

15FIN160 - La politique de financement

Au fur et à mesure de sa vie et de son développement, l'entreprise doit faire des choix en matière de financement durable.

Ces choix vont avoir des conséquences sur la structure financière car celle-ci détermine le degré d'indépendance financière, la capacité d'endettement et peut avoir un impact sur la rentabilité des capitaux propres (effet de levier).

Par ailleurs, le choix de financement durable détermine le niveau de risque financier qui conditionne la solvabilité de l'entreprise.

Il existe de nombreuses formes de financement durable à la disposition des entreprises qui peuvent être regroupées en deux grandes catégories :

- Les fonds propres
- Et l'endettement

Les grosses sociétés, notamment si elles ont accès à l'épargne publique, disposent d'une palette de financements beaucoup plus large que les PME et des conditions financières plus favorables. Les critères de choix entre plusieurs financements possibles sont multiples. Le choix final dépendra entre autres de la situation de départ et du coût des différents financements possibles.

Pour finir, l'entreprise doit vérifier la cohérence de l'ensemble de ces décisions en analysant leurs conséquences financières sur les exercices futurs en élaborant un plan de financement pluriannuel (business plan).

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 1 : Le financement par fonds propres

Le financement par fonds propres recouvre deux catégories très différentes :

- Les fonds propres ayant une origine interne : l'autofinancement et les cessions
- Les fonds propres ayant une origine externe : l'augmentation de capital, éventuellement dans le cadre d'une introduction en bourse ou d'un apport en capital risque.

1) Les fonds propres internes

a) L'autofinancement

L'autofinancement correspond au surplus monétaire dégagé par l'entreprise grâce à ses activités courantes (capacité d'autofinancement), après distribution du dividende ; L'autofinancement provient des richesses créées et conservées au fil des années dans les réserves de l'entreprise.

$$\text{Autofinancement} = \text{C.A.F} - \text{Dividendes versés au cours de l'exercice}$$

L'autofinancement est d'autant plus grand que les dividendes versés sont faibles et donc que les mises en réserves sont importantes. Il constitue le moyen de financement privilégié des entreprises françaises car :

- il ne nécessite l'accord d'aucun partenaire (actionnaire ou créancier financier). Pour le dirigeant, cette flexibilité lui évite d'avoir à rendre des comptes ;
- pour l'actionnaire, la mise en réserve des bénéfices accroît la valeur des fonds propres, et donc la plus-value qu'il réalisera le jour où il cédera ses actions. Or, il faut savoir, que les plus-values sont généralement moins taxées que les dividendes ;
- pour les créanciers financiers, l'autofinancement rend les dettes de l'entreprise moins risquées puisque la trésorerie de la société est plus élevée.

Les avantages de ce mode de financement

- L'Indépendance financière.
- La gouvernance n'est pas modifiée.
- L'utilisation des fonds est rapide.
- Rassurant pour les parties prenantes.
- La capacité d'endettement reste intacte.

Les limites de ce mode de financement

- Le montant disponible est très souvent insuffisant.
- Réduit la capacité de l'entreprise à faire face aux imprévus.
- Ne permet pas de bénéficier de réduction fiscale.

15FIN160 - La politique de financement

b) Les cessions d'actifs

Consiste à vendre des actifs non stratégiques afin de récupérer des fonds destinés à financer un projet d'investissement.

Les cessions d'éléments de l'actif immobilisé peuvent résulter :

- Du renouvellement normal des immobilisations qui s'accompagne, chaque fois que cela est possible, de la vente des biens renouvelés.
- De la nécessité d'utiliser ce procédé pour obtenir des capitaux. L'entreprise est alors amenée à céder, sous la contrainte, certaines immobilisations (terrains, immeubles....) qui ne sont pas nécessaires à son activité.
- De la mise en œuvre d'une stratégie de recentrage.
- De la commission Européenne qui, pour éviter que les OPA et les OPE n'aboutissent à des positions dominantes (entrave à la concurrence)

Avantages des cessions d'actifs

- Indépendance financière.
- Gouvernance identique.
- Capacité d'endettement intact.

Limites des cessions d'actifs

- Délai de reventes.
- Montant souvent insuffisant.

2) Les augmentations de capital

Les modalités des augmentations de capital en numéraire

- Prise de décision en AGE.
- Nouvelles actions émises à la même valeur nominale, des frais d'émission importants.
- Le prix d'émission est obligatoirement compris entre la valeur nominale et la valeur mathématique.
- La prime d'émission c'est la différence entre le prix d'émission et la valeur nominale.
- La prime d'émission est intégralement libérée à la souscription.

Avantages

- Augmentation des fonds propres.
- Amélioration de la capacité d'endettement.
- Amélioration du FRNG.
- Fonds disponible (augmentation de la trésorerie).

Inconvénients

- Modification de la gouvernance, dilution des bénéfices.
- Réussite liée à la situation des marchés financiers.
- Diminution du cours de l'action.
- Formalité juridique nombreuse et coûteuse.

15FIN160 - La politique de financement

a) Les différentes formes d'augmentation de capital

Il existe différentes formes d'augmentation de capital (par incorporation des réserves, par conversion de dettes, par distribution de dividendes en actions nouvelles) mais seule l'augmentation de capital par apport en numéraire est source de nouveaux fonds pour l'entreprise.

b) L'augmentation de capital par incorporation de réserves

Elle résulte d'un simple jeu d'écritures comptables et aboutit à la distribution d'actions gratuites aux actionnaires. Il s'agit avant tout d'une opération de "marketing financier", même si la transformation des réserves rend ces dernières non distribuables sous la forme de dividendes, et accroît donc, alors la solidité financière de l'entreprise.

Les actions gratuites qui reviennent aux anciens actionnaires disposent d'un Droit d'Attribution (DA) proportionnel aux actions qu'ils détiennent :

- à chaque action ancienne est attaché un D.A
- il y a donc autant de D.A que d'actions anciennes.

La valeur du DA est la différence entre la valeur de l'action avant l'augmentation de capital et la valeur de l'action après l'augmentation de capital. Ce droit d'attribution peut être utilisé ou vendu.

Exemple : Une société au capital de 300 000 actions de valeur nominale 10,00 € dont la valeur vénale (valeur mathématiques ou valeur boursière ou encore valeur intrinsèque) est de 18,00 €, désire incorporer 400 000 € de réserves par émissions de 40 000 actions nouvelles. Calculez la valeur du droit d'attribution.

<u>ACTIF (Valeur économique)</u>	<u>Montants</u>	<u>PASSIF</u>	<u>Montants</u>
<u>ACTIF IMMOBILISE</u>		<u>CAPITAUX PROPRES</u>	
		Capital social (nombres d'actions * Valeur Nominale)	400 000
		Prime d'émission	
		Réserves	
		Résultat	
		Report à nouveau	
<u>ACTIF CIRCULANT</u>		<u>DETTES</u>	
		Dettes financières	
<u>Trésorerie</u>		Dettes d'exploitation	
<u>TOTAL ACTIF</u>			

Valeur avant l'augmentation de capital : $300\,000 \text{ actions} \times 18,00 \text{ €} = 5\,400\,000 \text{ €}$

L'incorporation de réserve dans le capital social n'augmente pas la valeur globale de mon entreprise

Donc la valeur globale de l'entreprise après l'augmentation de capital reste de 5 400 000 €

Valeur d'une action après incorporation de réserves = $5\,400\,000 / 340\,000 = 15,88 \text{ €}$

- La valeur de mon Droit d'Attribution sera de = VALEUR AVANT – VALEUR APRES = $18,00 - 15,88 = 2,12 \text{ €}$

15FIN160 - La politique de financement

c) L'augmentation de capital par conversion de dettes

Elle consiste à transformer certaines des créances sur l'entreprise en actions. Les créanciers concernés deviennent ainsi actionnaires de la société, ce qui évite à cette dernière d'avoir à payer des intérêts et à rembourser le montant emprunté. Cette technique est principalement utilisée lorsque la société connaît de grandes difficultés financières, comme ce fut le cas pour Eurotunnel.

Elle se rencontre également lorsque la société a émis des obligations hybrides:

- OCA (Obligations convertible en actions – l'obligataire peut, s'il le veut, se faire rembourser en actions
- ORA (Obligation remboursable en actions – l'obligataire sera remboursé en actions

d) L'augmentation de capital en numéraire

En cas d'augmentation de capital en numéraire, deux possibilités s'offrent à l'émetteur :

- l'émission avec droit préférentiel de souscription (D.P.S) lorsque le prix est inférieur au cours boursier de l'action ;
- l'émission directe, sans droit préférentiel lorsque le prix est proche du cours boursier de l'action.

Au moment de l'augmentation de capital, la valeur de l'action n'est plus égale à sa valeur nominale. En effet, les capitaux propres ne se limitent plus au seul capital social du fait des réserves accumulées au fil des exercices. Par ailleurs, il peut exister des plus-values latentes relatives à certains actifs. L'écart entre ces deux valeurs (valeur réelle et valeur nominale) augmente au fur et à mesure du développement de l'entreprise.

Lorsque l'émission se fait à un prix inférieur au cours boursier, le cours du titre à l'issue de l'opération va mécaniquement baisser, pour se fixer à un niveau égal à la moyenne entre le cours avant l'opération et le prix des actions émises, pondérée par le nombre de titres concernés.

Pour compenser cette perte de richesse des actionnaires, la société leur attribue autant de D.P.S que d'actions qu'ils détiennent. Ces D.P.S permettent de souscrire à l'augmentation de capital et peuvent être utilisés par les actionnaires ou revendus. Lorsque l'action est cotée, le D.P.S le sera aussi. La valeur théorique de ce D.P.S est telle que leur richesse est maintenue intacte et correspond à la différence entre la valeur de l'action avant l'émission et sa valeur théorique après. L'émission à un prix inférieur au cours a pour objet de rendre l'opération attractive aux yeux des investisseurs.

Avec cette technique, il est nécessaire de disposer de D.P.S pour pouvoir participer à l'opération, ce qui permet aux actionnaires qui le souhaitent de maintenir constante la fraction du capital qu'ils détiennent.

La prime d'émission découle automatiquement du prix d'émission et de la valeur nominale :

Prime d'émission = Prix d'émission – Valeur Nominale

Exemple : Le capital d'une société est de 50 000 actions de VN = 10,00 €. La valeur de l'action avant l'augmentation de capital est de 17,80 €. L'augmentation de capital est de 20 000 actions émises à 15,00 €. Calculez le DPS

VN = 10 €

Prix d'émission = 15 €

Valeur mathématiques = 17,80 €

Valeur de l'action avant l'augmentation de capital : $50\,000 \times 17,80 = 890\,000 \text{ €}$

Valeur de l'augmentation de capital : $20\,000 \times 15 = 300\,000 \text{ €}$

Valeur de l'action après l'augmentation de capital : $70\,000 \times 17 = 1\,190\,000 \text{ €}$

Valeur de l'action après l'augmentation de capital = $1\,190\,000 / 70\,000 = 17 \text{ €}$

- **Droit Préférentiel de Souscription (DPS) = $17,80 - 17 = 0,8 \text{ €}$**

15FIN160 - La politique de financement

Exemple : Soit une société qui comporte 10 000 actions, valeur nominale = 100 € et dont la valeur réelle est de 300 €. Cette société émet 5 000 nouvelles actions, au prix d'émission de 240 €.

**Calculez la nouvelle valeur de l'action après l'augmentation de capital.
Calculez le DPS.**

- Valeur avant l'augmentation du capital : 10 000 actions à 300 € = 3 000 000 €
- Augmentation en numéraire : 5 000 actions à 240 € = 1 200 000 €
- Valeur après l'augmentation du capital : 15 000 actions C', 4 200 000 €

$$C' = 4\,200\,000 / 15\,000 = 280 \text{ €}$$

$$\text{Valeur du DPS} = \text{Valeur avant} - \text{valeur après} \\ = 300 - 280 = 20 \text{ €}$$

Exemple : Calcul du D.P.S et du D.A en cas de double augmentation de capital (numéraire et incorporation de réserve)

Une SA dont le capital est composé de 100 000 actions de valeur nominale de 10,00 € augmente son capital par émission de 40 000 actions à 15,00 € (libérées intégralement à la souscription) et attribution de 20 000 actions gratuites. La valeur de l'action avant l'opération est de 22,00 €. Calculez le DPS et le DA

$D.A + D.P.S = \text{Valeur de l'action avant} - \text{Valeur de l'action après.}$

Valeur de l'action avant augmentation de capital :	100 000 actions * 22 = 2 200 000 €
Augmentation de capital en numéraire :	40 000 actions * 15 = 600 000 €
Augmentation de capital incorporation de réserve :	20 000 actions * 0 = 0 €
Valeur de l'action après augmentation de capital	160 000 actions * 17,5 = 2 800 000 €

$$\text{Valeur de l'action après augmentation de K} = 2\,800\,000 / 160\,000 = 17,5 \text{ €}$$

Calcul du D.A

100 000 anciennes pour 20 000 nouvelles actions
Soit 5 anciennes pour 1 nouvelle action (en divisant par 20 000 par simplification)
Cela nous donne 5 D.A pour 1 nouvelle action

- $5 D.A = 1 * \text{Valeur action après augmentation de capital}$
- $5 D.A = 17,50$
- $D.A = 3,50 \text{ €}$

Calcul du D.P.S

100 000 anciennes pour 40 000 nouvelles actions
5 anciennes pour 2 nouvelles actions
5 D.P.S pour 2 nouvelles actions

- $5 D.P.S + 2 \text{ actions nouvelles souscrites} = 2 * \text{Valeur action après augmentation de capital}$
- $5 D.P.S + (2 * 15,00) = 2 * 17,50$
- $5 DPS + 30 = 35$
- $5 DPS = 35 - 30$
- $5 DPS = 5$
- $D.P.S = 5/5 = 1,00 \text{ €}$

15FIN160 - La politique de financement

Vérification

$$\text{DPS} + \text{DA} = 1,00 + 3,50 = 4,50 \text{ €}$$

$$\text{Valeur de l'action avant} - \text{Valeur de l'action après} = 22 - 17,5 = 4,50 \text{ €}$$

La détention d'actions anciennes confère le droit de souscrire un nombre déterminé d'actions nouvelles et ce droit est irréductible (c'est-à-dire que le nombre d'actions nouvelles auquel on a droit ne peut être réduit).

