

Financement des entreprises

Cours

Prof. Jean-Louis BESSON

Ce cours traite des entreprises non financières marchandes dont l'activité principale consiste à produire des biens ou services et à les vendre sur un marché concurrentiel. Les flux **réels** auxquels est vouée leur activité ont pour résultat et pour condition des flux financiers dont la problématique est l'objet de ce cours, avec une insistance particulière sur les petites et moyennes entreprises (PME).

Destiné à des étudiants non spécialistes et parfois peu formés en finance et en gestion, ce cours vise à les **initier** à cette problématique, sans limiter l'exposé aux entreprises mondiales ayant accès à tous les segments du système financière aux meilleures conditions (qui sont le référent implicite de la plupart des manuels)

S'il est indispensable de connaître le coeur de la théorie financière (coût du capital, risque de marché, Modigliani-Miller), les hypothèses et l'entreprise sous-jacente (GE) sont trop limitatives pour en rester là. Aussi introduit-on des éléments empiriques.

Les cours connexes sont : Gestion des entreprises ; Comptabilité privée ; Monnaie-finance ; Statistiques descriptives et probabilité ; Droit des affaires

Le cours contient un grand nombre d'illustrations simples: pour les comprendre et vérifier sa compréhension, il n'y a pas d'autre méthode que de refaire les calculs avec un papier et une calculatrice.

Présentation

1. Objet du cours

Ce cours traite des entreprises non financières marchandes dont l'activité principale consiste à produire des biens ou services pour les vendre sur un marché concurrentiel. Les flux **réels** auxquels est vouée leur activité ont pour résultat ou pour condition des flux financiers dont la problématique est l'objet de ce cours.

Au contraire, pour les Institutions financières (Etablissements de Crédit, Assurances, Entreprises de marché), la finance n'est pas une condition de l'activité productive mais la matière même de cette activité. Souvenez-vous du schéma de l'intermédiation de crédit : à la différence d'une entreprise non financière qui emprunte pour financer un besoin de trésorerie à court terme ou un investissement à long terme et constitue ainsi un "utilisateur final" (ou primaire) de sa dette, une banque n'emprunte pas pour elle-même mais pour rassembler des ressources avec lesquelles elle accorde des financements, ce qui en fait un "emprunteur secondaire" (ou intermédiaire). A titre accessoire, une institution financière procède à des opérations "réelles" : il lui arrive de louer ou vendre des locaux, de revendre des machines, de prêter des services informatiques etc.

De même, à titre accessoire, une entreprise non financière procède à des opérations financières en gérant sa trésorerie ou ses réserves. S'il ne s'agissait que de cela, la finance d'entreprise constituerait une discipline mineure et on ne comprendrait pas pourquoi, aujourd'hui, tant de directeurs financiers finissent par arriver à la direction générale : c'est parce que l'activité économique marchande implique un décalage entre les dépenses et les recettes et induit donc un problème temporel. La réponse la question du financement conditionne l'exercice même de l'activité.

a) La question du financement

Schématiquement : une entreprise achète des matières premières ou des produits semi-finis, leur apporte une valeur ajoutée dans un processus qui emploie des facteurs de production, et les vend. Non seulement, pour chaque période, les dépenses précèdent les recettes (cycle de production) mais le facteur *capital* entre dans une série de cycles de production successifs avant d'être épuisé ou déclassé : ce n'est qu'au terme d'un certain nombre de cycles que son prix d'achat sera remboursé alors qu'il aura dû être payé dès le début. Ainsi, il n'y a pas d'activité productive sans financement.

En l'absence de système financier, le financement provient des avances de l'entrepreneur, ce qui limite à la fois l'échelle de la production et sa croissance. Cela ne nous concerne pas ici. Ce qui nous intéresse, c'est la problématique financière de l'entreprise en présence de marchés financiers (au sens large), sinon "parfaits", du moins largement développés, diversifiés et efficaces.

