

# Chapitre 14- Le financement des investissements

Vincent Drobinski

20 mars 2014

## Table des matières

<b>1</b>	<b>Le financement par fonds propres</b>	<b>4</b>
1.1	Les fonds propres internes . . . . .	4
1.1.1	L'autofinancement . . . . .	4
1.1.2	Les cessions . . . . .	5
1.2	L'augmentation de capital . . . . .	5
1.2.1	Formalités juridiques . . . . .	6
1.2.2	Modalités pratiques . . . . .	6
1.2.3	Le droit préférentiel de souscription (DPS) . . . . .	7
1.2.4	Conséquences et limites de l'augmentation de capital . . . . .	8
1.2.5	Les différentes formes d'actions . . . . .	8
1.3	Les quasi-fonds propres . . . . .	9
1.3.1	Les comptes courants d'associés . . . . .	9
1.3.2	Les titres participatifs . . . . .	9
1.3.3	Les prêts participatifs . . . . .	10
1.3.4	Les titres subordonnés . . . . .	10
1.3.5	Les primes et subventions . . . . .	10
<b>2</b>	<b>L'endettement</b>	<b>11</b>
2.1	Le financement par emprunt bancaire indivis . . . . .	11
2.2	Le financement par emprunt obligataire . . . . .	12
2.2.1	Les caractéristiques de l'emprunt obligataire . . . . .	12
2.2.2	Les principales catégories d'obligations . . . . .	12
2.3	Le crédit bail . . . . .	13
2.3.1	Généralités . . . . .	13
2.3.2	Le cas de la cession-bail (ou lease-back) . . . . .	14
2.3.3	Les avantages et inconvénients du crédit-bail . . . . .	14
<b>3</b>	<b>Le choix de financement</b>	<b>15</b>
3.1	La valeur de l'entreprise . . . . .	15
3.1.1	Les méthodes fondées sur le patrimoine . . . . .	15
3.1.2	Les méthodes fondées sur la capacité bénéficiaire . . . . .	16
3.1.3	Les méthodes fondées sur le Goodwill . . . . .	17
3.2	Structure financière et valeur de l'entreprise . . . . .	18

3.2.1	Existe-t-il une structure financière optimale? . . . . .	18
3.2.2	L'apport de Modigliani et Miller . . . . .	20
3.2.3	Les limites de l'endettement . . . . .	20
3.3	Conclusion . . . . .	21
3.3.1	Les contraintes de l'équilibre financier . . . . .	21
3.3.2	La maximisation de la rentabilité financière : l'effet de levier	22

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

Ces choix vont avoir des conséquences :

- sur la structure financière : elle détermine le degré d'indépendance financière, la capacité d'endettement et peut avoir un impact sur la rentabilité des capitaux propres (effet de levier financier) ;
- sur le niveau du risque financier qui conditionne la solvabilité de l'entreprise.

Il existe de nombreuses formes de financement durable à la disposition des entreprises pouvant être regroupées en deux catégories : les fonds propres et l'endettement à moyen et long terme.

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 de conditions financières plus favorables.

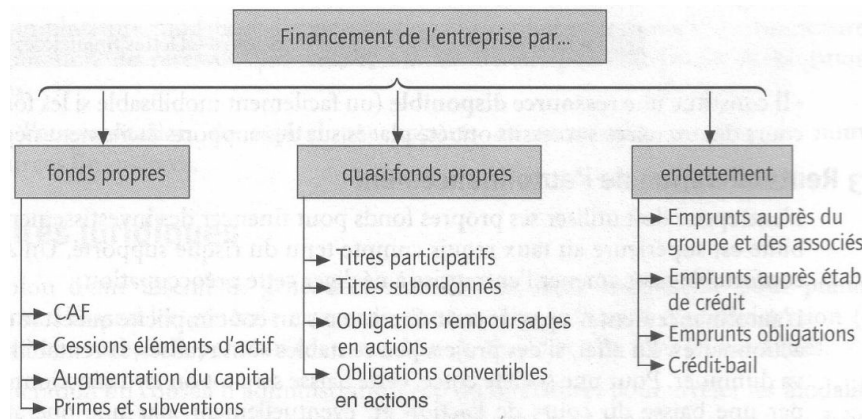
Les critères de choix entre plusieurs financements possibles sont multiples. Le choix final dépendra entre autres de la situation de départ et du coût des différents financements possibles.