Exemple : Un actionnaire possède 50 actions X. Une augmentation de capital a lieu pour laquelle 5 actions anciennes donnent droit à 2 nouvelles. **Calculez le nombre d'actions à titre irréductible** que pourra souscrire l'ancien actionnaire.

$$50 * 2/5 = 20 \text{ actions nouvelles}$$

3) les principales catégories d'actions

a) Les actions ordinaires

Elles confèrent à leur détenteur un droit de gestion (concrétiser par la possibilité d'obtenir diverses informations, d'assister et de voter aux AG) et un droit sur les résultats.

b) Les actions de préférence

Actions conférant à leurs titulaires des droits particuliers de toute nature, à titre temporaire ou permanent, et pouvant être assorties ou non du droit de vote.

Inspirées des preferred shares américaines, elles remplacent les actions à dividende prioritaire sans droit de vote notamment. Les caractéristiques des actions de préférence sont librement déterminées par les statuts. Les actions de préférence apporte une plus grande liberté aux sociétés et leur permet de créer des actions présentant des caractéristiques diverses et correspondant à leurs besoins particuliers.

c) Les actions à bons de souscription d'actions (ABSA)

Une action à bon de souscription d'action est une action ordinaire accompagnée d'un (ou de plusieurs) bons de souscription permettant de souscrire à une action ordinaire, à un prix fixé à l'avance (prix d'exercice) et pendant une période déterminée.

d) Les bons de souscription d'actions autonomes (BSA)

Les bons de souscription autonomes sont distribués gratuitement ou vendu aux actionnaires. Ils leur permettent de souscrire des actions pendant une période donnée, à un prix fixé à l'avance.

4) Les subventions

De nombreuses aides et subventions provenant de divers organismes peuvent aider à financer des investissements d'entreprises sous certaines conditions. Ces aides sont soumises à la réglementation européenne.

a) Origine de ces aides

- Les collectivités locales (communes, départements et régions) ;
- L'Etat et certains organismes publics.

b) Intérêt de ce financement

La grande majorité des subventions est attribuée pour l'une des raisons suivantes :

- Favoriser l'emploi ; Développer l'investissement dans certaines régions et dans certaines activités ;
- Soutenir une entreprise locale qui a accepté de fixer des prix modérés.

Les sommes obtenues appartiennent à l'entreprise ; elles font partie des capitaux propres (subventions d'investissement) à la différence des subventions d'exploitation qui contribuent à augmenter le résultat, donc la CAF.

15FIN160 - La politique de financement

5) Les quasi-fonds propres

Les quasi-fonds propres correspondent à des ressources financières stables qui ne sont pas à proprement parler, des capitaux propres. Ils sont classés dans les « autres fonds propres » et peuvent poser des problèmes aux analystes financiers obligés de les affecter, soit aux capitaux propres, soit aux dettes financières.

a) Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI)

Les titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) sont **des titres de créance de dernier rang** dont le remboursement se fait au gré de l'émetteur. Ils prennent souvent la forme d'obligations subordonnées. Ces titres ne sont remboursés qu'après toutes les autres créances en cas de liquidation de l'entreprise.

En raison d'un risque plus important de non-remboursement, la rentabilité exigée par les investisseurs est élevée.

Exemple : Fin 2008, l'Etat français a choisi d'aider plusieurs banques en difficultés en souscrivant à des titres subordonnés à durée indéterminée plutôt qu'en souscrivant à une augmentation de capital. En effet, l'objectif de l'Etat n'était pas de prendre le contrôle des banques mais de maintenir un haut niveau de solvabilité et d'assurer le financement de l'économie française.

b) Les obligations remboursables en actions

Les obligations remboursables en actions (ORA) sont des obligations qui seront, à l'échéance, échangées automatiquement contre des actions selon une parité définie lors de l'émission. Il s'agit tout simplement d'une augmentation de capital décalée dans le temps.

Les ORA sont des titres relativement risqués, proche des actions. Elles permettent de parier sur le redressement futur d'une entreprise tout en percevant un intérêt.

c) Les obligations convertibles en actions

Les obligations convertibles en actions (OCA) sont des obligations dont la conversion en action à l'échéance est optionnelle.

d) Les comptes courants d'associés

Les comptes courants d'associés permettent d'enregistrer les fonds laissés temporairement à la disposition de l'entreprise par les associés ou actionnaires.

6) Les engagements financiers

a) La présentation des engagements

Le tableau des engagements financiers figure dans l'annexe comptable. Il comporte en réalité plusieurs tableaux dédiés à un type d'engagement et présente les éléments susceptibles d'influer sur le montant ou la composition du patrimoine. En principe, seuls les engagements significatifs figurent dans le tableau des engagements financiers. Les contenus concernent les droits (engagements reçus) et obligations (engagements donnés) de l'organisation (ex : contrat de crédit-bail, cautionnement, hypothèque, etc..).

Certaines informations liées aux engagements hors bilan doivent figurer dans l'annexe s'il s'agit d'éléments significatifs. Le caractère significatif est présent au-delà d'une valeur d'engagement supérieure à 10 % des éléments concernés (sauf pour le crédit-bail)

15FIN160 - La politique de financement

Exemples d'engagements :

- Les engagements de garanties : cautions ;
- Les engagements réels : gages et hypothèques ;
- Les engagements liés à des contrats : contrats de crédit-bail mobilier ;
- Les dettes et créances assorties de garanties : hypothèques de biens immeubles.
- Les engagements vis-à-vis du personnel : pensions et retraites complémentaires.

b) Les catégories d'engagements

La tenue d'une comptabilité d'engagements est facultative. Néanmoins, plusieurs types d'engagements peuvent être présentés.

- **Engagements financiers simples** (engagements donnés et reçus, montant des dettes et créances garanties par des suretés personnelles –caution, créances cédées non échues).
- **Engagements financiers complexes** (contrats de crédit-bail, engagements financiers futurs ou donnés dans le cadre du règlement de difficultés)
- **Dettes et créances garanties** (montants des dettes et des créances garanties par des suretés réelles – hypothèques, nantissements, gages)

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 2 : Le financement par endettement et par crédit-bail

Afin de compléter leurs fonds propres, les entreprises recourent fréquemment à l'emprunt ou au crédit-bail. Il existe essentiellement deux catégories d'emprunts, **les emprunts indivis (un seul prêteur, les emprunts bancaires) et les emprunts obligataires (plusieurs prêteurs, les marchés financiers)**.

Les calculs relatifs aux emprunts permettent à l'entreprise :

- D'effectuer des choix en matière de montant et de durée ;
- De comparer les conséquences financières de plusieurs financements possibles ;
- De disposer des chiffres nécessaires à l'élaboration des documents prévisionnels.

1) Le financement par emprunt indivis

a) **Définition** : Un emprunt indivis est un emprunt non fractionnable pouvant être obtenu auprès d'une banque, auprès d'une autre société (maison mère par exemple) ou auprès de personne physique (associés, famille, amis...).

b) Les modalités de remboursement d'un emprunt indivis

Il existe trois modalités de remboursement d'un emprunt indivis :

- Remboursement par annuités constantes
- Remboursement par amortissements constants
- Remboursement in fine

Remboursement par annuités constantes

L'emprunt indivis est souvent remboursé par des versements constants. Cette modalité de remboursement nécessite un certain nombre de calculs pour connaître toutes les sommes en cause.

$\text{Annuité de remboursement} = \text{Valeur de l'emprunt} * i / (1 - (1+i)^{-n})$

- (i) c'est le taux d'intérêt
- (n) nombre de périodes

Les annuités sont constantes, mais leur composition interne varie :

- La part consacrée aux intérêts diminue régulièrement, au fur et à mesure des remboursements ;
- Par conséquent, la part consacrée au remboursement de l'emprunt augmente d'autant.

15FIN160 - La politique de financement

Exemple : La société X souscrit un emprunt bancaire de 200 000 € au taux de 4,5 %. Cet emprunt est remboursable en 5 annuités constantes. Présentez le tableau d'amortissement de l'emprunt.

$$\text{Annuité} = 200\,000 * 0,045 / (1 - (1,045)^{-5}) = 45\,558,33$$

ANNEES	K restant dû (début)	Intérêts	Remboursement K	Annuité	K restant dû (fin)
1	200 000	9 000 ¹	36 558,33 ²	45 558,33	163 441,67 ³
2	163 441,67	7 354,88	38 203,45	45 558,33	125 238,22
3	125 238,22	5 635,72	39 922,61	45 558,33	85 315,61
4	85 315,61	3 839,20	41 719,13	45 558,33	43 596,48
5	43 596,48	1 961,85	43 596,48	45 558,33	0
		27 791,65	200 000	227 791,65	

(1) $200\,000 * 0,045 = 9\,000\,€$

(2) $45\,558,33 - 9\,000 = 36\,558,33\,€$

(3) $200\,000 - 36\,558,33 = 163\,441,67\,€$

Remboursement par amortissements constants

Le montant remboursé est le même à la fin de chaque période. Il est égal au montant de l'emprunt divisé par le nombre de périodes.

Exemple : La société X souscrit un emprunt bancaire de 200 000 € au taux de 4,5 %. Cet emprunt est remboursable en 5 amortissements constants. Présentez le tableau d'amortissement de l'emprunt.

ANNEES	K restant dû (début)	Intérêts	Remboursement K	Annuité	K restant dû (fin)
1	200 000	9 000 ¹	40 000 ²	49 000	160 000 ³
2	160 000	7 200	40 000	47 200	120 000
3	120 000	5 400	40 000	45 400	80 000
4	80 000	3 600	40 000	43 600	40 000
5	40 000	1 800	40 000	41 800	0
		27 000	200 000	227 000	

(1) $200\,000 * 0,045 = 9\,000\,€$

(2) $200\,000 / 5 = 40\,000\,€$

(3) $200\,000 - 40\,000 = 160\,000\,€$

Avantages de l'emprunt indivis :

- Intérêts permettant des économies d'IS
- Procédures de mise en œuvre bien maîtrisées dans l'entreprise
- Diverses modalités disponibles et adaptables selon les besoins de l'entreprise
- Période de différée pendant laquelle, en général, seuls les intérêts sont versés
- Pas de modification de la structure capitalistique

Inconvénients de l'emprunt indivis :

- Tributaire de l'accord d'une banque ou de l'entité prêteuse
- Solution coûteuse si les taux d'intérêt sont élevés
- Garanties parfois exigées

15FIN160 - La politique de financement

Remboursement in fine

L'emprunt in fine est un emprunt remboursable en totalité à la fin de la durée prévue. Cette modalité de remboursement est de plus en plus répandue. Les annuités, sauf la dernière, ne sont composées que d'intérêts. La dernière annuité, qui comprend le remboursement, est beaucoup plus lourde que les précédentes et son versement exige une bonne organisation de la trésorerie.

Exemple : La société X souscrit un emprunt bancaire de 200 000 € au taux de 4,5 %. Cet emprunt est remboursable en 5 ans in fine. Présentez le tableau d'amortissement de l'emprunt.

ANNEES	K restant dû (début)	Intérêts	Remboursement K	Annuité	K restant dû (fin)
1	200 000	9 000	0	9 000	200 000
2	200 000	9 000	0	9 000	200 000
3	200 000	9 000	0	9 000	200 000
4	200 000	9 000	0	9 000	200 000
5	200 000	9 000	0	209 000	0
		45 000	200 000	245 000	

Remboursement avec différé

Il arrive que l'entreprise ait des doutes sur sa capacité à rembourser l'emprunt dès le démarrage d'un nouvel investissement et souhaite repousser la date du début du remboursement. On parle alors de différé de remboursement, ce qui implique une modification des calculs d'annuités. En général, le différé est de un ou deux ans.

Exemple : Supposons que l'emprunt de 200 000 € (initialement sur 5 ans) est remboursé en 4 amortissements constants avec un différé d'un an. Taux 4,5 %.

ANNEES	K restant dû (début)	Intérêts	Remboursement K	Annuité	K restant dû (fin)
1	200 000	9 000	0	9 000	200 000
2	200 000	9 000	50 000	59 000	150 000
3	150 000	6 750	50 000	56 750	100 000
4	100 000	4 500	50 000	54 500	50 000
5	50 000	2 250	50 000	52 250	0
		31 500	200 000	231 500	

2) le financement participatif

Le financement participatif est une modalité de collecte de fonds réalisés par le biais d'un site internet, « la plateforme » ; il mobilise un grand nombre de contributeur.

Crowdfunding : Don reçu avec contrepartie (bien ou service en lien avec le projet)

Crowdlending : emprunt avec ou sans intérêt (plafond à respecter)

Crowdequity : Participation dans le capital de société non cotées

15FIN160 - La politique de financement

3) Le financement par emprunt obligataire

Un emprunt obligataire est un emprunt divisé en fractions égales appelées **obligations** souscrites par un grand nombre de prêteurs appelés **obligataires**. Les obligations sont des titres négociables, cotés ou non, et confèrent à leurs propriétaires un simple droit de créance, **sans participation aux résultats de l'exploitation** et sans immixtion dans l'administration de la société.