Le dirigeant d'une entreprise non financière ou son directeur financier doit répondre à deux séries de questions qui constituent le programme classique de la finance d'entreprise (*Corporate Finance*) :

1) quelles décisions d'investissement ? Ces questions concernent l'actif, à gauche (ou au dessus) du bilan. Elles font intervenir le coût initial et futur, d'une part, et les flux de trésorerie (*cash flows*) futurs anticipés, d'autre part. Schématiquement, l'investissement est décidé quand on estime qu'il rapporte plus que son coût ;

2) l'investissement étant décidé, il faut le payer et, pour cela, prendre des décisions financières. Ces questions concernent le passif, à droite (ou au dessous) du bilan. L'investissement peut être financé par capitaux propres (autofinancement ou émission d'actions) ou par endettement. Ces solutions ne sont pas toujours également disponibles et n'ont pas le même coût financier ni toujours les mêmes conséquences pour l'entreprise.

b) Objectif du cours

Le présent cours est centré sur les **décisions financières** et non sur les décisions d'investissement dont on indiquera seulement les principes.

Cette séparation n'est pas dépourvue de sens car les deux séries de décisions sont en partie indépendantes, voire, sous certaines hypothèses, totalement indépendantes. En effet, l'évaluation d'un projet doit être centrée sur sa dimension réelle et n'a pas, à ce stade, à prendre en compte les décisions financières.

Quant à lui, le décideur financier doit répondre à deux types de questions :

- quelle part des profits réinvestir ou distribuer ?
- quelle proportion du déficit de financement couvrir par endettement ou par capitaux propres ?

Ainsi délimité, le programme reste vaste puisque les choix de financement concernent les investissements nouveaux, bien sûr, mais, plus généralement, l'organisation et l'optimisation de tout le bilan à toutes les échéances, et notamment du passif. Une entreprise doit honorer toutes ses dettes et une mauvaise gestion financière à court terme peut obérer les résultats ou même provoquer des difficultés mettant en péril la société, surtout dans les moyennes et petites entreprises qui, souvent, quoique bénéficiaires, peinent à faire face à leurs échéances et sont en permanence au bord de la cessation de paiement.

Une fois la production lancée, des coûts doivent être immédiatement supportés et réglés tandis que les recettes n'entreront que lorsque les produits auront été vendus et payés. Le **cycle de production** doit aussi être financé, ce qui soulève d'autres problèmes que le financement du **cycle d'investissement**. La distinction entre les deux est importante : Adam Smith (et tout le courant des *real bills* après lui) considérait (cf. Diatkine, 2002, *Les fondements de la théorie bancaire*, Dunod) que le recours au crédit n'est justifié que pour le financement du cycle de production, tandis que l'investissement doit être financé par les fonds propres de l'entrepreneur. Si le crédit sert à augmenter le capital, il n'est gagé que sur les promesses de l'entrepreneur relatives à la rentabilité économique de ses projets et à sa propre honnêteté. C'est ce qu'on appelle aujourd'hui l'**asymétrie**

d'information. Pis encore, si l'entrepreneur ne risque pas son propre argent, il est à craindre qu'il manque de sérieux, tant dans l'analyse de la rentabilité future que dans la gestion du projet. S'il croit à son projet, qu'il investisse son propre argent ! Ainsi, conclut Smith, il y aura moins d'aventuriers et ceux-ci ne ruineront qu'eux-mêmes.

Il en va différemment du financement du cycle de production : le décalage entre les dépenses et les recettes, et les inévitables crédits accordés aux acheteurs se traduisent par des créances clients qu'il est légitime de financer à crédit (par exemple par escompte d'effets de commerce) puisqu'elles sont le reflet financier de transactions réelles **qui ont eu lieu** et qu'elles s'éteindront d'elles-mêmes par remboursement du débiteur. Le crédit permet ici de diminuer le capital circulant et donc d'affecter une plus grande partie des fonds de l'entrepreneur aux immobilisations.

c) Précautions à prendre

Il faut être conscient que les "entreprises" qui constituent le sujet du cours sont hétérogènes. Si au niveau le plus abstrait de la théorie financière on parle de "finance d'entreprise", en pratique les questions financières se posent en termes différents pour de grandes sociétés mondiales ayant accès aux marchés internationaux des capitaux (c'est à elles que se réfèrent habituellement les manuels), des entreprises moyennes ou des petites et très petites entreprises captives des banques ou vouées au financement interne.