# 1 Le financement par fonds propres

Pour financer son activité, l'entreprise peut faire appel à différentes sources de financement.

Un des aspects déterminants de la stratégie financière est le choix des financements les mieux appropriés. Mais pour effectuer correctement ce choix, il est indispensable de connaître, au préalable, l'ensemble des sources possibles.

D'une façon générale, on distingue : le financement par fonds propres, le financement par quasi-fonds propres et le financement par endettement.



## 1.1 Les fonds propres internes

L'entreprise dégage des liquidités grâce à son activité courante ou à l'occasion de ses opérations de désinvestissement.

### 1.1.1 L'autofinancement

L'entreprise ne conserve pas pour elle la totalité des liquidités générées par l'activité. Elle en reverse une partie à ses actionnaires sous forme de dividendes. La partie de la capacité d'autofinancement (CAF) non distribuée et restant à la disposition de l'entreprise est qualifiée d'autofinancement :

$$\text{Autofinancement } (N) = \text{CAF } (N) - \text{Dividendes distribués en } N$$

L'entreprise doit définir une politique de distribution suffisamment généreuse pour satisfaire ses actionnaires, mais lui permettant de disposer de fonds nécessaires à son développement.

**Attention :** la CAF ne représente qu'un *potentiel* de liquidités qui peut être mobilisé en partie (voire en totalité) par l'augmentation du BFR. Donc, l'autofinancement tel qu'il est défini ci-dessus peut ne pas être totalement disponible.

**Intérêts :**

- Il conforte l'indépendance financière de l'entreprise.
- Il augmente la capacité d'endettement de l'entreprise. En effet, l'autofinancement se traduit par l'augmentation des capitaux propres et on sait que :  
Capacité d'endettement = Capitaux propres - Dettes financières
- Il constitue une ressource disponible (ou facilement mobilisable si les fonds conservés au cours des exercices successifs ont été placés sur des supports facilement négociables).

### **Rentabilisation de l'autofinancement**

L'entreprise doit utiliser ses propres fonds pour financer des investissements dont la rentabilité est supérieure au taux requis compte tenu du risque supporté. Un autofinancement confortable peut amener l'entreprise à négliger cette préoccupation.

L'autofinancement n'a pas de coût direct, mais un coût implicite qui est le coût exigé par les actionnaires. En effet, si des projets peu rentables sont réalisés, la rentabilité de l'entreprise va diminuer. Pour une société cotée, cette baisse sera tôt ou tard sanctionnée par le marché par une baisse du cours de l'action et, éventuellement, par une opération de prise de contrôle comme, par exemple, une OPA (offre publique d'achat).

#### **1.1.2 Les cessions**

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. L'entreprise cède des usines, des participations, voire des filiales dès lors qu'elles sont marginales par rapport aux métiers dominants qu'elle exerce. Dans ce cas, les sommes en jeu sont souvent considérables ;
- de la Commission Européenne qui, pour éviter que les OPA et les OPE n'aboutissent à des positions dominantes (entrave à la concurrence) peut exiger des cessions d'actifs parfois très importantes.

## **1.2 L'augmentation de capital**

L'augmentation de capital peut être réalisée :

- par apport en numéraire : la contrepartie est représentée par des sommes d'argent ;
- par apport en nature : la contrepartie est constituée d'actifs (immobilisations, stocks, créances...)
- par incorporation de réserves : seule la structure des capitaux propres est modifiée car il n'y a pas réellement de source de financement.

- Par conversion de dettes.

Seule l'augmentation de capital par apports en numéraire apporte de nouvelles ressources financières.

L'augmentation de capital n'implique aucune charge financière ultérieure. En effet, les dividendes ne constituent pas un droit sauf pour la partie statutaire. Elle dépend du dynamisme de la Bourse et des intermédiaires financiers. De plus, les futurs actionnaires sont incités à acheter des actions si l'entreprise pratique une politique de distribution de dividendes importante, ou si le cours de l'action augmente régulièrement.

C'est pourquoi, les entreprises familiales non cotées rencontrent souvent des difficultés pour trouver des fonds propres : les partenaires extérieurs ne veulent pas se retrouver bloqués.