Les sociétés de capitaux et les SARL (depuis 2004) peuvent émettre des obligations. Pour les sociétés faisant appel public à l'épargne, ce type d'emprunt permet de réunir des sommes d'un montant très élevé (dépassant parfois le milliard d'euros). La durée d'un emprunt obligataire est comprise le plus souvent entre 5 et 15 ans.

Les obligations peuvent être ordinaires, remboursables en action (ORA), convertibles en action (OCA), assorties d'un bon de souscription d'actions (OBSA), assorties d'un bon de souscription d'obligations (OBSO).

a) Définitions et vocabulaire

- **Valeur nominale** : Valeur attribuée à une obligation afin de calculer les intérêts.
- **Prix d'émission** : Montant versé par l'obligataire pour obtenir une obligation. Si le prix d'émission est inférieur à la valeur nominale, on dit que l'émission est en dessous du pair.
- **Prix de remboursement** : Montant versé lors du remboursement de l'obligation. Si le prix de remboursement est supérieur à la valeur nominale, on dit que le remboursement est au-dessus du pair.
- **Prime de remboursement** : différence entre le prix de remboursement et le prix d'émission.
- **Date de jouissance** : Date à partir de laquelle les intérêts commencent à courir
- **Taux facial ou nominal** : Taux servant de référence pour le calcul des intérêts ;
- **Coupon d'intérêts** : Il s'agit du montant annuel des intérêts versés pour une obligation. Le coupon est généralement versé une fois par an.

b) Modalités de remboursement des emprunts obligataires

Un emprunt obligataire peut être remboursé :

- in fine,
- par amortissements constants
- ou par annuités constantes.

Mais la modalité de remboursement la plus fréquente est le remboursement in fine

15FIN160 - La politique de financement

Exemple : Soit l'emprunt obligataire suivant :

- Nombre d'obligations émises : 10 000 obligations
- VALEUR NOMINALE = 500 €
- PRIX D'EMISSION = 500 €
- Valeur de remboursement = 550 €
- Taux facial = 5 %
- Durée = 4 ans

Présentez le tableau d'amortissement de l'emprunt obligataire en supposant un remboursement in fine

ANNEE	INTERETS	OBLIGATIONS AMORTIES	AMORTISSEMENT (en €)	ANNUITE
1	250 000 ¹	0	0	250 000
2	250 000	0	0	250 000
3	250 000	0	0	250 000
4	250 000	10 000	5 500 000 € ²	5 750 000
	1 000 000	10 000	5 500 000	6 500 000

(1) Montant des intérêts par année : 5% de 500 * 10 000 = 250 000 €

(2) Montant des amortissements (remboursement des obligations) = 550 * 10 000 = 5 500 000 €

Dans le cas d'un remboursement par amortissements constants, le nombre d'obligations amorties chaque année est constant. Par ailleurs, le nombre d'obligations amorties doit toujours être un nombre entier. Les obligations amorties sont choisies par tirage au sort.

Exemple : reprenons l'exemple précédent en supposant que l'emprunt obligataire est remboursé par amortissements constants.

ANNEE	INTERETS	OBLIGATIONS AMORTIES	AMORTISSEMENT	ANNUITE
1	250 000	2 500 ³	1 375 000 ¹	1 625 000
2	187 500 ²	2 500	1 375 000	1 562 500
3	125 000	2 500	1 375 000	1 500 000
4	62 500	2 500	1 375 000	1 437 500

(1) = 2500 obligations à 550 € = 1 375 000 €

(2) = (10 000 – 2 500) * 500 * 0,05 = 187 500 €

(3) = 10 000/4 = 2 500 obligations

c) Le taux de rendement actuariel brut

Le taux de rendement actuariel brut (TAB) est le taux de rendement réel d'un emprunt obligataire en tenant compte aussi bien des intérêts que des primes d'émission et de remboursement éventuelles. Ce taux est important car les investisseurs peuvent le comparer de manière pertinente à celui d'autres emprunts obligataires.

Exemple : Soit une obligation de valeur nominale 100 €, émise à 95 € et remboursée 120 € dans 5 ans et rémunérée annuellement au taux de 4 %. Calculez le taux de rendement actuariel à l'émission.

15FIN160 - La politique de financement

d) La valeur de marché de l'obligation

Il y a une relation entre l'évolution du taux du marché et la valeur de l'obligation sur le marché secondaire. Plus le taux du marché diminue par rapport à celui à la date de l'émission de l'obligation, plus la valeur de l'obligation augmente : l'obligation anciennement émise devient plus attractive que les nouvelles obligations, car elle donne lieu à des coupons calculés à partir d'un taux plus élevé. L'investisseur est donc prêt à l'acheter plus cher. Son rendement correspondra à celui du marché primaire.

Plus le taux du marché augmente plus la valeur de l'obligation diminue : l'obligation anciennement émise devient moins attractive que les nouvelles obligations. L'investisseur est donc prêt à l'acheter moins cher.

Il y a donc un équilibre entre la valeur d'acquisition d'une obligation sur le marché secondaire et les coupons. La cote d'une obligation est donnée en fonction de sa valeur nominale et du coupon couru.

Cet équilibre permet aux obligations sur le marché secondaire d'être aussi attractives que celles du marché primaire. Par définition, le taux de rendement est le même.

4) Le financement par crédit-bail

Le contrat de crédit-bail est un contrat de location portant sur un bien meuble ou immeuble à usage professionnel, assorti d'une option d'achat à un prix fixé à l'avance.

a) Le crédit-bail mobilier

Il porte sur un matériel devant être identifiable, correspondre à un usage durable et être amortissable. Les principaux matériels éligibles au crédit-bail sont :

- Les véhicules de transport ;
- Les équipements industriels
- Les équipements de bureautique
- Les équipements médicaux

Les avantages et inconvénients du crédit-bail (location-financement)

AVANTAGES :

- Loyers ou redevances permettant des économies d'IS
- Financement possible à 100 %
- Grande souplesse dans les modalités de paiement (périodes, montants)
- Assurance contre le risque technologique (obsolescence des immobilisations)
- Maintien de la capacité d'endettement (pas d'emprunt), trésorerie favorisée
- Renouvellement de la location possible pour des biens plus updatés
- Réversibilité de la décision tout en respectant les clauses contractuelles.

INCONVENIENTS :

- Coût plus élevé sur la durée par rapport à une acquisition par emprunt.
- Garanties parfois exigées par les sociétés de crédit-bail pour s'assurer de la solvabilité du locataire.
- Risque d'être mobilisé dans des opérations peu rentables en raison de son accès facile.
- Comme tout contrat, le locataire est engagé au versement de redevances aux échéances et sur la durée prévues.
- Présenter les éléments financiers dans le tableau des engagements
- Nécessite un suivi de l'application des conditions du contrat.

b) Le crédit-bail immobilier

Le crédit-bail immobilier est une opération par laquelle une société de crédit-bail donne en location un bien immobilier à usage professionnel à une entreprise qui peut devenir propriétaire, si elle le souhaite, à l'expiration du bail.

c) Le lease-back

C'est une opération qui consiste, pour une entreprise, à céder des biens immobiliers à une société de crédit-bail qui lui en laisse la jouissance sur la base d'un contrat de crédit-bail prévoyant les conditions du rachat.

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 3 : Le choix de financement

Une fois le programme d'investissements arrêté, l'entreprise doit définir une politique financière et trouver les financements durables les mieux appropriés à sa situation, compte tenu de diverses contraintes à respecter. Pour effectuer un choix définitif, elle utilise surtout des critères de type financier mais d'autres considérations peuvent également être prises en compte (critères politiques, écologiques, juridiques....)

Le coût d'un financement est le taux « t » pour lequel il y a équivalence entre les fonds reçus et l'ensemble des sommes réellement décaissées en contrepartie.

Pour calculer le taux de revient d'un financement, il faut se placer du point de vue de l'emprunteur (c'est-à-dire de l'entreprise) ; on établit une relation entre les sommes reçues et les sommes décaissées pendant la durée de l'emprunt.

Les sommes décaissées sont calculées nettes des économies d'impôt sur les sociétés liées à la déductibilité fiscale de certaines charges :

- Les intérêts,
- Les amortissements des frais d'émission,
- Les amortissements des primes de remboursement.

Les taux obtenus sont donc des taux après impôts (nets d'IS)

1) Le coût de revient d'un emprunt indivis

Dans le cas d'un emprunt indivis (emprunt bancaire le plus souvent), les intérêts constituent une charge déductible. Le coût de revient d'un emprunt indivis doit tenir compte de l'économie d'IS réalisée. En l'absence de frais forfaitaires, le coût de revient de l'emprunt est égal au taux de l'emprunt après IS.

En présence de frais forfaitaires, le calcul du coût de revient est légèrement plus complexe. Il faut alors tenir compte des frais de dossier et des frais d'assurance, qui constituent aussi des charges déductibles.

Exemple : Considérons un emprunt fin N de 20 000 € sur 4 ans au taux de 4,5 % (dont 0,5% au titre de l'assurance). L'emprunt est remboursable par annuités in fine et les frais de dossier payés en $t = 0$, s'élèvent à 600 €. Quel est le coût de revient de cet emprunt ?

ANNEES	0	1	2	3	4
Amortissement					- 20 000
Intérêts		-900	-900	-900	-900
Economie d'IS sur intérêts		300	300	300	300
Frais de dossier	-600				
Economie d'IS sur frais de dossier	200				
Emprunt	20 000				
Flux net de trésorerie sur emprunt	19 600	-600	-600	-600	- 20 600

La calculatrice donne $i = 3,55\%$ (coût de revient de l'emprunt)

15FIN160 - La politique de financement

2) Le coût de revient d'un emprunt obligataire

Dans le cas d'un emprunt obligataire, les intérêts constituent une charge déductible. Les primes d'émission et de remboursement sont amorties sur la durée de l'emprunt obligataire (le compte 169 – prime de remboursement sert à enregistrer les primes d'émission et les primes de remboursement). Il faut donc tenir compte des économies d'impôt sur l'amortissement de ces primes.

Exemple : Considérons un emprunt obligataire de 20 M€ sur 4 ans aux taux de 6 %. L'emprunt est émis et remboursé au pair fin N et les frais d'émission s'élèvent à 1,5 % du produit brut de l'émission. Quel est le coût de revient de cet emprunt ?

ANNEES	0	1	2	3	4
Amortissement					- 20 000
Intérêts		-1 200	-1 200	-1 200	-1 200
Economie d'IS sur intérêts		400	400	400	400
Frais de dossier	-300				
Economie d'IS sur frais de dossier	100				
Emprunt	20 000				
Flux net de trésorerie sur emprunt	19 800	-800	-800	-800	- 20 800

La calculatrice donne $i = 4,28 \%$ (coût de revient de l'emprunt)

Remarque : Lorsqu'il n'y a ni frais d'émission, ni prime d'émission ou de remboursement, le coût de revient de l'emprunt obligataire après IS est égal à $2/3$ du taux facial.

3) Le coût de revient du crédit-bail

Les redevances versées constituent des charges déductibles. Le financement par crédit-bail est le plus souvent une alternative au financement par emprunt bancaire. Dans le 1^{er} cas, le bien n'apparaît pas au bilan (sauf dans les normes IFRS) alors que dans le deuxième cas, le bien est amorti. Le financement par crédit-bail induit donc la perte des économies d'IS liées à l'amortissement du bien.

En cas d'exercice de l'option d'achat, le bien doit être amorti, ce qui génère une économie d'IS.

Exemple : Considérons le cas d'une entreprise souhaitant acquérir une machine coûtant 126 000 € HT, qui sera amortie en linéaire sur une période de 4 ans.

Elle hésite entre un financement bancaire au taux de 6 % et un financement par crédit-bail avec un loyer annuel de 37 500 € et une valeur de rachat nulle au terme des 4 ans.

Quel est le coût de revient du crédit-bail ?

ANNEES	0	1	2	3	4
Loyers de CB		- 37 500	-37 500	-37 500	- 37 500
Economie d'IS sur loyers		12 500	12 500	12 500	12 500
Perte d'économie d'IS sur dotations aux amortissements		- 10 500	- 10 500	-10 500	-10 500
Montant économisé	126 000				
Flux net de trésorerie sur crédit-bail	126 000	-35 500	-35 500	-35 500	- 35 500

La calculatrice donne $i = 4,96 \%$ (coût de revient du crédit-bail)

15FIN160 - La politique de financement

4) Coût de revient du financement et taux de rentabilité interne (TRI)

Lorsque l'entreprise a le choix entre plusieurs moyens de financement, elle sélectionne généralement le moyen de financement dont le coût de revient est le plus faible.

Par ailleurs, on sait qu'un projet d'investissement est rentable à condition que le coût moyen pondéré du capital soit inférieur au TRI du projet d'investissement. Lorsque le financement est mixte (dette et fonds propres), la rentabilité des fonds propres (ou rentabilité financière) augmente si le coût de revient de la dette est inférieur au TRI du projet. On parle alors d'effet de levier.

5) Autres critères de choix

De nombreux autres critères peuvent intervenir dans le choix des modes de financement. Tout va dépendre de la situation financière de l'entreprise et de sa stratégie.

a) La dilution du pouvoir de contrôle et le risque d'OPA

Pour éviter cette dilution et ce risque (qui sont liés) l'entreprise pourra préférer, aux actions ordinaires, des actions à dividendes prioritaires sans droit de vote.

b) Le risque technologique

Tout investissement technique comporte le risque d'être plus ou moins rapidement « dépassée » en raison du progrès technique. Si l'entreprise souhaite conserver une grande capacité d'adaptation, elle doit financer ses investissements les plus exposés au risque d'obsolescence par le crédit-bail

c) L'adaptation des modalités de remboursement

Si l'entreprise prévoit des difficultés de trésorerie, un emprunt comportant un différé de deux ans peut être préférable à un emprunt classique.

d) La procédure d'obtention

Certains emprunts nécessitent une procédure longue (plusieurs mois) et complexe (constitution de dossiers divers). C'est pourquoi, si l'entreprise a besoin de capitaux pour saisir rapidement une opportunité, elle optera pour un mode de financement plus facilement disponible.

e) Les garanties demandées

Parfois, l'entreprise ne pourra offrir les garanties exigées pour l'obtention de l'emprunt. Elle devra donc s'orienter vers d'autres types d'emprunt, moins exigeants du point de vue des garanties mais généralement plus coûteux.