De même, d'un secteur à l'autre, selon la durée du cycle d'investissement ou du cycle de production, selon le montant des investissements nécessaires et la variabilité des résultats, les questions de financement ne sont pas les mêmes.

Enfin (et ces distinctions peuvent se combiner), toutes les entreprises n'ont pas le même âge, ne connaissent pas la même croissance, n'adoptent pas la même stratégie de croissance. Entre une firme naissante à l'avenir incertain et une société mature bien installée sur son marché et maîtrisant sa technologie ; entre une "*mom & pop company*" et une *start up*, les besoins et les conditions de financement diffèrent.

Ajoutons encore que, d'un pays à l'autre, "l'écosystème" de l'entreprise change : les systèmes financiers et les pratiques présentent des particularités, ainsi que la réglementation en général et notamment la fiscalité : des entreprises semblables (en taille, secteur et âge) connaîtront, selon leur localisation, des environnements différents qui les conduiront à des choix financiers différents.

Ce cours ne prétend pas traiter tous les cas ni épuiser la question. Il constitue une introduction aux choix de financement des entreprises que j'essaierai de garder suffisamment générale.

2. Instruments de base

a) Ratios financiers

Rappelons d'abord quelques définitions :

$$*market\ to\ book\ ratio = \frac{\text{valeur de marché}}{\text{valeur comptable}}$$

$$*debt/equity = \frac{\text{valeur de marché de la dette}}{\text{valeur de marché des capitaux propres}} = \text{levier}$$

**actif économique* = actifs immobilisés + besoin de fonds de roulement (BFR)

**valeur de marché (VM) des actifs économiques (enterprise value)* =
VM des capitaux propres + VM de la dette ± Trésorerie

$$*bénéfice\ par\ action\ (BPA) = \frac{\text{résultat net}}{\text{nombre d'actions}}$$

**BPA dilué (diluted Earning per share)* = BPA ajusté du nombre d'actions nouvelles qui résulterait de l'exercice des options

b) Typologie des financements

Dans le cas du **financement interne** (autofinancement), l'entreprise consacre tout ou partie de ses résultats à son propre financement. Le total du bilan ne varie pas lorsque les "réserves" sont utilisées (diminution à l'actif) puisque la contrepartie est une variation positive d'un autre poste d'actif (immobilisations) ou la variation négative d'un poste de passif (par exemple, remboursement de dettes).

Dans le cas du **financement externe**, l'entreprise obtient des fonds en augmentant son passif, elle dispose alors de ressources supplémentaires qu'elle affecte à l'acquisition d'actifs et le total du bilan augmente.

Ces passifs peuvent être de deux types : capital ou dette. Le cours en précise les caractéristiques et les différences. Indiquons tout de suite l'essentiel :

- en s'endettant, on "loue" l'usage d'une somme d'argent pour un certain temps à des conditions déterminées (intérêts etc.). A l'échéance, on doit restituer. Même si la dette est à long terme et peut être renouvelée à l'échéance, elle constitue, par nature, une ressource temporaire ;
- en émettant du capital (actions), les propriétaires de l'entreprise vendent des droits de propriété pour "acheter" du cash. Les nouveaux actionnaires sont en quelque sorte copropriétaires de l'entreprises, ce

qui leur donne des droits financiers et des droits de contrôle ainsi que des devoirs : ils sont responsables des dettes de l'entreprise (à la hauteur de leur apport lorsque la société est à responsabilité limitée : SARL).

Selon la réglementation, la taille et la stratégie de l'entreprise, l'émission de parts de capital peut se faire sur un marché, organisé ou non, ou hors marché auprès d'investisseurs professionnels (*private equity*) ou non (*love money*).