### 1.2.1 Formalités juridiques

- Réunion d'une assemblée générale extraordinaire, seule compétente pour prendre la décision. L'assemblée générale extraordinaire autorise le conseil d'administration (ou le directoire) à réaliser l'opération (dans un délai de 5 ans) et à en fixer les modalités.
- Délibération du conseil d'administration (ou du directoire) pour arrêter les modalités de l'opération : montant, prix d'émission, caractéristiques des nouvelles actions, modalités de libération.
- Dépôt au greffe du tribunal de commerce des décisions de l'assemblée générale extraordinaire et du conseil d'administration (ou du directoire).
- Insertion au BALO<sup>1</sup> d'une notice comportant des informations sur les statuts de la société et les modalités de l'augmentation du capital.
- Mise à la disposition du public d'une note d'information visée par l'AMF.
- Dépôt d'un dossier à la société Euronext-Paris en vue de la cotation du droit de souscription et des actions nouvelles.

Les formalités ci-dessus sont relatives aux sociétés faisant publiquement appel à l'épargne. Dans les autres cas, elles sont réduites (les trois dernières, notamment, n'ont pas lieu d'être).

### 1.2.2 Modalités pratiques

De manière générale et en particulier dans le cas de l'apport en numéraire, l'augmentation de capital est réalisée par création d'actions nouvelles (ou de parts sociales) ayant le même nominal que les anciennes.

L'entreprise doit :

1. déterminer la somme qu'elle désire obtenir (ou lever dans le langage financier) :
2. fixer le **prix d'émission** des actions nouvelles.

La fixation de ce prix d'émission se situe, en principe, entre deux limites :

---

<sup>1</sup> Bulletin des Annonces Légales Obligatoires ([www.lebalo.com](http://www.lebalo.com)).

- une limite inférieure qui est la valeur nominale (si le prix d'émission était inférieur, il y aurait augmentation fictive de capital) ;
- une limite supérieure qui est la valeur de l'action ancienne avant l'augmentation du capital.

Entre ces deux limites, le niveau choisi dépend de la notoriété de l'entreprise, de ses perspectives de développement, de l'état du marché financier.

- *Exemples en 2006 :*
  - La valeur nominale de l'action AXA est de 2,29 €, alors que le prix de d'émission d'une action nouvelle a été fixé à 19,80 €.
  - La valeur nominale de l'action Total est de 10 €. En 2006, à l'occasion d'une augmentation de capital réservée aux salariés de la société, le prix d'émission de l'action a été fixé à 166,60 €.

### La prime d'émission

Elle découle automatiquement du prix d'émission et est connue dès que ce dernier est fixé

$$\text{Prime d'émission} = \text{prix d'émission} - \text{valeur nominale}$$

- *Exemple 1 :* Pour la société AXA, citée plus haut, la prime d'émission s'élevait à :  $19,80 - 2,29 = 17,61$  €.
- *Exemple 2 :* Emission de 118 358 actions de nominal 100 € au prix de 210 €.
  - La somme perçue est égale à  $118\,358 \times 210$ , soit 24,8 millions d'euros :
    - dont  $118\,358 \times 100$ , soit 11,8 millions représentent le capital ;
    - et  $118\,358 \times 110$ , soit 13,2 millions représentent la prime d'émission.

### 1.2.3 Le droit préférentiel de souscription (DPS)

Les actionnaires anciens ont un droit préférentiel de souscription. Ainsi, à chaque action ancienne est attaché un droit de souscription. Les actionnaires qui ne souhaitent pas souscrire peuvent céder leurs droits. D'autre part, si les actions de l'entreprise sont cotées, les droits de souscription le seront aussi.

Le droit de souscription assure l'équité de l'opération à l'égard des actionnaires qui ne souscrivent pas à l'augmentation de capital.

Théoriquement, la valeur du droit de souscription est :

$$d = \text{Valeur de l'action avant l'aug. du capital} - \text{Valeur de l'action après l'aug. du capital}$$

*Exemple :*

*Le capital d'une société est composée de 10 000 actions de nominal 100 €. Elle émet 5 000 nouvelles actions au prix de 240 €. Au moment de l'augmentation de capital, le cours de l'action est 300 €.*

$$\text{Valeur de l'action avant augmentation du capital} = 300 \text{ €.}$$

Valeur de l'action après augmentation du capital =  $(10000 \times 300 + 5000 \times 240) / 15000 = 280$

D'où,  $d = 300 - 280 = 20 \text{ €}$

Les modalités de souscription sont 5 000 actions nouvelles pour 10 000 actions anciennes, donc 1 action nouvelle pour 2 actions anciennes.