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 4: Le Bilan financier

Le bilan financier est un document synthétique qui traduit l'aptitude de l'entreprise à faire face à ses engagements. Cela permet d'apprécier le risque de faillite à court terme. Sa structure repose sur une organisation de l'actif par liquidité croissante et une organisation du passif par exigibilité croissante. Le bilan financier laisse apparaître la solvabilité et la liquidité de l'entreprise.

La solvabilité c'est l'aptitude d'une entreprise à honorer ses dettes par le biais de ses actifs. Un risque d'insolvabilité est décelé lorsque les actifs sont inférieurs à toutes les dettes.

La liquidité est l'aptitude d'une entreprise à transformer plus ou moins rapidement ses actifs en trésorerie. Les disponibilités doivent être capables de payer les sommes dues aux échéances prévues.

a) La construction du bilan financier

Le bilan financier se construit en reclassant et en retraitant certains postes du bilan comptable afin d'évaluer les postes à la valeur la plus proche d'une valeur de revente ou de remboursement et de respecter les critères de liquidité croissante de l'actif et d'exigibilité croissante du passif. On parlera ainsi « d'actifs et passifs corrigés ».

	ACTIF IMMOBILISE (+ 1 an)	ACTIF CIRCULANT (- 1 an)
Retirer du bilan comptable	-les frais d'établissement -les frais de R&D -charges à répartir -Prime de remboursement des obligations -écart de conversion actif -les immobilisations financières (si échéance < 1an)	-actifs circulants dont l'échéance est à plus d'un an -comptes de régularisation dont l'échéance est à plus d'un an
Ajouter au bilan comptable	-Actifs circulants dont l'échéance est à plus d'1 an -compte régulation + d'un an -Stock pris en compte à la valeur réelle dont une partie peut être rattachée aux immobilisations (stock-outil)	-partie à moins d'un an des immobilisations financières ; -Effets escomptés non échus.

	PASSIF IMMOBILISE (+ 1 an)	PASSIF CIRCULANT (- 1 an)
Retirer du bilan comptable	-actifs fictifs -part du résultat qui sera distribuée -provisions liées à des R&C de moins d'un an -dettes financières de moins d'un an	-Dettes dont l'échéance est à plus d'un an. -Comptes de régularisation avec échéance de plus d'un an
Ajouter au bilan comptable	-Dettes non financières dont l'échéance est à plus d'un an. -Emprunts participatifs car remboursés après toutes les créances (absence de garanties) -Comptes de régularisation dont l'échéance est à plus d'un an	-Dettes y compris dettes fiscales à moins d'un an. -PCA -Découverts -dividendes -Provision pour R&C – 1 an

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 5: Le plan de financement

Une fois les décisions d'investissement prises et les modes de financement choisis, l'entreprise doit vérifier l'équilibre global des ressources durables et des emplois stables prévisionnels. Pour cela, elle élabore un document prévisionnel pluriannuel : **Le plan de financement**. Les CAF prévisionnelles seront obtenues à partir des comptes de résultat prévisionnels.

1) Définition

Le plan de financement est un document prévisionnel pluriannuel, établi pour une durée de 3 à 5 ans. Il permet de faire la synthèse des investissements et des financements prévus afin d'apprécier la pertinence de la politique financière retenue et d'assurer l'équilibre de la trésorerie sur le moyen terme.

Son établissement suppose la formulation d'hypothèses d'activité forcément affectées **d'incertitude**, ce qui oblige à considérer son contenu **avec une certaine prudence**.

a) Présentation

Il n'existe pas de présentation normalisée et officielle du plan de financement mais on peut retenir la présentation suivante :

	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
<u>EMPLOIS</u>				
Acquisition d'immobilisations				
Variation du BFR				
Charges à répartir				
Remboursements des dettes financières				
Distribution de dividendes				
TOTAL DES EMPLOIS				
<u>RESSOURCES</u>				
Capacité d'autofinancement				
Dettes financières				
Cessions ou réductions d'actifs immobilisés				
Augmentations de capital (en numéraire)				
Subventions ou aides				
TOTAL DES RESSOURCES				
Ecart annuel				
TRESORERIE INITIALE				
TRESORERIE FINALE				

b) Utilité du plan de financement

Le plan permet de vérifier si les ressources et les emplois sont équilibrés et si la mise en œuvre de la stratégie peut s'effectuer dans de bonnes conditions. Le plan est satisfaisant s'il permet de dégager une trésorerie confortable à la fin de la dernière année, ce qui confirme l'adéquation des financements aux emplois et la rentabilité prévisionnelle des investissements prévu dans le plan.

Il est exigé par la plupart des établissements de crédit pour les demandes de prêt dépassant un certain montant.

La loi sur la prévention des difficultés des entreprises oblige certaines sociétés à produire régulièrement certains documents prévisionnels. Les entreprises concernées sont les grandes entreprises de plus de 300 salariés.

15FIN160 - La politique de financement

2) Analyse du contenu

a) La CAF

La CAF c'est le résultat de l'entreprise plus les dotations aux amortissements (charges non décaissables).
Il s'agit du Cash-Flow c'est-à-dire du flux net de trésorerie dégagé par l'entreprise.

b) Cessions ou réductions d'éléments de l'actif immobilisé

Les cessions d'éléments de l'actif immobilisé sont génératrices de plus ou moins-values avec les implications fiscales correspondantes.

c) L'augmentation de capital

Seule l'augmentation de capital par apports en numéraires et à concurrence des seules sommes libérées, constitue une ressource réelle susceptible de financer des emplois.

d) Les variations du BFR

Les soldes annuels du plan de financement sont des soldes de trésorerie. Or, la CAF, n'est pas un flux de trésorerie à 100%. Les éléments constituant le BFR sont difficiles à évaluer de façon prévisionnelle.

Le plus souvent, les prévisions sont limitées aux éléments de l'exploitation. Pour calculer la variation du BFRE on utilise la relation existant entre le CAHT et le BFRE. Cette relation, généralement obtenue en appliquant la méthode normative, aboutit à une estimation du BFRE en nombre de jours de CA HT.

e) Exemple :

Une société envisage de réaliser le programme d'investissement suivant :

- Achat d'un terrain : 300 000 € (au cours de l'année N) ;
- Construction d'un bâtiment en N+1 pour 1 400 000 € ;
- Achat de machines en N+1 : 500 000 € et en N+2 : 200 000 € ;
- Les CAF prévisionnelles sont les suivantes : 450 000 € en N et N+1 et 650 000 € à partir de N+2.

Ces CAF sont évaluées avant prise en compte des nouveaux financements et sans les cessions prévues. En N, des cessions vont apporter une ressource nette d'impôt évaluée à 100 000 €. Le BFR normatif représente 50 jours de CA HT. Celui-ci passera de 6 000 000 € en N et N+1 à 8 500 000 € en N+2 et à 10 000 000 € les années suivantes.

Travail à faire :

Etablissez le plan de financement de N à N+3 sachant que la trésorerie globale initiale s'élève à 160 000 €, que le BFR à l'origine est financé et qu'il n'est pas envisagé de distribuer des dividendes.

Sachant que N+1 l'entreprise a décidé de contracter un emprunt de 600 000 € (durée : 6 ans ; taux de 10 % ; remboursement par fractions constantes) et d'augmenter son capital pour un montant de 500 000 €, modifier le plan de financement en conséquence.

15FIN160 - La politique de financement

1^{er} Plan de financement

EMPLOIS	N	N+1	N+2	N+3
Acquisition du terrain	300			
Construction du bâtiment		1 400		
Acquisition de machines		500	200	
Augmentation du BFR			347 ¹	208 ²
TOTAL	300	1 900	547	208
RESSOURCES	N	N+1	N+2	N+3
CAF	450	450	650	650
Cessions	100			
TOTAL	550	450	650	650
Ecart (Ressources – Emplois)	250	-1 450	103	442
Trésorerie initiale	160	410	-1 040	-937
Trésorerie finale	410	-1 040	-937	-495

(1) $2\,500\,000 \times 50/360 = 347\text{ K€}$

(2) $1\,500\,000 \times 50/360 = 208\text{ K€}$

Le plan de financement est déséquilibré, d'où appel à des financements externes. Il en résulte un deuxième plan

2^{ème} plan de financement

EMPLOIS	N	N+1	N+2	N+3
TOTAL 1^{er} plan	300	1 900	547	208
Remboursement du capital			100	100
TOTAL	300	1 900	647	308
RESSOURCES	N	N+1	N+2	N+3
CAF	450	450	610 ¹	617 ²
Cessions	100			
Augmentation de capital		500		
Emprunt		600		
TOTAL	550	1 550	610	617
Ecart (Ressources – Emplois)	250	-350	-37	309
Trésorerie initiale	160	410	60	23
Trésorerie finale	410	60	23	332

¹ $650 - 40 \text{ charges financières nettes d'IS (10\% de 600)} \times 2/3$

² $650 - 33 \text{ charges financières nettes d'IS (10\% de 500)} \times 2/3$

15FIN160 - La politique de financement

Le plan de financement (autre approche)

La création et le fonctionnement d'une entreprise génèrent des besoins de financement, besoins qui doivent être financés sagement.

1) Les besoins de financement

Il existe essentiellement deux catégories de besoin de financement. Ceux liés aux investissements de l'entreprise et ceux liés à l'exploitation de l'entreprise.

Lorsqu'il s'agit de d'investissements, il faut financer d'une part l'acquisition de cet investissement, et d'autre part les dépenses accessoires de ce même investissement (par exemple : les frais de transport, les frais d'installation, etc.....). Concernant les besoins liés à l'exploitation, on distingue essentiellement le besoin en fonds de roulement (BFR) et les besoins en trésorerie liés à des « accidents de parcours ».

On peut rappeler que le BFR est un besoin permanent dû au cycle d'exploitation ainsi qu'aux décalages créés par les délais de paiement (crédits client ; dettes fournisseurs). Quant aux « accidents de parcours » cela signifie que l'entreprise peut connaître à un moment ou à un autre, un manque de trésorerie. Par exemple lors d'une grosse réparation d'une machine en panne ou lorsque qu'une grosse commande n'a pas été payée.

2) Les moyens de financement

Ils sont constitués par les apports personnels ou le capital social, la capacité d'autofinancement, les emprunts et les primes.

- Les apports personnels ou le capital social
 - On parle d'apport personnel, lorsqu'il s'agit d'un chef d'entreprise individuelle
 - On parle de capital social, lorsqu'il s'agit d'une société (SARL, SA.....)
- La capacité d'autofinancement

$$\text{CAF} = \text{Résultat net} + \text{DAP (charges non décaissables)}^*$$

*On peut calculer la CAF à partir de l'EBE. Par ailleurs, pour les entreprises individuelles, on retranchera aussi au RN les prélèvements personnels

- Les emprunts ou l'endettement
 - Emprunts auprès du groupe ou des associés
 - Emprunts auprès des établissements de crédit
 - Emprunts obligataires
 - Crédit-bail
- Les primes ou subventions

Le plan de financement est un document prévisionnel faisant apparaître dans un tableau les besoins et les ressources de financement. On peut distinguer deux cas. Le 1^{er} est celui de l'entreprise qui se crée et le 2^{ème} est celui de l'entreprise qui existe déjà.

15FIN160 - La politique de financement

Chapitre 6 : Les marchés financiers

Préambule.....

La vraie explication de la crise financière

Mme Ginette a une buvette à Bertincourt, dans le Pas-de-Calais. Pour augmenter ses ventes, elle décide de faire crédit à ses fidèles clients, tous alcooliques, presque tous au chômage de longue durée. Vu qu'elle vend à crédit, Mme Ginette voit augmenter sa fréquentation. En plus, elle peut augmenter un peu les prix de base du "calva" et du ballon de rouge.

Le jeune et dynamique directeur de l'agence bancaire locale, quant à lui, pense que les "ardoises" du troquet constituent, après tout, des actifs recouvrables, et commence à faire crédit à Mme Ginette, ayant les dettes des

ivrognes comme garantie. Au siège de la banque, des traders avisés transforment ces actifs recouvrables en CDO, CMO, Sicav, Samu, Ovni, SOS et autres sigles financiers que nul n'est capable de comprendre.

Ces instruments financiers servent ensuite de levier au marché actionnaire et conduisent, au NYSE, à la City de Londres, aux Bourses de Francfort et de Paris, etc... à des opérations de dérivés dont les garanties sont totalement inconnues de tous (c'est-à-dire les ardoises des ivrognes de Mme Ginette).

Ces "dérivés" sont alors négociés pendant des années comme s'il s'agissait de titres très solides et sérieux sur les marchés financiers de 80 pays. Jusqu'au jour où quelqu'un se rend compte que les alcoolos du troquet de

Bertincourt n'ont pas un rond pour payer leurs dettes.

La buvette de Mme Ginette fait faillite. Et le monde entier l'a dans le cul....

.....à méditer

15FIN160 - La politique de financement

La demande de capitaux émane des entreprises pour le financement de leurs investissements, de l'Etat et des collectivités territoriales pour les mêmes raisons et pour la couverture des déficits publics. L'offre de capitaux émane principalement des ménages soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances, caisses de retraite...). Une organisation efficace de cette rencontre entre l'offre et la demande de capitaux est la condition de l'efficacité de la bourse et des marchés financiers.