Quant à l'endettement, l'accès au marché (émission de titres de créances) dépend de la taille de l'entreprise et de la qualité de sa dette. A défaut, ou en complément, il passe par le crédit (auprès d'une banque ou d'un ensemble de banques). Il y a ainsi trois catégories d'entreprises :

- les plus grandes entreprises émettent des titres de dette sur des marchés qui organisent leur liquidité, permettant aux investisseurs de sortir quand ils le veulent (en se faisant remplacer par d'autres) ;
- les très petites, petites et moyennes entreprises, n'ayant pas la possibilité de faire appel aux marchés ouverts, recourent au crédit bancaire ou au financement interne ;
- entre les deux, des entreprises (soit de très grandes entreprises dont la notation est médiocre, soit des entreprises grandes ou, dans certains pays, moyennes) peuvent émettre et placer des titres de créances mais en dehors du marché organisé, sur des marchés de gré à gré (*over the counter*) dont la liquidité est plus faible, avec un rendement/risque plus élevé (abusivement dénommés *junk bonds*).

Récapitulons :

Financement interne (autofinancement)		
Financement externe	capital	
	dette	émission de titres de créances sur un marché
		crédit bancaire

Cette typologie selon l'origine du financement peut être présentée autrement, en distinguant les financements de marché (représentés par des titres négociables avec le maximum de liquidité) et les autres :

Financements hors marchés ("privés" =non publics)	autofinancement	
	capital	relations personnelles, <i>business angels, private equity</i>
	dette	relations personnelles
		crédit bancaire
Financements de marchés (par appel au public)	émission d'actions	sur un marché de gré à gré
		sur un marché organisé
	émission de dettes	sur un marché de gré à gré
		sur un marché organisé

Une autre distinction peut être faite en prenant en considération la nature des fonds pour l'entreprise. Quel que soit le circuit dans lequel ils sont levés, les fonds

sont de deux types : ou bien, ce sont des **capitaux propres**, ou bien ce sont des dettes :

Capitaux propres	autofinancement
	émission d'actions
Dettes	crédit
	émission de titres de dette

Les capitaux propres constituent une **ressource permanente** pour le financement des actifs de l'entreprise alors que les dettes sont des ressources temporaires que l'entreprise doit restituer à l'échéance (remboursement) et qui la soumettent à des engagements contractuels. C'est moins une question d'échéance que de nature : les dettes peuvent être à moyen ou long terme ou même à très long terme ou perpétuelles et constituer ainsi des ressources stables ; les dettes à court ou moyen terme peuvent être renouvelées à l'échéance, sinon à l'infini, du moins tant que les conditions financières le permettent. Néanmoins, même lorsqu'elle est aussi durable que les capitaux propres (par exemple une dette perpétuelle), la dette confère aux créanciers des droits légaux **prioritaires** sur les résultats de l'entreprise et, à défaut, sur ses actifs. Dans la répartition des résultats, les créanciers passent toujours avant les propriétaires de l'entreprise. Si la valeur de l'entreprise devient inférieure à la valeur de sa dette, les créanciers exercent leur priorité sur les actifs de l'entreprise et "exproprient" les actionnaires.

Ceci représente une différence essentielle, dont l'effet est parfois dramatique.

c) Equilibre financier

L'équilibre financier sur des marchés parfaits est l'hypothèse de base de la théorie financière. Nous nous y référerons en permanence, non pas de manière normative, mais parce qu'il constitue un repère. De même, en physique, maints théorèmes se rapportent à un monde sans frottements, étranger aux conditions normales d'expérience. A quoi servent ces théorèmes ? Ils constituent des théorèmes-limites à partir desquels on peut comprendre les principes et, en relâchant les hypothèses, approximer le comportement réel.

Les caractéristiques de l'équilibre financier seront évoquées de manière récurrente tout au long du cours. Cela vous aidera d'en trouver ici une présentation synthétique.