- Pour un actionnaire nouveau qui souscrit une action, il y a paiement du prix d'émission, soit 240 €, et achat de 2 droits, soit 20 x 2€. Son action coûte donc 280 €.
- Pour un actionnaire ancien qui possède 2 actions et qui souscrit, celui-ci possède 2 actions qui valaient 2 x 300 €. Il achète une action coûtant 240 €. Il possède maintenant 3 actions pour 840 € soit 280 € par action.
- Pour un actionnaire ancien qui a 2 actions et qui ne souscrit pas, il possède 2 actions qui valent 2 x 280 €, soit 560 €. Il vend ses droits 2 x 20 €. La perte de valeur de ces actions (300 à 280 €) est donc compensée par la vente des droits. La situation est inchangée.

#### 1.2.4 Conséquences et limites de l'augmentation de capital

L'augmentation de capital (numéraire) permet un accroissement des ressources financières propres et entraîne également une modification de la structure de financement. C'est une source de financement à laquelle l'entreprise ne peut faire appel qu'à des intervalles de temps assez grands (généralement 2 à 3 ans).

Par contre, pour les PME dont le nombre d'associés est faible, l'augmentation de capital constitue une source de financement très limitée. Souvent, elles sont obligées d'ouvrir leur capital, c'est à dire faire appel à de nouveaux actionnaires, avec les risques que cela peut comporter.

Néanmoins, cette ouverture du capital a été facilitée par la création du second marché. De même, les sociétés de capital risque prennent des participations dans les PME aux perspectives attrayantes.

Une des limites importantes à l'augmentation de capital est la dilution du bénéfice puisque, par définition, le bénéfice est réparti entre un plus grand nombre d'actions. Mais surtout, lorsque le nombre d'actions augmente, c'est aussi le pourcentage de contrôle associé à chaque action qui diminue.

Enfin, l'augmentation de capital est une des armes anti-OPA utilisée puisque plus le nombre d'actions est important, plus le coût de l'opération sera élevée. Mais, l'efficacité de ce moyen n'est pas vraiment prouvée.

#### 1.2.5 Les différentes formes d'actions

Les actions confèrent à leurs propriétaires un *droit sur les résultats*, et un *droit de gestion*.

- Ce droit de gestion se manifeste par la possibilité d'obtenir des informations sur la société, et de voter aux assemblées d'actionnaires.
- Il existe cependant des actions privilégiées qui donnent des avantages en matière de distribution de dividendes (priorité d'attribution) ou en matière



de droit de vote (actions à droit de vote double).

- Il existe aussi des *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*. Mais, elles ne peuvent dépasser 25 % du nombre total des actions. D'autre part, si trois exercices consécutifs sont déficitaires, elles recouvrent leurs droits de vote.
- Dans le même esprit, il existe des *certificats d'investissements* qui sont aussi des actions sans droits de vote (créées en 1983 pour les sociétés nationalisées, puis étendues aux autres).
- Sont également apparues des *actions à bons de souscription d'actions* (ABSA) qui permettent à leurs propriétaires de bénéficier d'un bon de souscription à des actions ordinaires ultérieures à un prix fixé à l'avance (prix d'exercice) pendant une période déterminée. L'action et le bon de souscription sont cotés et donc négociables séparément.

### 1.3 Les quasi-fonds propres

Ce sont des sources de financement *hybrides* dont la nature se situe entre fonds propres et dettes financières.

#### 1.3.1 Les comptes courants d'associés

Dans les sociétés de taille moyenne ou restreinte, les principaux associés, et particulièrement les dirigeants, acceptent volontiers de prêter à la société dont ils sont membres des sommes assez considérables.

Leur assimilation à des quasi-fonds propres résulte de la présence de plusieurs caractéristiques qui justifie leur reclassement. Ce sont essentiellement la multiplication des clauses immobilisant les fonds déposés en compte, et l'ambiguïté de la situation de l'apporteur en compte (à la fois prêteur, à la fois associé).

#### 1.3.2 Les titres participatifs

Créés par la loi Delors en 1983 afin d'aider à la recapitalisation d'entreprises d'état, les titres participatifs sont des valeurs mobilières sans droit de vote mais qui assurent un revenu dont une partie est garantie, et une autre variable en fonction des résultats de l'entreprise. Aujourd'hui ce mécanisme de financement durable est utilisé pour conforter les fonds propres des coopératives et des mutuelles.