1) Les fonctions des marchés financiers

La fonction primordiale d'un marché financier est de faciliter une allocation efficace des ressources à la fois dans le temps et dans l'espace. Les marchés financiers assurent six fonctions essentielles. Il permet le transfert des ressources économiques dans le temps et dans l'espace ; la mutualisation des ressources ; l'allocation et la gestion des risques ; la liquidité des investissements ; le transfert d'informations par les prix ; le contrôle et la discipline des équipes dirigeantes

a) Le transfert des ressources économiques

En tant que marché primaire, le marché financier permet de lever du capital et de transformer directement l'épargne des ménages en ressources longues pour les collectivités publiques et privées ; en contrepartie des capitaux qu'elles recueillent sur ce marché, les collectivités émettent des valeurs mobilières qui matérialisent les droits acquis par ceux qui ont apporté ces capitaux.

En définitive, le marché financier permet le transfert des ressources économiques à la fois dans le temps et dans l'espace, entre les pays et entre les différents secteurs de l'économie.

b) La mutualisation des ressources

C'est ce qu'on appelle « l'économie du *pooling* », qui peut être considérée tant du point de vue des entreprises que de celui des investisseurs financiers.

Du point de vue des entreprises, il y a inadéquation entre la richesse individuelle, aussi importante soit-elle, et la taille des entreprises. En tout état de cause, les tailles optimales des entreprises sont incomparablement plus élevées que les richesses familiales.

S'ils n'étaient reliés à un grand nombre d'investisseurs, les entrepreneurs ou les dirigeants à la tête d'entreprises demandeurs de capitaux seraient contraints de faire fonctionner ces entreprises à une échelle largement inférieure à l'échelle optimale. Par conséquent, la possibilité de mettre des capitaux en commun est nécessaire à l'efficacité du processus de production et les entreprises ont besoin d'instruments de mutualisation élaborés pour pouvoir accéder à faible coût à des fonds suffisamment importants.

Il existe une demande de mutualisation de la part des entreprises, mais il existe aussi une demande de mutualisation de la part des investisseurs, pour des raisons de diversification et de liquidité. **La fonction de mutualisation qu'offrent les marchés financiers joue donc un rôle social incontestable.**

c) L'allocation et la gestion des risques.

Les analyses traditionnelles du système financier insistent sur son rôle dans l'allocation efficace du *capital* au sein de l'économie. Mais une autre fonction tout aussi importante du système financier, l'allocation efficace du *risque* au sein de l'économie, est moins bien comprise.

Prenons un exemple, celui de l'effet de l'introduction en Bourse des actions d'une entreprise financée uniquement par des capitaux propres. Cette opération de mise sur le marché permet à certains d'acquérir le risque des actions de l'entreprise, et au contraire à d'autres de s'en défaire.

Ce risque n'est pas un risque supplémentaire dans l'économie, simplement la titrisation du risque de l'activité de l'entreprise ; il est réparti différemment, et améliore la situation des individus qui peuvent ainsi gérer de manière plus fine les risques auxquels ils sont exposés.

Un actionnaire familial dont toute la fortune est concentrée sur le risque d'une seule entreprise pourra ainsi diversifier son risque.

15FIN160 - La politique de financement

d) La liquidité des investissements.

On peut d'autant plus s'engager dans des activités risquées que l'on puisse se défaire aisément de son engagement, c'est-à-dire s'il existe un marché liquide des engagements. La liquidité d'un titre est caractérisée par un ensemble de propriétés telles que l'achat ou la vente puissent être réalisés sans délai et que la transaction ne provoque pas de décalage de prix. La liquidité signifie la possibilité de revenir sur une décision d'investissement, prise antérieurement, à un coût de transaction aussi faible que possible.

Les marchés financiers offrent la liquidité et donnent ainsi la possibilité aux investisseurs de raccourcir, s'ils le souhaitent et pour toutes sortes de raisons, l'horizon de leur engagement d'investissement, réduisant ainsi l'incertitude inévitablement liée aux actifs financiers à long terme.

Dans ces conditions, les investisseurs sont prêts à prendre davantage de risque et exigent une rentabilité plus faible de leurs investissements, ce qui a pour conséquence que les entreprises peuvent se financer à moindre coût.

e) Le transfert d'information par les prix.

Les marchés financiers représentent une mine d'informations pour et sur les entreprises, de par les prix des actifs financiers qui y sont cotés. Ainsi, les marchés des bons du Trésor et des obligations du Trésor Public renseignent sur le rendement exigé par les investisseurs pour emprunter et prêter des fonds à court terme et à long terme (par ailleurs une des composantes essentielles du coût du capital pour une entreprise). Les écarts de rendement (*spread*) entre les OAT (obligations assimilables au Trésor) classiques et les OATi (obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation) permettent d'estimer l'inflation anticipée à l'échelle de l'économie tout entière pour toutes sortes d'échéances. L'écart de rendement entre les obligations émises par les entreprises privées et les OAT renseigne sur le risque de ces entreprises tel qu'il est perçu.

De même, les cours des actions constituent, compte tenu de certaines hypothèses, un indicateur de la prime de risque demandée par les investisseurs pour accepter le risque inhérent à ces produits (autre aspect déterminant pour calculer le coût du capital d'une entreprise).

Quant aux marchés dérivés ayant pour sous-jacents les actions, les niveaux des indices boursiers et d'autres classes d'actifs, ils recèlent aussi énormément d'informations, notamment sur l'incertitude et la volatilité anticipée des cours des titres des sociétés cotées en Bourse, des indices boursiers, des taux d'intérêt, des taux de change, des matières premières, etc.

Ces informations agrégées sont utiles à la fois pour les investisseurs et les entreprises. Quelle que soit leur activité, ces dernières peuvent extraire et analyser ces données et s'en servir notamment pour prendre des décisions d'investissement. En définitive, par le transfert d'informations sur les prix qu'ils permettent, les marchés financiers facilitent la coordination de la prise de décision décentralisée dans les différents secteurs de l'économie.

f) Le contrôle et la discipline des équipes dirigeantes

Lorsque la taille de l'entreprise augmente, la question de la délégation par les propriétaires de la gestion de l'entreprise se pose avec une acuité plus grande. Le risque d'une divergence entre les objectifs poursuivis par les dirigeants et les propriétaires/actionnaires se pose, ainsi que le soulignait déjà Schumpeter (1927).

Dans cette optique, le marché financier facilite l'incitation, le contrôle, la discipline et la sanction des équipes dirigeantes :

- **Incitation**, par la mise en place de politiques de rémunération indexées sur la progression des cours et la création de valeur actionnariale, ce qui peut faciliter la convergence des intérêts des actionnaires et des dirigeants.
- **Contrôle**, dans la mesure où les exigences de communication sont plus strictes et davantage réglementées pour les entreprises cotées, que ces entreprises sont suivies par de nombreuses équipes d'analystes financiers et que l'information sur les décisions susceptibles de faire varier les cours est diffusée très largement.
- **Discipline et sanction**, via les mécanismes d'offres publiques. Les opérations de restructuration par le marché boursier peuvent s'effectuer sous la forme d'offres publiques d'achat (OPA), d'offres publiques d'échange (OPE) ou de négociations de blocs de titres. Redoutant de telles opérations qui mettraient leur position en danger, les dirigeants sont incités à gérer en créant de la valeur pour les actionnaires, c'est-à-dire à prendre les décisions susceptibles de maximiser la capitalisation boursière.

15FIN160 - La politique de financement

2) L'organisation des marchés financiers

Les marchés financiers sont les marchés sur lesquels sont cotés et s'échangent les instruments financiers qui comprennent notamment :

- Les actions, les obligations, les parts de SICAV
- Les contrats financiers (fermes et optionnels).

a) Le marché primaire

On parle de marché primaire quand les actifs financiers sont émis pour la première fois par les entreprises privées, par les Etats ou les collectivités publiques.

Les émetteurs fixent le prix des titres émis et les remettent aux acheteurs (investisseurs financiers) (notamment grâce aux réseaux bancaires) en échange de capitaux.

b) Le marché secondaire

Le marché secondaire est le marché sur lequel sont échangés des titres déjà existants. Globalement, le marché secondaire correspond à la bourse. Une fois la souscription clôturée, les titres sont cotés et négociés sur le marché boursier. Le marché primaire fonctionne grâce au marché secondaire qui permet la revente des titres.

c) L'organisation de la bourse

Le fonctionnement de la Bourse est assuré par une société de Bourse (société dont c'est l'activité principale), Euronext PARIS pour la bourse de Paris. La bourse de Paris est une filiale du premier groupe boursier européen Euronext dont les principales autres filiales sont Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Dublin. Euronext est une entreprise de marché privée, elle-même cotée, qui :

- Gère les cotations et diffuse les cours et les indices
- Assure les négociations et diffuse des informations utiles aux investisseurs

Environ 1 300 sociétés cotées sur Euronext Paris

d) L'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

L'autorité des marchés financiers (AMF) est un organisme public indépendant chargé de la protection des épargnants et du bon fonctionnement des marchés financiers. Les missions de l'AMF :

- Contrôler les opérations financières des sociétés cotées (introduction en bourse, les prises de contrôle...)
- Protéger l'épargne investie dans les produits financiers,
- Informer les investisseurs
- Surveiller le fonctionnement des marchés.
- Définir les principes d'organisation et de fonctionnement d'Euronext.

L'AMF peut procéder à des contrôles et à des enquêtes concernant les délits financiers comme les délits d'initié.

Le délit d'initié est commis par une personne qui utilise des informations privilégiées pour réaliser des opérations profitables. L'AMF dispose d'un pouvoir de sanction qui est exercé par la Commission des sanctions. Les sanctions sont essentiellement pécuniaires.

15FIN160 - La politique de financement

3) La qualité de l'information sur les marchés financiers

a) L'incertitude et l'information

L'information joue un rôle capital dans la formation **des cours des titres financiers** et les prises de décisions des investisseurs. Plus l'investisseur dispose d'informations précises et fiables, plus **l'incertitude** inhérente aux marchés est faible.

Plus l'information financière est de qualité, moins il y a de **volatilité** (Moindre dispersion de la rentabilité) et plus le climat de **confiance** est important. CONSEQUENCES : Meilleures conditions financières et donc financement moins **onéreux**

La volatilité des cours mesure **l'amplitude** des variations de cours d'une action, d'un marché d'actions ou d'un autre instrument financier.

Les sociétés cotées sur les principaux marchés sont tenues de diffuser périodiquement des informations en publiant des documents telles que (le bilan, le compte de résultat, le bilan social, le tableau de variation des capitaux propres, le tableau de flux de trésorerie)

b) L'information et la valeur de marché

En théorie, la valeur d'un produit financier correspond à **la valeur actuelle des flux futurs** attendus de ce produit.

En pratique, les investisseurs attribuent une valeur aux titres en fonction des informations disponibles et à partir **d'anticipations** basées sur ces informations. Une nouvelle information (avertissement sur résultat ou **Profit warning** ou une modification des taux d'intérêt, etc...) se traduit immédiatement par un changement de la valeur attribuée au titre financier.

c) L'efficacité informationnelle du marché financier

On parle de l'efficacité informationnelle d'un marché lorsque les cours intègrent toute l'information disponible. Plusieurs conditions doivent être remplies pour assurer l'efficacité des marchés financiers :

- Les investisseurs doivent être **rationnels**.
- Le marché doit être **liquide**.
- Un investisseur ne peut garder une information susceptible d'influencer les cours
- Le coût des transactions sur le marché doit être faible

On parle de liquidité d'un actif financier lorsque le volume des transactions est tel qu'un ordre peut être exécuté rapidement et sans modification du cours.

Les conséquences de l'efficacité : Une nouvelle information susceptible d'accroître l'incertitude ou affecter les flux financiers attendus entraîne immédiatement un ajustement des cours. Exemple : le 9 mars 2020, l'action TOTAL a perdu 13% après l'effondrement du cours du pétrole dans la zone euro. En revanche, la théorie de l'efficacité organisationnelle fait l'objet de vives critiques :

- Les conditions énoncées ne sont jamais complètement réunies.
- Les investisseurs ne sont pas toujours en mesure d'analyser de manière cohérente l'information disponible. Ils agissent parfois par mimétisme, achetant un titre demandé et créant ainsi une bulle financière.

Une bulle financière est une situation dans laquelle les cours des titres sont totalement déconnectés de leur **valeur intrinsèque**.

15FIN160 - La politique de financement

4) Les Catégories de titres financiers

Les titres financiers prennent différentes formes : action, obligation, warrant, certificat d'investissement, option, tracker, etc. Les titres financiers sont émis par les entreprises pour lever des fonds nouveaux (actions, obligations, certificats d'investissement....), ou par des organismes financiers comme outils facilitant la gestion des risques (warrants, options, fut) ou la gestion de portefeuille (trackers).

Les actions et les obligations sont des titres qui se sont diversifiés, à tel point qu'ils sont devenus des familles de titres, à l'intérieur desquelles des formes hybrides de titres financiers se sont développées (les OBSO obligation de bon de souscription d'obligation, les OBSA obligation de bon de souscription d'action, les ABSO, les ABSA, les ORA...).

a) Les obligations

Les obligations (bonds en anglais) sont des titres négociables conférant les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale. Les obligations rapportent un intérêt fixe (le plus souvent) ou variable.

À date fixe, l'obligataire perçoit l'intérêt (ou coupon) annuel. L'emprunt obligataire peut être remboursé en totalité à la fin (in fine), par amortissements constants ou par annuités constantes. Dans la pratique, les grandes émissions obligataires font l'objet d'un remboursement in fine afin de garantir un revenu fixe à chaque obligataire, sur toute la durée de l'emprunt, ainsi qu'une durée de placement fixe.