En l'absence de "frottements" (fiscalité, imperfections de l'information, coûts de transaction, différenciation des acteurs et/ou des produits...), la **loi du prix unique (LPU)** affirme que, à l'équilibre, des "biens" identiques ont le même prix. Un tel état résulte d'un processus d'arbitrage : tant que des biens identiques présentent des différences de prix, on peut gagner à coup sûr en les achetant au prix inférieur et en les revendant au prix supérieur : la demande additionnelle des biens les moins chers fait monter leur prix tandis que l'offre additionnelle des plus chers fait baisser le leur jusqu'à ce que la différence soit trop petite (idéalement : nulle, pratiquement inférieure aux coûts de transaction) pour que l'opération soit profitable.

Pour appliquer la LPU aux actifs financiers, il faut d'abord expliquer ce qui

détermine leur prix.

L'acquisition d'un actif financier demande de le payer et donne le droit de percevoir les flux de trésorerie engendrés ultérieurement par cet actif. Le concept pertinent pour comparer les flux de trésorerie sortant (paiement du prix) et entrant (revenus de l'actif) est celui de **valeur actuelle nette (VAN)**. Le calcul d'actualisation est nécessaire puisque ces flux ayant des dates différentes doivent être exprimés par rapport à une même base temporelle (à défaut, ce sont "des choux et des carottes" qu'on ne peut pas additionner).

Supposons que l'actif soit acquis en une seule fois à t_0 en en payant son prix P_0 . Cela entraîne un flux de trésorerie F négatif : $F_0 = -P_0$.

L'actif a une échéance T .

De t_0 à T , il délivrera des flux de trésorerie (disons annuels pour simplifier) : $F_1, F_2... F_t... F_T$.

Un actif n'a d'autre propriété financière que d'engendrer des flux de trésorerie. Sa valeur est égale à leur somme mais ces flux futurs doivent être actualisés au taux de rendement prévalant à t_0 :

$$\sum F = \sum_{t=1}^T \frac{F_t}{(1+r)^t}$$

Le prix P_0 est un prix d'équilibre si : $P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{F_t}{(1+r)^t}$

La valeur actuelle nette est la somme algébrique des flux de trésorerie sortant et entrant. Puisque le flux sortant initial $F_0 = -P_0$, on a :

$$\boxed{-P_0 + \sum_{t=1}^T \frac{F_t}{(1+r)^t} = 0}$$

Autrement dit, la **VAN est nulle**. C'est un principe général de calcul économique : un projet, quel qu'il soit, doit "payer ses frais".

Lorsque la VAN est positive ou négative, il y a arbitrage : les actifs dont la VAN est négative sont vendus, leur prix baisse jusqu'à ce que, idéalement, ils rejoignent la "vraie" valeur (qui annule la VAN) ; les actifs dont la VAN est positive sont achetés, leur prix monte jusqu'à ce que, idéalement, ils rejoignent la "vraie" valeur (qui annule la VAN).

A l'équilibre hypothétique, les prix sont égaux aux valeurs et la VAN de tous les actifs est nulle. Il n'y a plus d'occasion ni de raison d'arbitrage.

La *LPU* (loi du prix unique) s'applique à des biens identiques, ce qui, même pour les biens physiques, entraîne de nombreuses complications car un bien peut avoir des usages différents d'un marché à l'autre et deux biens semblables, par exemple des automobiles "premier prix", présentent de nombreuses différences dans la motorisation, le confort, le design, l'équipement et l'image. Concernant les actifs financiers, c'est à la fois plus simple et plus compliqué :

- plus simple car, dans une logique strictement financière, tous les actifs se réduisent à leur fonction de génération de flux de trésorerie ;
- plus compliqué car, pour certains actifs les flux sont prédéfinis contractuellement (dettes à taux d'intérêt fixe) tandis que, pour d'autres, ils sont inconnus (actions). D'autre part, n'oublions pas que ce sont des flux **futurs et donc incertains** : *ex ante*, quand on achète

l'actif, ils sont promis ou espérés mais ce n'est qu'*ex post* qu'on les reçoit et qu'on sait combien on a reçu.

