une société spécialisée (factor) se charge de l'encaissement des créances d'une entreprise
- Financement très utilisé par les PME Françaises

2) Les circuits bancaires :

Les crédits de trésorerie

Le financement des stocks

- Technique générales crédits par caisse ou billets
- Technique spécifique : le Warrant
- Financement particulier qui utilise les techniques ci-dessus : **le crédit de campagne** pour les entreprises à activité saisonnière

Le crédits finançant les créances clients commerciales :

- L'escompte : opération par laquelle l'entreprise cède un effet avant son échéance. La créance est représentée par un effet de commerce
- Le crédit de mobilisation des créances commerciale
- Le crédit de mobilisation des créances à CT sur étranger
- Les crédits finançant les créances clients professionnelles:

Les avantages :

- Crédit qui couvre l'ensemble des créances professionnelles
- Crédit rapide à obtenir
- Aucune caution personnelle n'est exigée

Le réseau bancaire et les catégories des prêts spéciaux à l'investissement

Le crédit de mobilisation des créances à CT sur étranger. Il permet aux exportateurs possédant des créances sur des clients étrangers de procéder à leur mobilisation (le délai de règlement ne doit pas dépasser 18 mois). Ce type de type de financement nécessite l'accord de la Coface.

Ce crédit revêt deux formes :

- Crédit classique : fonctionnement identique à l'escompte

- Crédit spécial : mobilisation des créances à 6 mois maximum. Il nécessite une autorisation de la banque de France

Sources : Nathalie Gardes, <http://gestionfin.canalblog.com/>

Méthodes spéciales utilisées pour l'évaluation des PME

Les méthodes de valorisation d'une PME Française

L'évaluateur doit adapter sa démarche à la taille de l'entreprise et à l'objectif de l'évaluation. Il doit aussi arbitrer entre les diverses méthodes existantes.

A) L'évaluation patrimoniale :

Cette approche vise à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. Elle a pour avantage sa grande simplicité. Sa principale faiblesse réside, par contre, dans le fait qu'elle repose sur des données comptables obsolètes et ne permet pas d'appréhender les changements qui interviennent parmi les éléments constituant la valeur de l'entreprise.

- ~~L'évaluation par la Situation Nette Comptable (SNC) : Il s'agit du montant des capitaux propres, équivalent à l'actif net corrigé des dettes. En moyenne, les PME se négocient entre 1,5 et 2,5 fois leur SNC.~~
- ~~L'évaluation par l'actif net réévalué :~~
- ~~La méthode dites des Anglo-saxons : Appelée aussi méthode du „Goodwill”~~
- ~~La méthode des Praticiens : Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est définie comme étant la moyenne arithmétique de son actif net réévalué et de sa valeur de rentabilité, à savoir le dernier bénéfice connu divisé par le taux sans risque (autour de 5%).~~

B) L'évaluation par comparaison :

La logique de ces approches, dites aussi, analogiques, est toujours la même. Elle consiste à comparer un certain nombre de sociétés similaires (le « peer group ») sur un secteur d'activité précis, pour faire ressortir un certain nombre d'éléments de référence...

- ~~La méthode des transactions comparables : Le plus souvent, il est fait référence à des transactions significatives réalisées sur un échantillon de sociétés comparables...~~
- ~~La méthode des ratios : Pour les plus grosses PME, notamment cotées, plusieurs ratios peuvent être utilisés~~
- ~~La méthode des multiples de résultats : On considère qu'une entreprise vaut par sa rentabilité, sur la base d'un multiple de ses résultats. Certains experts valorisent une PME sur la base de 6 à 8 fois ses résultats nets normatifs (retraités des éléments exceptionnels). Une pondération peut être affectée aux trois derniers exercices, afin de lisser l'évolution des résultats... Dans certains métiers, notamment les prestations de services, la valorisation se fera sur la base de 2 à 3 fois le chiffre d'affaires annuel... Pour beaucoup de commerces, les impôts fournissent également des multiples types du chiffre d'affaires... Dans le secteur du transport, c'est la logique de la Capacité d'Autofinancement (CAF = Résultat Net +~~

Amortissements) qui est privilégiée. Selon les cas, l'évaluation se fera avec un multiplicateur de 3 à 5...