Lorsque l'emprunt n'est pas remboursé en totalité à l'échéance mais par fractions au cours du temps, on tire au sort chaque année des séries d'obligations qui sont alors remboursées. Le mot "coupon" est un souvenir de l'époque (avant la dématérialisation) où l'intérêt était payé contre remise d'un coupon en papier découpé sur le titre.

b) Les actions (rappel)

L'action se définit ainsi comme un titre de participation dans une société de capitaux qui confère à son possesseur la qualité d'associé et, sauf exception, lui donne un droit proportionnel sur la gestion de l'entreprise, sur les bénéfices réalisés et sur l'actif social.

Droit de regard sur la gestion de l'entreprise, dans la mesure où l'assemblée des actionnaires élit et contrôle l'organe responsable de la gestion de la société, conseil d'administration ou conseil de surveillance, lequel dans ce dernier cas nomme le directoire.

Droit à l'information, dans la mesure où les actionnaires ont droit à la communication des documents indispensables à leur information sur l'activité et les résultats de la société.

Droit sur les bénéfices, qui sont répartis entre la mise en réserve et la distribution de dividendes aux actionnaires de la société, le montant du dividende étant donc fonction de l'évolution des résultats de la société et de l'affectation qui leur est donnée. Pour ce motif, l'action est une valeur à « revenu variable ».

Enfin, droit sur l'actif net de la société, c'est-à-dire sur l'ensemble de son patrimoine, déduction faite de ses dettes, en cas de liquidation.

Une des manifestations de ce droit s'exerce à travers les augmentations de capital pour lesquelles, sauf s'ils y ont explicitement renoncé, les actionnaires jouissent en France d'un droit préférentiel matérialisé par un droit de souscription (émission d'actions en numéraire) ou par un droit d'attribution (émission d'actions gratuites). Ce droit possède en lui-même une valeur et peut être, au choix de l'actionnaire, soit utilisé pour participer aux augmentations de capital, soit vendu en Bourse où il est négocié en même temps que les actions de la société pendant la période d'émission.

Il existe par ailleurs d'autres catégories d'actions ayant sur le plan juridique des droits différenciés par rapport à ceux des actions ordinaires. Les actions de priorité ou actions préférentielles confèrent des avantages par rapport aux actions ordinaires qui concernent essentiellement la répartition des bénéfices, dividende plus élevé ou dividende prioritaire. Les actions à dividende prioritaire sans droit de vote en constituent une variante. En échange d'un dividende plus élevé ou prioritaire, ces actions sont sans droit de vote.

c) Les titres financiers hybrides

Ce sont des titres qui possèdent certaines caractéristiques des actions et des obligations :

- les obligations convertibles en actions (OCA)
- les obligations remboursables en actions (ORA),
- les obligations à bons de souscription d'actions (OBSA),
- les obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR),
- les obligations convertibles échangeables en actions nouvelles ou à émettre (OCEANE),
- les obligations remboursables en actions nouvelles ou en numéraire (ORANE).

15FIN160 - La politique de financement

Les obligations convertibles en actions (OCA) sont des obligations émises avec un intérêt et un prix de remboursement fixe, mais qui peuvent également être converties en actions de l'émetteur. Le détenteur de l'obligation convertible aura intérêt à convertir l'obligation en actions si la valeur des actions devient supérieure au prix de remboursement de l'obligation. Cette possibilité de choix se paie sous la forme d'un taux d'intérêt servi aux obligations convertibles inférieur à celui des obligations ordinaires.

À la différence des obligations convertibles, ce n'est pas le détenteur des obligations remboursables en actions (ORA), mais l'émetteur qui décide du mode de remboursement de l'obligation, espèces ou actions.

Par ailleurs, une société peut émettre des bons de souscription d'actions (BSA) de façon autonome, ou attachés à une action (ABSA), voire même à une obligation (OBSA), le ou les bons attachés sont détachés de leur support et cotés séparément. Le BSA est un actif conditionnel qui peut être évalué à l'instar d'une option. Les OBSA sont très proches des obligations à bons de souscription d'actions remboursables (OBSAR), sauf que dans une émission d'OBSAR, les souscripteurs paient séparément le prix d'émission de l'obligation et le prix du ou des bons attachés à chaque obligation, alors que dans une émission d'OBSA le prix du bon est implicite.

d) Véhicules d'investissement collectifs

Même s'ils ne sont pas à proprement parler des titres financiers, les paniers d'actions peuvent faire l'objet d'une négociation directe et d'une cotation : certaines sicav et les fonds indiciels cotés, qui ont un indice particulier pour référence, sont dans cette situation.

- **Gestion collective : sicav et fcp**

Les sicav et les fcp (fonds communs de placement) sont des OPCVM (Organismes de placement collectif en valeurs mobilières) réglementés par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Ce sont des portefeuilles de titres gérés par une institution financière qui émet des parts en nombre variable au gré des souscriptions du public et des rachats (suite à des ventes de parts du public). Les opcv cotés ont un cours résultant de la confrontation entre l'offre et la demande. La réglementation française impose toutefois que ce cours ne s'écarte pas de plus de 1,5 % de la valeur liquidative (valeur du portefeuille de la sicav ou fcp divisée par le nombre de parts).

- **Indice d'actions et fonds indiciels cotés**

Un indice d'actions représente la valeur d'un groupe de titres. Un indice est calculé et ne fait pas l'objet d'échange, ce n'est donc pas un titre. L'importance des indices s'est considérablement accrue ces dernières années car les indices permettent de juger de l'évolution d'un groupe de titres sur une période donnée, servent de portefeuille de référence (*benchmark*) et contribuent à juger de la performance d'un placement quelconque, servent de support à des titres dont les promoteurs touchent des redevances. Les produits adossés aux indices sont les contrats de *futures*, d'options sur indices mais aussi les fonds indiciels cotés *trackers* (ou etf en anglais pour *Exchange Traded Funds*).

La gestion indicielle consiste à promettre à ses clients une progression alignée dans la mesure du possible sur un indice de référence. La gestion indicielle a connu un développement important en France et dans le monde. L'évolution de la valeur d'un indice ou groupe de titres est une indication précieuse. Elle permet de définir un portefeuille de référence (*benchmark*) auquel toute gestion impliquant des titres de caractéristiques similaires pourra être comparée. Un investisseur ne détenant pas d'informations particulières et souhaitant simplement investir en actions françaises pourra répliquer l'évolution de l'indice CAC 40, soit par un investissement direct dans un portefeuille diversifié, soit par l'achat d'un fonds indiciel.

15FIN160 - La politique de financement

e) Les produits dérivés

Il existe trois grandes familles de produits dérivés : les contrats *forward* et *futures*, les *swaps* et les contrats d'options qui ont beaucoup d'éléments communs.

- **Les contrats à terme de type *forward* et *futures***

Dans leur principe **les contrats de type *forward* et *futures*** sont identiques. Ils ne divergent que par leurs modalités d'exécution. Le **contrat à terme *forward*** constitue un engagement d'acheter ou de vendre une certaine quantité de « supports » ou « actifs sous-jacents » à une date d'échéance future et à un prix spécifié au moment où le contrat est passé. Si à la date d'échéance, le prix comptant de l'actif support au contrat est supérieur au prix spécifié et convenu à la date du contrat, l'acheteur réalise un profit ; dans le cas contraire, il réalise une perte, et vice versa pour le vendeur.

Les actifs supports de ces contrats peuvent être une grande variété d'actifs financiers: les devises, les indices d'action, les indices obligataires mais aussi des matières premières (l'or, le pétrole...) ou des produits agricoles.

La valeur du contrat à terme *forward* est versée par le débiteur au créancier seulement à l'échéance ; aucun paiement entre les deux parties contractantes n'intervient avant cette date.

Par construction, le contrat à terme de type *futures* est semblable au contrat à terme de type *forward*. La langue française n'a d'ailleurs qu'un seul mot pour les deux : contrat à terme. Aussi le profil de gains ou de pertes des deux est identique.

Mais à l'inverse du contrat *forward*, le risque de crédit, c'est-à-dire le risque de défaut du contractant peut être éliminé dans le contrat « *futures* », grâce à deux mécanismes spécifiques : le *dépôt de garantie* et l'*appel de marge* d'une part, l'existence d'une *chambre de compensation* et la standardisation des contrats d'autre part.

- **Les *swaps***

Un contrat de *swap* oblige les deux parties contractantes à s'échanger des montants de *cash flows* spécifiés à des dates précises. Les *swaps* de devises (par exemple dollars contre euros) et les *swaps* de taux d'intérêt (taux fixe contre taux variable dans une même devise) par lesquels les parties s'échangent des *cash flows* sur la base de devises et/ou d'intérêt différents en constituent la forme la plus courante. Notons qu'un *swap* peut être vu comme un portefeuille agrégé de contrats de type *forward*.

- **Les contrats d'options**

Les propriétaires de contrats *forward*, *futures* ou de *swap* ont contracté une obligation à terme, ferme et définitive. À l'inverse, l'option confère à son acheteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter ou de vendre un actif à une certaine échéance. Les principaux contrats négociés sont les *calls* (options d'achat) et les *puts* (options de vente) avec pour chacun d'eux un acheteur et un vendeur, avec paiement d'un *premium* (prime) par l'acheteur au vendeur de tels contrats dès leur conclusion.

15FIN160 - La politique de financement

5) Les indices boursiers et panorama des principales bourses mondiales

Les indices boursiers sont apparus dès 1884, avec la création de l'indice Dow Jones Industrials Average (DJIA) de 30 valeurs. Les indices se sont multipliés et leur utilisation s'est généralisée. Trois aspects sont particulièrement déterminants :

- Les modalités de calcul (pondérés par les capitalisations.....)
- La détermination de leur composition ; La plupart des indices comportent un nombre fixe de valeurs de telle sorte que l'inclusion d'une nouvelle valeur dans l'indice s'accompagne de l'exclusion d'une autre....Indice généraliste, indice spécialisé.
- Utilisation des indices. Les indices demeurent toujours un élément d'appréciation synthétique de l'évolution de la tendance d'un marché ou de l'un de ses compartiments. La plupart des gérants de portefeuille proposent à leur clientèle une gestion dont les performances doivent s'évaluer et s'apprécier par rapport à un benchmark, à une référence comparative, qui la plupart du temps est représentée par un indice

Un indice boursier est un instrument de mesure de l'évolution de tout ou partie d'un marché boursier grâce à un échantillon de valeurs représentatives. Les principaux indices boursiers :

- CAC 40 : Calculé à partir de 40 valeurs françaises choisies au sein des 100 premières capitalisations boursières.
- SBF 120 : Il est constitué des valeurs du CAC 40 complété par 80 valeurs parmi les plus liquides.
- Dow Jones (New York) : Calculé sur la base de 30 valeurs les plus importantes.
- Nikkei 225 (Tokyo) : Constitué de 225 valeurs les plus échangées.

Le CAC 40 est passé de 1000 en 1987 (création de l'indice) à environ 6000 à la fin de 2019, puis il est descendu aux alentours de 4 600 points en mai 2020 sous l'effet de la crise du COVID. Aujourd'hui (le 1^{er} février 2021) on est revenu à 5 467 points.

a) Le marché des actions en France

Le marché des actions français se décompose en trois groupes :

- Eurolist (Réglementé). Les actions cotées sur Eurolist sont réparties trois compartiments (A, B et C), en fonction de leur capitalisation boursière. La capitalisation boursière = nombre de titre * cours
- Euronext Growth (non réglementé, plus souple). Ce sont essentiellement les PME n'ayant pas accès à l'eurolist.
- Euronext Access (non réglementé, conditions d'admission très légères). Concerne les petites sociétés

La capitalisation des actions françaises représente environ 4 % de la capitalisation mondiale des actions fin 2008.

L'importance des marchés actions peut également être appréciée en regard des capitaux échangés sur l'année, c'est-à-dire leur volume de transactions en pourcentage de la capitalisation boursière.

Capitalisation boursière = nombre de titres * cours (valeur boursière d'une société)

Les principales caractéristiques des actions

- **Le cours** est déterminé en continu pour les principales actions cotées et s'ajustent au fur et à mesure de l'arrivée des ordres (d'achat et de vente). A un instant donné, le cours d'un titre correspond au prix qui maximise le volume des échanges.
- **Le rendement actuariel brut**
C'est le rapport entre le dividende et le cours de l'action. Le rendement est exprimé sous forme d'un taux.
- **Le PER (Price earning ratio)**
C'est le rapport entre le cours de l'action et le bénéfice net par action. Le PER permet de comparer des sociétés appartenant à un même secteur d'activité. Une société dont le PER est faible peut, éventuellement, être considérée comme sous-cotée.

Exemples : Le PER peut aller de 5 environ (constructeurs automobiles) à plus de 30 (entreprises de luxe...)

15FIN160 - La politique de financement

b) Les marchés de produits dérivés

Pour ce qui concerne les marchés de produits dérivés, pour juger de leur niveau d'activité, on dispose du nombre de contrats échangés sur un intervalle de temps donné, par exemple l'année. (CBOT/CME ; Chicago Board Of Trade and Chicago Mercantile Exchange) ;

c) Les bourses mondiales dans l'économie

Même si la taille des marchés financiers est en rapport avec l'importance des économies dans lesquelles ils s'insèrent, le ratio de la capitalisation boursière des actions au PNB est très variable d'un pays à l'autre.

d) La réglementation des marchés financiers

La réglementation doit avoir pour objectif la nature et la qualité des informations fournies au marché, le respect des règles de concurrence entre les intermédiaires financiers et sur le marché du contrôle, et doit donner la priorité à la protection des actionnaires minoritaires. (AMF, SEC).

e) Performance à long terme des classes d'actifs

Les classes d'actifs varient fortement en termes de performance (accroissement de leur prix) et de risque (variabilité de leur prix). Ces différences ont pu être mises en lumière grâce à la construction de bases de données de prix historiques remontant parfois jusqu'au 19^{ème} siècle.