Illustration :

Si on a "de bonnes raisons" de penser qu'un actif financier délivrera dans un an un flux de 2000 dans le cas favorable dont la probabilité *a priori* est de 0,5 et 500 dans le cas défavorable de probabilité est 0,5 ; il est facile de calculer l'espérance mathématique de F_1 :

$$E_{(F_1)} = 2000 \cdot 0,5 + 500 \cdot 0,5 = 1250$$

Si le taux d'actualisation est 5%, la condition VAN=0 donne $F_0 = 1190,50$. Avec $P_0 = 1190,50$, le rendement *a priori* est 5%.

A posteriori, il sera de +68% $(+2000 - 1190,50) / 1190,50$ dans le cas favorable **ou**, dans le cas défavorable, de -58% $(+500 - 1190,50) / 1190,50$; la moyenne est bien 5% mais on ne perçoit pas le résultat "moyen", on perçoit un résultat **ou** un autre.

Ce premier problème en cache un autre, beaucoup plus gênant : on prend une décision à t_0 sur la base d'un état du monde futur à une échéance T . Mais ce dernier étant inconnu, il faut l'anticiper. Là est la difficulté fondamentale et l'objet même de la finance. Tous les actifs financiers exposent à l'incertitude. Aussi ne peut-on pas se limiter à la considération des flux futurs, il faut prendre en compte le **risque** qui les affectent. Celui-ci, conceptuellement complexe, est empiriquement inobservable *ex ante*. On ne peut le traiter qu'en probabilité : aussi élégante soit-elle, cette méthode donne des résultats très imparfaits. Le monde réel n'est pas (ou pas toujours) un univers gaussien qui donne la commodité d'affirmer : il y a 95% de chances pour que le rendement R^* soit compris dans l'intervalle $R^* \pm 1,96 \cdot \sigma_R$.

Les décisions doivent être prises **maintenant**, à t_0 , alors que leurs résultats ne seront observables que plus tard. On les estime à partir des informations disponibles maintenant. Or, entre "plus tard" et maintenant, il y a la place pour des informations non anticipées, des accidents économiques, généraux (conjoncture) ou particuliers (propres au secteur d'activité ou à l'émetteur de l'actif). Les prévisions, hypothèses, intuitions formulées à t_0 se révéleront partiellement ou totalement inexactes.

Néanmoins, les choix en univers incertain ne peuvent se baser que sur des estimations de rendement et, au second degré, sur des estimations du risque attaché aux estimations précédentes.

Un émetteur offre un actif pour se financer (dette ou capital). Les investisseurs qui se posent la question de souscrire à l'émission, comparent cet actif à tous les autres actifs financiers présents sur le marché.

L'idée générale (cf. le cours pour les détails) se comprend intuitivement : un investisseur peut accepter un risque supérieur s'il a pour contrepartie un rendement (espéré) supérieur. Dans l'autre sens, un émetteur présentant un risque supérieur doit compenser la moindre qualité de l'actif en offrant un rendement plus élevé.

Idéalement, à l'équilibre (équilibre sans frottements), les écarts de prix sont proportionnels aux écarts de risque, de sorte que tous les rendements nets (rendements ajustés du risque anticipé) sont égaux et que toutes les VAN sont nulles. Il n'y a plus d'opportunité d'arbitrage jusqu'à ce que de nouvelles informations arrivent.

Tant qu'un actif a un prix au-dessus ou au-dessous des autres actifs présentant le même risque, des arbitrages se font. A l'équilibre, l'échelle des rendements correspond à l'échelle des risques. Des rendements plus élevés compensent des risques plus élevés.

Prenons un exemple simple :

si une dette absolument sans risque d'un montant de 100 et d'échéance 1 an offre un intérêt annuel de 2%, quelle est la valeur x du taux d'intérêt que devrait proposer l'émetteur d'une dette présentant à cette échéance une probabilité de défaut de 10% ?

Pour l'actif sans risque, $F_T = 102$.