- ~~La méthode de l'EBIT~~

C) L'évaluation financière :

- Le modèle de Gordon Shapiro
- Le modèle de Bates
- La méthode d'actualisation des «free cash flows»

D) L'évaluation des TPE et commerces :

Compte tenu des spécificités des TPE, les méthodes basées sur les prévisionnels et notamment les DCF sont à écarter... Dès lors, on privilégiera l'évaluation patrimoniale ou par multiples...

E) L'évaluation des PME de plus de 9 salariés :

Si l'entreprise possède une autonomie patrimoniale par rapport à son dirigeant, en général à partir de 10 salariés, les méthodes par comparaison et la méthode du DCF deviennent applicables.

Sources : www.netpme.fr

3. GRANDE-BRETAGNE

Le système de rapport financier des PME britannique est réglementé par « **Accounting standards Boards** ». En plus, pour les PME il existe un « **financial reporting standard** » (FRSSE), qui est actualisé tous les ans, pour mieux répondre aux exigences actuelles des utilisateurs.

Une entreprise est une **PME** lorsque :

- son chiffre d'affaire est de moins de 6,5 millions,
- le total du bilan est de moins de 3,26 millions de livre sterling,
- elle emploie moins de 50 personnes.

FRSSE n'exige pas les PME de présenter une analyse des comptes annuels, mais elles doivent aussi donner une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'entreprise.

Pour les PME la présentation **du tableau des flux de trésorerie** (Cash Flow Statement) n'est pas obligatoire, mais elle est conseillée. La méthode utilisée pour présenter le tableau est la méthode « indirecte ».

Le rôle des crédits et des autres formes de financement à court terme

La difficulté la plus importante des PME pour obtenir des crédits est le manque de ressources propres complémentaires et les informations exigées par les banques pour juger la solvabilité de l'entreprise.

Le tableau suivant présente les formes de financement des PME britanniques en fonction du cycle de vie:

Période de cycle de vie	Introduction (Création)	Période de développement	Maturité	Déclin (Sortie)
Type de PME Entreprise familiale ou quelques employés	Les épargnes de la famille, des amis Crédit commercial	Financement à base du patrimoine, Factoring, Endettement bancaire	En général rien, Endettement s'il suffit	n/a
Grande potentiel avec de grandes aspirations	Financement d'investisseurs d'ange Capital risque Actions de groupe	Capital risque Actions privées Financement à base du patrimoine, Endettement bancaire	Capital risque Marché des dettes Endettement bancaire	Sortie a travers des marchés des capitaux
Attractive, technologie « hi-tech »	Financement d'investisseurs d'ange Capital risque Sociétés	Capital risque Financement à base du patrimoine, Sociétés	Sociétés, Endettement bancaire	Vente commerciale

D'après une enquête menée par Cosh et Cie , en Grande-Bretagne il y a des différences sectorielles importantes dans le financement à court terme. Dans l'agriculture les moyens les plus fréquents sont les crédits au comptant, l'escompte. Dans l'industrie les modes de financement les plus courants sont les fonds propres, le factoring, le financement des stocks sont plus utilisés.

Le réseau bancaire britannique

Pendant longtemps, le secteur bancaire de Grande-Bretagne ne finançait des PME. Seules quatre banques accordaient des crédits pour les PME (HSBC, Nat West, Barclays Lloyds/TSB et Royal Bank of Scotland Group). Ceci a abouti à la réalisation d'un profit de 700 millions pour lesdites banques.

Pour éviter la situation monopolistique le Competition Policy a invité d'autres banques à participer au financement des PME.

En 1981 le gouvernement britannique a créé un fond de 5 billions de livres sterling pour les 10 000 PME.

En 1993 un Fond d'Investissement d'Entreprise a été créé ainsi qu'un Fond Commun pour stimuler les grandes entreprises à coopérer avec les PME.

Il existe aussi des initiatives régionales dans le domaine du financement des PME. Récemment La Banque Européenne d'Investissement a ouvert un cadre-crédit de 4 milliards de livre-sterling pour les PME britanniques, pour la période 2008-2011.

La méthodologie de l'évaluation d'entreprise

Les méthodes d'évaluation des entreprises britanniques ne montrent pas d'importantes spécificités par rapport de celles utilisées dans les autres pays.