Taux de rentabilités réelles annuelles moyens aux Etats-Unis

Périodes	Bons du trésor (3 mois)	Emprunts d'Etat (10 ans)	Actions
1872-1910	4,5 %	3,7 %	6,2 %
1911-1945	0,5 %	1,8 %	5,4 %
1946-1979	-0,5 %	-1,4 %	5,5 %
1980-2008	1,9 %	5,9 %	6,8 %
1872-2008	1,7 %	2,4 %	6,0 %

A très long terme, l'investissement en actions dégage des rentabilités réelles annualisées largement positives. La surperformance à long terme du marché actions par rapport aux marchés obligataires n'est pas spécifique aux marchés américains. Le rôle fondamental des marchés financiers est d'allouer les ressources financières dans l'économie. Ce rôle crucial est rendu possible grâce à l'existence d'un cadre institutionnel adapté qui facilite les échanges entre les opérateurs. Récemment, les marchés financiers ont été profondément modifiés par, entre autres, la globalisation financière et des changements réglementaires.

15FIN160 - La politique de financement

DOSSIER EXERCICES

EXERCICE 1

La société Lasker a un capital social de 500 000 € divisé en actions de 100 € de valeur nominale. La valeur mathématique est de 200 €. Elle décide d'augmenter son capital par apports en numéraire par la création de 1000 actions nouvelles au prix d'émission de 180 € totalement libérées.

Travail à faire :

1. Calculez la valeur du droit de souscription

EXERCICE 2

La société Réti a un capital social de 400 000 € divisé en 10 000 actions de 40 €. Les capitaux propres ont une valeur de 800 000 €. Elle décide d'incorporer une partie des réserves au capital par création d'actions gratuites à hauteur d'une action gratuite pour 10 actions anciennes.

Travail à faire :

1. Calculez le nombre d'actions gratuites.
2. Calculez la valeur du droit d'attribution.

EXERCICE 3

La société anonyme Dimitri a un capital social de 100 000 € divisé en actions de 40 €. La valeur mathématique de l'action est de 200 €, à la date du 1^{er} avril. Les dirigeants de la société envisagent une double augmentation simultanée de capital, le 15 mai N.

- Par apport en nature de la SA Chotasko : des constructions évaluées à 4 000 000 € ;
- Par apport en numéraires 10 000 actions nouvelles libérées de moitié, émises à 150 €.

Travail à faire :

1. Quel est le nombre d'actions, en nature, créées ?
2. Quel est la valeur du droit de souscription ?

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 4

Le capital de la SA Geoffroy est composé de 100 000 actions de 200 € de valeur nominale. Au début de l'exercice N, la Direction fait étudier les modalités d'une augmentation de capital. Le cours en bourse de l'action est alors de 600 €. Les services comptables et financiers de la société envisagent l'hypothèse suivante :

- Augmentation de capital par apport de 18 000 000 € en numéraires, prime d'émission comprise. La valeur théorique du DPS s'élèvera à 80 €.
- Ensuite, augmentation de capital par incorporation d'une partie de la réserve facultative. Le capital sera porté à 32 500 000 €. Les actions gratuites seront attribuées à tous les actionnaires (anciens et nouveaux).

Travail à faire :

1. Calculez le prix d'émission des actions nouvelles,
2. Quel doit être le montant des réserves à incorporer au capital ?
3. Calculez la valeur théorique du droit d'attribution.
4. En définitive, la société préfère que les deux opérations aient lieu simultanément. Le capital sera porté à 32 millions d'euros seulement. Le prix d'émission des actions de numéraires sera de 400 €. La valeur boursière théorique des actions, après la double augmentation, sera égale à 475 € :
 - Calculez la valeur théorique du DA et du DPS,
 - Quel sera le montant des réserves à incorporer au capital dans ce cas ?

EXERCICE 5

La société Gutman a un capital de 30 000 actions de valeur mathématiques 100 €. Elle envisage de procéder le 30 avril à une double augmentation de capital réalisée comme suit :

- Par incorporation d'une partie des réserves statutaires avec création de 5000 actions gratuites de VN = 20 € ;
- Par émission de 25 000 actions de numéraires émises à 80 € et libérées du minimum légal. Toutes les actions sont souscrites et libérées du montant appelé le 30 avril par versements à la banque de la société.

Les frais des diverses augmentations sont réglés par chèque le 10 mai pour un montant de 12 000 € ; ils sont imputés sur la prime d'émission.

Travail à faire :

1. Déterminez la valeur théorique des DS et des DA attachés à chacune des 30 000 actions anciennes.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 6

Plusieurs opérations ont affecté les capitaux propres de la société Ludwig cotée en bourse, à la valeur de 350 €. Au 15 juin N, le capital était composé de 1 000 000 d'actions de valeur nominale 50 €.

- Le 15 juillet N, des associés ont accepté la conversion au capital de leur compte courant de 899 500 € de capital. Après avoir entendu le rapport spécial du commissaire aux comptes, L'AGE a accepté la valeur de 350 € pour la conversion de créance.
- Le 31 juillet N, à l'échéance d'un emprunt obligataire convertible en actions, les porteurs de 4000 obligations de valeur nominale 1000 € ont accepté la conversion sur la base de 3 actions contre une obligation. Ces obligations ont été émises et sont remboursables à la VN. Le cours de l'action à cette date était de 350 €.
- Le 25 septembre N, la société Ludwig émet 10 000 BSA pour un montant unitaire de 100 €, chaque bon donnant le droit de souscrire à une augmentation de capital en décembre N, au prix d'émission de 300 €.

Travail à faire :

1. Calculez le nombre d'actions à remettre aux associés.
2. Justifiez le choix des obligataires.
3. Quel est le cours de l'action au 25 septembre N, au-dessous duquel un souscripteur de bons n'aura pas intérêt à les utiliser ?

EXERCICE 7

Jacques, gérant de la SARL Harico, envisage de porter le capital de sa société à 3 000 000 €, en combinant les quatre opérations suivantes :

- Emission de 3000 nouvelles parts sociales de 100 € souscrites à 160 €,
- Compensation d'une créance du fournisseur Magok : 630 000 €,
- Paiement des trois quarts du dividende de N en parts sociales,
- Incorporation « d'autres réserves » pour le solde.

Le nombre de parts sociales anciennes est de 20 000 et la valeur nominale est de 100 €. La valeur mathématique avant l'augmentation de capital est de 240 €.

Les porteurs de 15 000 parts sociales acceptent qu'une partie de leur dividende, soit 6 € par part, soit payé en parts sociales.

Travail à faire :

1. Calculez la valeur théorique des droits d'attribution et des droits de souscription des actions anciennes.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 8

L'entreprise CRIC vous demande d'établir son compte de résultat prévisionnel et son plan de financement à l'aide des données suivantes :

• Chiffre d'affaires HT	240 000 €
• Chiffre d'affaires TTC	288 000 €
• Achats HT	60 000 €
• Achats TTC	72 000 €
• Frais divers HT	60 000 €
• Dotations aux amortissements	10 000 €
• Apport personnel	30 000 €
• Investissements HT	50 000 €
• Emprunt bancaire	20 000 €
• Prélèvements personnels	90 000 €
• Stock moyen nécessaire	5000 €
• Remboursement d'emprunt (capital)	5000 €
• Les clients payent à 30 jours et les fournisseurs sont payés à 60 jours	

Travail à faire :

1. Calculez le bénéfice prévisionnel et l'autofinancement
2. Calculez le besoin en fonds de roulement et établissez le plan de financement

EXERCICE 9

Monsieur JEAN va créer prochainement une entreprise. Les prévisions pour l'ensemble de la 1^{ère} année d'activité sont les suivantes :

• Investissements HT (machines et véhicules)	120 000 €
• Achat de MP (TTC)	144 000 €
• Chiffre d'affaires (TTC)	720 000 €
• Bénéfice net	180 000 €
• Emprunt	100 000 € (Rbt. 1 ^{ère} année : 10000 € de capital ; 12000 € d'intérêts)
• Prélèvements personnels	150 000 €
• Stock moyen de MP	20 000 € (nécessaire pour le fonctionnement)
• Dotations aux amortissements	24 000 €
• Délai de règlement des clients	45 jours
• Délai de règlement des fournisseurs	30 jours

Travail à faire :

1. Pour la 1^{ère} année d'activité, calculez le besoin en fonds de roulement
2. Etablissez le plan de financement et déterminez le montant de l'apport personnel nécessaire pour obtenir un équilibre des ressources et des besoins de financement.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 10

Monsieur LUXOR, qui exerce une activité artisanale depuis plusieurs années, envisage de réaliser un investissement supplémentaire en N (une machine valeur de 40 000 € HT), qui devrait lui permettre d'augmenter son chiffre d'affaires pour atteindre 25 000 € TTC par mois. Compte tenu de ces prévisions, le stock moyen nécessaire s'élèverait à 17 500 € HT, et les achats de MP devraient atteindre 10 000 € TTC par mois. Les clients bénéficient d'un crédit moyen de 45 jours et les fournisseurs acceptent des règlements à 30 jours. Sachant que :

- le résultat prévisionnel, consécutif à l'augmentation du CA, devrait s'élever à 60 000 €.
- le BFR moyen avant l'investissement prévu s'élevait à 25 000 €.
- les dotations aux amortissements de l'année seront de 7500 € (y compris nouvelle machine).
- monsieur LUXOR compte prélever 4000 € par mois.

Travail à faire :

1. Etablir le plan de financement pour l'année N.
2. Son entreprise ne créant pas de ressources suffisantes pour financer les nouveaux besoins, monsieur LUXOR décide d'apporter personnellement 13 500 € et d'emprunter le reste nécessaire pour couvrir son besoin de financement. L'emprunt envisagé sera remboursé sur plusieurs années, et en ce qui concerne la 1^{ère} année à raison de 3000 € de capital et de 5000 € d'intérêts. Etablir le nouveau plan de financement faisant apparaître le montant de l'emprunt qui doit être réalisé.

EXERCICE 11

Vous voulez créer votre entreprise début N. Vos prévisions pour l'ensemble de la première année d'activité sont les suivantes :

• Investissements HT	120 000 €
• Chiffre d'affaires TTC	840 000 €
• Achats de MP et fournitures TTC	156 000 €
• Bénéfice avant déduction des intérêts d'emprunt	135 000 €
• Prélèvements personnels	120 000 €
• Dotations aux amortissements	25 000 €
• Apport personnel possible	45 000 €
• Prime pour les créateurs d'entreprise	12 000 €
• Stock moyen nécessaire de MP	13 000 €
• Délai de règlement moyen des clients	45 jours
• Délai de règlement moyen des FRS	30 jours

Tableau de remboursement pour la première année correspondant à plusieurs niveaux d'emprunt

CAPITAL EMPRUNTE	150 000 €	160 000 €	170 000 €
Capital	25 000 €	26 500 €	28 000 €
Intérêts	12 500 €	13 300 €	14 000 €

Travail à faire :

Etablissez le plan de financement pour la première année d'activité indiquant le montant de l'emprunt nécessaire pour obtenir un équilibre des ressources et des besoins de financement.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 12

Monsieur KISSEY, salarié plombier depuis 6 années, décide de s'installer à son compte dans l'activité « plomberie sanitaire et chauffage ». Il aura besoin de l'aide d'un salarié dès le début. En bon professionnel, il recense tous ses besoins en équipement :

- | | |
|----------------------------------|--------------------------------|
| • Matériel et outillage (HT) | 80 000 €....7 ans en linéaire |
| • Véhicule | 90 000 €.....5 ans en linéaire |
| • Aménagement du véhicule | 15 000 €....5 ans en linéaire |
| • Mobilier et matériel de bureau | 30 000 €...10 ans en linéaire |

Il sait par ailleurs qu'il lui faudra préfinancer la TVA sur ces équipements et qu'il devra prévoir une réserve de trésorerie, pour couvrir tous ses frais de début d'activité (frais d'installation, de publicité, d'assurance, constitution du stock nécessaire.), évalué à 50 000 €. Compte tenu de ces éléments, monsieur KISSEY est disposé à consacrer toutes ses économies personnelles soit 33 000 € à son projet.

Travail à faire :

1. en fonction des éléments ci-dessus, présentez le plan de financement de monsieur KISSEY en faisant apparaître l'emprunt qui lui est nécessaire.

Une banque accepte de s'engager avec monsieur KISSEY mais pour un prêt de 150 000 € seulement, aux conditions suivantes : mensualités de 160 € par tranche de 10 000 € empruntés ; les intérêts du prêt représentent 50 % des remboursements de la première année. Monsieur KISSEY n'abandonne pas pour autant son projet, mais hésite entre la réduction globale de son équipement et l'acquisition de matériel d'occasion. Finalement, il adopte la formule du crédit-bail pour le financement du véhicule. Il sera contraint de réduire ses disponibilités au départ.

2. Etablissez le nouveau plan de financement en faisant ressortir sa trésorerie de départ. Commentez le choix final de monsieur KISSEY.

Monsieur KISSEY se préoccupe également de la rentabilité de son entreprise et évalue les éléments suivants (en valeur HT pour une année).