Pour l'actif risqué, $E(F_T) = 100\{(1+x) \cdot 0,90 - 1 \cdot 0,10\}$

Pour que le flux attendu soit le même pour les deux actifs, il faut :

$100\{(1+x) \cdot 0,90 - 1 \cdot 0,10\} = 102 \Rightarrow (1+x) \cdot 0,90 - 0,10 = 102/100$

$\Rightarrow x = (1,02 + 0,10 - 0,90) / 0,9 = 0,22 / 0,9 = 0,244 = 24,4\%$.

Il est indifférent d'offrir l'actif à 100 avec un taux d'intérêt de 24,4% ou d'offrir à 82 un actif de valeur de remboursement 100 portant un intérêt de 2% ($R = 102/82 = 1,244$).

Avec ce taux d'intérêt ou ce prix, les deux rendements *a priori* sont égaux. Les rendements *a posteriori* seront inégaux. L'actif risqué fera défaut ou ne fera pas : si défaut, son rendement est -100%, si non défaut + 24,40% alors que l'actif sans risque rapporte imperturbablement 2%. L'investisseur acquiert l'un ou l'autre des actifs selon son attitude à l'égard du risque. Il peut choisir entre eux, ils sont substituables parce qu'ils offrent des rendements *a priori* identiques.

Aussi la loi du prix unique ne signifie pas que tous les actifs financiers ont le même prix (ou le même rendement) : les rendements corrigés du risque sont égaux quand les écarts de prix ou de rendement traduisent les écarts de risque anticipés.

3. Contenu du cours

La difficulté d'un tel cours provient de la nécessité de combiner la dimension empirique et la dimension théorique. Cette dernière a fait l'objet d'élaborations sophistiquées qu'il faut connaître, sans pour autant oublier les hypothèses sous-jacentes et la grande diversité de la réalité. En particulier, l'entreprise visée par la théorie financière est une grande ou très grande entreprise ayant accès aux marchés financiers aux meilleures conditions alors que, dans les faits, un grand nombre d'entreprises ne se trouvent pas dans ce cas.

Les CH 1, 2, 3 sont consacrés au financement à moyen-long terme. Un investissement décidé à une date t_0 portera ses fruits jusqu'à son terme. Alors, l'entreprise sera remboursée de sa dépense initiale mais à t_0 il lui faut du cash pour payer celle-ci. Aussi rencontre-t-elle un problème de financement. Si elle recourt au financement externe, des investisseurs financiers avancent le montant de l'investissement et le portent jusqu'à l'échéance en échange de tout ou partie des flux qu'il génère.

Le CH 4 envisage le financement à court terme (trésorerie) : indépendamment de tout investissement, le cycle de production consiste à acheter des *inputs*, à les transformer et à vendre les *outputs*. Le décalage entre les paiements aux fournisseurs et les règlements des clients fait surgir un problème financier dont la

période est brève mais dont l'incidence sur la rentabilité et même la survie de l'entreprise peut être grande. Tout débiteur doit honorer ses engagements et une défaillance sur la dette à court terme est aussi grave que sur la dette longue : un accident survenant à un client l'empêche de payer, la banque annule une ligne de crédit et l'entreprise manque de cash, ce qui peut lui interdire de poursuivre ses activités.

Enfin, comme la plupart des entreprises sont de taille petite et moyenne, il m'a paru indispensable d'ajouter en CH 5 un développement spécifique sur le financement des PME. La question centrale porte sur l'existence d'une contrainte financière provoquée par la faible taille des bilans (et donc des garanties) et l'opacité informationnelle. Il est difficile de séparer les facteurs d'offre (comportement des banques) et les facteurs de demande (comportement des entrepreneurs). Cet examen, utile en lui-même, présente aussi l'avantage de concrétiser la problématique de la relation de financement.

L'architecture générale du cours étant posée, donnons quelques précisions sur le contenu des trois premiers chapitres.