4. HONGRIE

Le rôle des crédits à court terme

Une enquête menée en 2007 a montré, que dans les nouveaux pays-membres les banques jouent un rôle moins important dans le financement des PME que dans les anciens pays-membres. Dans les pays 15^e de l'UE 79 % des PME recherchent des banques pour leurs financements. Cette proportion en Hongrie n'atteint que 54 %. Les entrepreneurs font plutôt appel au crédit-bail et aux organisations publiques d'investissement.

Le poids du capital-risque dans le financement des PME n'est que 1%.

Après une augmentation dynamique à partir de 2001 récemment on pouvait constater un resserrement dans le domaine de l'offre de crédit des banques pour les PME. Pour animer le marché de crédit le 13 novembre 2008, le gouvernement hongrois annonçait un plan d'urgence pour les PME, d'un montant de 1.400 milliards de forints (quelque 5,2 milliards d'euros). Au cours des deux prochaines années, les entreprises hongroises peuvent y faire appel au travers de subsides directs.

Ainsi pour financer les PME plusieurs formes de crédit à conditions favorables sont accessibles :

- crédit de trésorerie jusqu'à 6 millions de forints (pour les TPE jusqu'au CA de 200 millions de forints) pour un an maximum, à un taux d'intérêt de 10,5 %)
- crédit d'investissement jusqu'à 10 millions de forints pour 10 ans
- crédits d'investissement de ressources communes de la Banque d'Investissement Hongroise et Jeremie – EU (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises) avec un plafond de taux d'intérêt de 9 % garanti par l'État

Pour inciter les banques à accorder plus de crédits, la S.A. Garantika – de Garantie de Crédit a augmenté le cadre de garantie pour les PME.

Une dizaine des banques hongroises s'occupent de la diffusion de ces crédits et de la créditisation des PME.

Les méthodes d'évaluation des PME

Connaître la valeur de l'entreprise constitue une information fondamentale pour orienter la stratégie de développement.

Valoriser l'entreprise permet de :

- connaître le prix de vente de l'entreprise,
- évaluer le budget nécessaire à l'acquisition des cibles,
- réduire les frais financiers en aidant à renégocier la structure d'endettement bancaire,
- éviter tout litige dans les opérations de réorganisation de capital en émettant une valorisation de référence etc.

L'évaluation effective s'articule en trois phases :

- évaluation de la plausibilité du business plan
- détermination de la valeur d'entreprise
- analyse du résultat

Dans la pratique, plusieurs méthodes sont appliquées. Toutefois, la plupart du temps, une méthode est souvent privilégiée, les autres servant de vérification des résultats. Le choix de la méthode dépend, entre autres, des motifs de l'évaluation, de la taille de l'entreprise, de la structure du patrimoine, de la branche ou de la disponibilité des données.

Méthodes d'évaluation

Méthodes comptables et techniques:

- Traditionnelles: méthode de la valeur de rendement, méthode de la valeur intrinsèque, méthode pratique
- Best Practice: méthode du cash-flow actualisé (CFA), valeur ajoutée (EVA), Economic Profit (EP)

Méthodes comparatives et orientées vers le marché:

- Traditionnelles: rapport cours-bénéfice (PER)
- Best Practice: méthode de comparaison d'entreprises (méthode de marché), méthode de comparaison des transactions.

La méthode du «cash-flow actualisé»

La méthode du cash-flow actualisé (CFA) compte aujourd'hui parmi les procédés standards de l'évaluation de l'entreprise. Cette méthode permet de déterminer la valeur d'une entreprise sur la base du cash-flow futur prévu. On entend par là les ressources financières brutes sans déduction des investissements des actifs immobilisés et actifs circulants. Ces éléments sont mentionnés explicitement dans le business plan pour un certain nombre d'années. Leur somme donne la valeur finale. Par l'actualisation du cash-flow libre, les coûts de capital pondérés sont déterminés ainsi que la valeur actuelle ou la valeur de l'entreprise. Les coûts de capital pondérés se situent en général entre 8% et 12%, selon le risque.

Méthodes basées sur le marché

Les méthodes basées sur le marché supposent que les entreprises comparables sont négociées à des prix comparables. Le bénéfice d'exploitation sert souvent de mesure de comparaison. Ensuite, les multiples qui en dérivent sont reportés au ratio respectif de l'entreprise évaluée. Les marchés des capitaux fonctionnant et les données comparables disponibles sont les prémisses de ce type de procédure.