- | | |
|-----------------------------|----------------------------|
| • Frais généraux hors CB | 72 000 € |
| • Salaire annuel du salarié | 12 000 € |
| • Bénéfice espéré | 90 000 € |
| • Mensualité de Crédit-bail | 3500 € |
| • Achats de matériaux | 40 % du chiffre d'affaires |

3. A l'aide du compte de résultat prévisionnel, calculez le chiffre d'affaires à réaliser.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 13

La société GBS choisit de financer un nouveau matériel en contractant un crédit-bail présentant les caractéristiques suivantes :

- Valeur HT du matériel : 75 000 €
- Durée du contrat : 4 ans
- Loyer annuel HT (versé en fin d'année) : 21 000 €
- Dépôt de garantie : 10 000 €
- Rachat du matériel en fin de contrat : 15 000 €
- Taux d'I/S : 33,33 %
- Amortissement de la totalité à la fin de la 5^{ème} année

Travail à faire :

1. Calculer les flux nets d'impôt générés par ce financement pendant 5 ans.
2. Trouvez le taux de revient du crédit-bail, sachant qu'en cas d'acquisition le matériel aurait été amorti linéairement sur 5 ans.

EXERCICE 14

Une entreprise envisage d'acquérir une nouvelle unité de production d'une valeur de 5 000 000 € HT dont la durée d'utilisation est de 5 ans. L'entreprise choisit d'amortir cette unité de production en utilisant le mode linéaire. Le résultat prévisionnel, avant impôt et amortissement, est égal à 1 750 000 €. Le TRI correspondant à ces cash-flows est de 15,24% et le taux d'IS est de 33,33 %. Deux financements sont à l'étude :

- Un crédit-bail :
 - Loyers annuels de 1 500 000 € HT, versés en fin d'année, le dernier étant versé à la fin de la 4^{ème} année ;
 - Rachat de l'équipement au début de la 5^{ème} année, avec amortissement à la fin de cette même année ;
 - Le prix de rachat est fixé à 10 % de la valeur d'origine.
- Un emprunt de 2 000 000 €, complété par un autofinancement :
 - Taux de l'emprunt 6 %
 - Remboursement en totalité à la fin de la 5^{ème} année ;
 - Frais d'emprunt : ils s'élèvent à 60 000 € et sont amortissables par fractions égales sur 5 ans.

Travail à faire :

1. Vérifier le taux de rentabilité interne du projet d'investissement
2. Calculez le coût de revient de l'emprunt.
3. Calculez le coût de revient du crédit-bail.
4. Rappeler les avantages et inconvénients du crédit-bail.
5. Sachant que les actionnaires exigent un taux de rentabilité de 5,5 %, calculer le coût du capital pour ce projet d'investissement pour chaque hypothèse de financement. Commentez.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 15

La SA Ervac est une entreprise industrielle au capital de 1 000 000 €. Elle souhaite mettre en place une stratégie de croissance par diversification. A cet effet, elle a étudié un projet d'investissement qui lui permettrait de fabriquer un produit nouveau. Le montant de l'investissement est de 300 000 € HT. Il serait amortissable linéairement sur 6 ans. De l'étude réalisée, on tire les informations suivantes :

ANNEES	1	2	3	4	5	6
Chiffre d'affaires en K€	320	350	500	500	500	400
Dépenses d'exploitation en K€	300	300	300	300	300	300

Le besoin en fonds de roulement d'exploitation généré par cet investissement est évalué à 30 000 €. Il est financé dès le début du projet par des fonds propres. En ce qui concerne l'investissement de 300 000 €, la société Ervac hésite entre deux financements :

- Un emprunt bancaire d'un montant de 300 000 € au taux de 12%, remboursable par amortissements constants sur 6 ans ;
- Un crédit-bail : le matériel serait « loué » pendant 6 ans. Il n'y aurait pas de rachat ni de prolongation du contrat à l'expiration des six années. Le loyer, versé en fin d'année, serait de 80 000 € HT.

La société devrait rester globalement bénéficiaire dans les six années à venir. Le taux d'IS est de 33,1/3 %.

Travail à faire :

1. Calculer le taux de revient de l'emprunt bancaire et le taux de revient du crédit-bail. Commentez les résultats
2. Calculer les flux nets de trésorerie d'exploitation.
3. Calculer les flux nets de trésorerie après financement en retenant le financement le moins cher.
4. Calculer le TRI avant financement et le TRI après financement.
5. Quelle conclusion en tirer ?

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 16

En novembre N, la société GL Events lance une augmentation de capital par émission d'actions nouvelles avec maintien du droit préférentiel de souscription.

- Nombre d'actions émises : 3 020 522.
- Prix d'émission : 14,09 €.
- Parité : 2 actions nouvelles pour 13 DPS.
- Période de souscription : du 9 au 22 novembre N.
- Cours de l'action à la veille de l'émission : 16,90 €.

Travail à faire :

1. Calculer le montant brut de l'opération.
2. Comment détermine-t-on le montant net de l'augmentation ?
3. Calculer le montant théorique du droit préférentiel de souscription.
4. M. Delcloup possède 60 actions avant l'augmentation. Sachant qu'il souhaite souscrire, indiquer et analyser les décisions possibles.

EXERCICE 17

La société KP, société anonyme cotée, a lancé le 04/03/N une augmentation de capital en numéraire.

- Emission de 10 000 actions au prix unitaire de 81 €.
- Maintien du droit préférentiel de souscription des anciens actionnaires.
- Nombre d'actions avant l'augmentation : 20 000
- Cours de l'action à la clôture boursière du 03/03/N : 90,60 €

Travail à faire :

1. Préciser la parité de souscription.
2. Calculez le montant théorique du droit de souscription.
3. Mme Bouron possède 120 actions avant l'augmentation. Quel nombre d'actions peut-elle souscrire à titre irréductible ? Quelle somme devra-t-elle déboursier ?
4. M. Gobi possède 180 actions. Il décide de ne pas souscrire. Montrer que son patrimoine n'est pas affecté par cette décision.

EXERCICE 18

1. Quels sont les principaux types d'investissements ?
2. Quels sont les principaux modes de financement des investissements qu'une PME peut utiliser ? Pour chaque mode de financement envisagé, précisez les avantages et les inconvénients éventuels.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 19

Pour financer un projet, un investisseur a besoin d'emprunter une somme de 200 000 €. Le taux de l'emprunt auquel il peut prétendre est de 4 % et le remboursement est prévu par annuités constantes. Il souhaite minimiser la durée de l'emprunt mais a fixé le montant maximum du versement annuel à 35 000 €.

Travail à faire :

1. Calculer le montant de l'annuité constante pour différentes durées d'emprunt de 5 à 8 ans ;
2. Trouver les durées compatibles avec la limite fixée.
3. Préciser comment évoluent les amortissements (ou remboursements) de l'emprunt avec cette modalité de remboursement.

EXERCICE 20

Une société commerciale émet le 01/03/N l'emprunt obligataire suivant :

- Nombre d'obligations : 500 000
- Emission au pair : 100 €
- Remboursement : au pair
- Taux nominal : 4,2 %
- Règlement du coupon d'intérêts : le 1^{er} mars de chaque année
- Durée : 5 ans

Travail à faire :

1. Présentez le tableau d'amortissement de cet emprunt s'il est remboursé par amortissements constants ;
2. Présentez le tableau d'amortissement de cet emprunt s'il est remboursé in fine ;
3. Trouvez, sans effectuer de calcul, le taux de rendement actuariel brut de cet emprunt.

EXERCICE 21

La société PPR prévoit de recourir à un emprunt bancaire pour financer un projet d'investissement :

- Date d'emprunt : début N
- Montant : 500 000 €
- Taux d'intérêt : 5 %
- Remboursement : sur 4 ans par annuités constantes
- Frais prélevés par la banque : 4000 €

Travail à faire :

1. Calculer le montant de l'annuité constante.
2. Décomposer la 1^{ère} annuité.
3. Calculer le coût de l'emprunt.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 22

Soit un emprunt obligataire d'un montant nominal de 3 000 000 € et d'une valeur nominale de 1 € par obligation. Cet emprunt a une durée de vie de 5 ans et les flux qu'il génère sont :

Années	1	2	3	4	5
Flux en euros	150 000	150 000	150 000	150 000	3 160 000

Chaque obligation est émise sur le marché primaire à 0,975 €.

Un investisseur achète 1000 obligations lors de l'émission. On suppose qu'il y a des coûts de transaction qui se composent de 1 % de courtage sur le prix d'achat. Quel est alors le taux de rendement à l'émission pour l'investisseur ?

Calcul du coût de revient pour l'émetteur :

Si on reprend les informations ci-dessus et que l'on rajoute les informations suivantes :

- Frais à la charge de l'émetteur : à l'émission, 2 % du prix d'émission
- Frais à la charge de l'émetteur : lors de chaque versement, 1% du versement effectué.

Quel est le coût de revient de cet emprunt pour l'émetteur ?

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 23

Une société commerciale gère deux groupes de rayons (1 et 2). Elle envisage de réaliser un programme d'investissements au début de l'année N+1.

NATURE	Montant (en milliers d'euros)	Durée d'amortissement
Constructions	6000	20 ans
Installations techniques	1500	10 ans
Mobilier	1000	5 ans

Les modalités de financement suivantes sont provisoirement arrêtées (sommes en milliers d'euros) pour le début de N+1 :

- Emprunt : 2000 ; Taux : 10 %. Remboursement par quarts à partir de fin N+2, après un an de différé.
- Apports des actionnaires en comptes courants : 3000 ; Taux : 9%. Remboursement par tiers à partir de fin N+3.
- Pour le mobilier : souscription d'un contrat de crédit-bail, pour une durée totale de 4 ans, au début de N+1
 - Dépôt de garantie : 10% de la valeur du mobilier, restitution en fin de contrat ;
 - Redevances annuelles : 300 versées à partir de N+1 ;
 - Option d'achat : 15 % de la valeur d'origine à la fin de la quatrième année. Amortissement l'année suivante.

Les données relatives à l'exercice N+1, ainsi que les prévisions pour les années suivantes sont rassemblées dans le tableau ci-après (sommes en milliers d'euros).

Données/exploitation	N+1		N+2	
	Rayon 1	Rayon 2	Rayon 1	Rayon 2
Chiffres d'affaires HT	26 000	12 000	46 800	18 000
Taux de marge/coût d'achat	30 %	10 %	32 %	12 %
Charges variables	2000	1000	A calculer	
Charges fixes communes (hors dotations)	2700		3500	
Dotations anciennes immobilisations	900		900	

Autres informations

- Au 31/12/N, la trésorerie est nulle ;
- Sur la période considérée, les variations du BFR sont négligeables.
- Taux de l'I/S = 33,1/3 %

Travail à faire :

1. Sachant que le programme des renouvellements courants exige une dépense annuelle de l'ordre de 800 milliers d'euros, établir le plan de financement pour les années N+1 à N+5. Conclure.

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 24

La société Silone vous demande de présenter un plan de financement des investissements prévus sur les quatre années à venir, afin d'étoffer sa demande de crédit auprès de sa banque. Elle a déjà l'assurance d'obtenir un crédit de 50 000 € dès début N+1, remboursable sur 5 ans par amortissements constants à partir de N+3. Par ailleurs, elle a obtenu du département une subvention d'investissement de 7000 € par an sur 4 ans. Les prévisions d'activité et le programme d'investissements sont les suivants (en euros) :

	N+1	N+2	N+3	N+4
Chiffre d'affaires	80 000	95 000	109 000	120 000
CAF prévisionnelles	70 000	75 000	77 000	80 000
Matériel	60 000	65 000	30 000	30 000
Constructions	30 000	10 000		

Les investissements sont réalisés en début d'année. Le besoin en fonds de roulement représente environ 25 jours de CAHT. Il restera stable sur plusieurs années. Il est de 1500 € fin N. La société souhaite verser à ses actionnaires un dividende égal à 5% du capital.

Le capital de la société est de 200 000 €.

Remboursement d'anciens emprunts : 20 000 € en N+1 et 30 000 € en N+2.

Travail à faire :

1. Présentez le plan de financement pour les années N+1 à N+4.
2. Proposez une solution pour équilibrer le plan sachant que la banque peut accorder un prêt remboursable un fine au terme de plusieurs années au taux de 10 %. (montant arrondi au millier d'euros supérieur).

15FIN160 - La politique de financement

EXERCICE 25

La société SPIRA SA a placé une partie de ses liquidités dans des actions ALVEO. Dans les revues spécialisées de finance de marché, le directeur financier a repéré l'action ROCCA. Il désire analyser les caractéristiques de cette action. A l'aide des informations ci-dessous.

Caractéristiques des actions ALVEO

- Rentabilité moyenne : 18,28 %
- Risque de l'action : 9,4 %
- PER de l'action : 18
- PER du secteur d'activité auquel appartient l'action : 12

Caractéristiques des actions ROCCA

- Rentabilité moyenne : *à déterminer*
- Risque de l'action : *à déterminer*
- PER de l'action : *à déterminer*
- PER du secteur d'activité auquel appartient l'action : 13
- Au 31 décembre N, la société ROCCA a annoncé un bénéfice net par action de 2,9 €.
- Le cours de l'action ROCCA s'établit au 31 décembre N à 20 €
- Informations concernant l'évolution de la rentabilité de l'action ROCCA au cours des trois derniers mois :

	Octobre	Novembre	Décembre
Rentabilité	22%	8%	12.6%

Les actions ROCCA et ALVEO concernent des sociétés de secteurs d'activité différents et indépendants l'un de l'autre. Le bénéfice net par action des sociétés ROCCA et ALVEO n'augmentera pas de manière significative dans les années à venir.

Travail à faire :

1. Définir la notion d'efficience de marché.
2. Préciser à quels risques est soumise une action cotée sur le marché financier.
3. Quel est l'intérêt du PER (Price earning ratio) ?
4. Calculer la rentabilité moyenne et le risque associés à l'action ROCCA. Calculer le PER de l'action ROCCA.
5. Indiquer l'intérêt de constituer un portefeuille comprenant des titres ALVEO et ROCCA.