Le cours commence par **la dette (CH 1)** : d'une part, c'est l'instrument de financement le plus général, accessible à toutes les entreprises ; d'autre part, la dette sert d'introduction à l'actualisation et à la notion d'actif sans risque, instruments de base de la décision financière. Le chapitre commence par exposer les différents types d'endettement et leurs caractéristiques, les clauses générales et les clauses spéciales. Il se poursuit par l'examen des facteurs qui déterminent le taux d'intérêt à l'émission (taux sans risque + prime de risque) et se termine par l'étude des variations du rendement jusqu'à l'échéance. Ne pas oublier que, si le montant du remboursement est fixé (valeur nominale), la valeur de l'actif est variable : qu'il soit coté et négocié sur un marché ou évalué en interne, sa valeur dépend, de manière exogène, des actifs alternatifs et, de manière endogène, des flux de trésorerie futurs dont l'estimation est affectée par les informations nouvelles.

Le CH 2 porte sur **le capital** : une entreprise se procure du financement non remboursable (capitaux propres) en vendant des droits de propriété sur elle-même (actions). Alors que, dans le cas de la dette, les flux de trésorerie futurs sont définis et l'incertitude ne porte que sur l'effectivité de leur paiement ; dans le cas du capital, ces flux dépendent des résultats de l'entreprise (et de tout ce qui les affecte). En outre, dans l'éventualité de faillite, l'investisseur perd tout. Il ne s'expose à ce double risque que s'il espère une rentabilité suffisamment supérieure à celle d'un investissement sans risque. Cette rentabilité requise par les investisseurs représente pour l'entreprise le *coût du capital* : c'est ce qu'elle doit payer aux actionnaires pour les satisfaire et éviter ainsi qu'ils se retirent en faisant plonger la valeur de marché des actifs réels.

Nous pourrions alors aborder la question de **l'équivalence entre dette et capital**. Le CH3 expose et discute le théorème de neutralité financière de Modigliani-Miller qui constitue le cœur d'un cours de *Corporate Finance* : la valeur de la firme est d'ordre réel, elle ne dépend pas de sa structure financière : c'est la capacité de l'organisation productive à engendrer des résultats qui compte.

La différence entre le coût du financement par capitaux propres et celui de l'endettement paie le risque pris par les investisseurs de sorte que, quelle que soit la structure financière, le coût moyen du capital reste constant. La discussion réintroduit les imperfections que constituent l'information imparfaite, les problèmes d'agence et la fiscalité : une entreprise endettée est plus exposée à la faillite qu'une entreprise non endettée, ce qui fait que, en pratique, la structure financière n'est pas indifférente.

Un mot encore : quoique j'aie réduit le formalisme mathématique au minimum pour faciliter la compréhension, la matière oblige à utiliser quelques formules et équations, surtout dans le CH 2 à la fin duquel vous trouverez un récapitulatif des formules essentielles que vous devez absolument connaître, comprendre et pouvoir expliquer.

Ce cours ne présente pas de difficulté mathématique. Il suffit d'avoir des notions de probabilité, de savoir ce qu'est la variance et d'être capable de faire quelques calculs.

Je donne beaucoup d'exemples chiffrés que je vous invite à refaire, avec un papier et une calculette pour que vous compreniez bien le raisonnement. Je les ai vérifiés avec soin mais des erreurs de frappe ou de calcul restent possibles.

Les manuels classiques sont :

* **Berk, DeMarzo** (notamment les CH3, 4, 10, 14 et 23 à 27):

Berk, DeMarzo, 2008, *Finance d'entreprise*, Pearson, 1018 p, édition française dirigée par Capelle-Blancard, Couderc, Nalpas (nouvelle édition 2011)

<http://www.pearson.fr/livre/?GCOI=27440100231430>

* **Brealey, Myers** (notamment CH 13/19, 23/26 et 29/31) :

Brealey, Myers, Allen, 2006, *Principes de gestion financière*, Pearson, 1058 p, éd française dirigée par Thibierge et Couderc, Héricourt, Pomiers,

Utilisez les sites d'informations financières, notamment yahoo finance, boursorama, AGEFI, Investir, etc. Outre les informations spécifiques, ces sites vous permettront de suivre l'environnement monétaire et financier (taux d'intérêts, taux de change, indices boursiers).