Ils s'apparentent pour l'essentiel à des obligations, mais avec quelques réserves. Trois caractéristiques essentielles sont à souligner :

- leur rémunération n'est pas assurée uniquement par un taux fixe, mais est pour une part fonction des résultats de la société ;
- ils ne sont pas remboursables sauf en cas de liquidation de la société ou à son initiative, sachant que le remboursement ne peut intervenir qu'après un délai de 7 ans après l'émission ;
- en cas de liquidation, le remboursement des titres participatifs n'est effectué qu'après désintéressement complet de tous les autres créanciers y

compris prêts participatifs.

### **1.3.3 Les prêts participatifs**

Ils sont accordés par les établissements de crédit au profit essentiellement des PME. Lors de leur création en 1978, l'idée générale était de contribuer à l'amélioration des fonds propres des entreprises en accordant des prêts qui ne seraient pas inclus dans l'endettement du point de vue de l'analyse financière. Du même coup, ils devaient permettre de résoudre en partie le problème de dépendance financière à l'égard du système bancaire.

Comme les titres participatifs, ce sont des créances de dernier rang. Ils peuvent être assortis d'une clause de participation aux résultats (d'où leur nom).

### **1.3.4 Les titres subordonnés**

Ce sont des sortes d'obligations dont le remboursement est subordonné au désintéressement de tous les autres créanciers, sauf prêts et titres participatifs. De ce point de vue, il est très proche d'une action. En contrepartie de ce risque supplémentaire, le taux d'intérêt est plus élevé que celui servi aux autres créanciers.

L'émission de titres subordonnés peut être justifiée par plusieurs préoccupations :

- pour tous les émetteurs, ces titres sont des emprunts faiblement rémunérés ;
- pour les entreprises publiques, il est possible de procéder à des collectes de fonds qui n'entraînent aucun processus de dénationalisation ;
- pour les groupes, il s'agit de techniques de refinancement et de réaménagement de l'endettement.

Il existe des titres subordonnés à durée indéterminée (TSDI) qui s'apparentent à des titres de rente puisque aucun remboursement n'est prévu. On les assimile aussi à des obligations perpétuelles. Il existe aussi des titres subordonnés remboursables (TSR) qui se rapprochent plus des obligations. Ces titres ne peuvent être émis que les sociétés de capitaux et sont assimilables à des fonds propres.

### **1.3.5 Les primes et subventions**

Elles sont assimilables à des fonds propres dans la mesure où elles restent définitivement acquises à l'entreprise.

## 2 L'endettement

Le financement par endettement est le complément classique du financement par capitaux propres. On distingue généralement les emprunts classiques souscrits auprès des établissements de crédit, les emprunts obligataires souscrits auprès du public et le crédit-bail.

### 2.1 Le financement par emprunt bancaire indivis

Dans ce type de financement, l'entreprise a pour seul interlocuteur la banque prêteuse, ou le pool bancaire si le financement est accordé par plusieurs banques réunies.

Ces financements peuvent être utilisés immédiatement et en totalité, mais ils peuvent aussi être mis à la disposition de l'entreprise, cette dernière utilisant les fonds au fur et à mesure de ses besoins. Dans le premier cas, on parle de prêt à moyen ou long terme, dans le deuxième cas, de crédit à moyen ou long terme.

La seconde solution est évidemment plus souple, mais elle donne lieu au paiement d'une commission de confirmation qui s'élève souvent à 0,25% du montant total du crédit.

Les modalités de remboursement de ces indivis peuvent être de trois sortes :

- remboursement par amortissements constants
- remboursement par annuités constantes
- remboursement in fine.

*Exemple :*

Soit un emprunt de 500 K€ sur 5 ans au taux de 10%.

- *amortissements constants*

années	K restant dû	intérêts	amort.	annuité
1	500	50	100	150
2	400	40	100	140
3	300	30	100	130
4	200	20	100	120
5	100	10	100	110

- *annuités constantes*

$$a = K_0 \cdot \frac{i}{1 - (1+i)^{-n}} = 500 \cdot \frac{0,1}{1 - (1,1)^{-5}} = 132 \text{ (environ)}$$

années	K restant dû	intérêts	amort.	annuité
1	500	50	82	132
2	418	42	90	132
3	328	33	99	132
4	229	23	109	132
5	120	12	120	132

- *in fine*

années	K restant dû	intérêts	amort.	annuité
1	500	50	0	50
2	500	50	0	50
3	500	50	0	50
4	500	50	0	50
5	500	50	500	550

## 2.2 Le financement par emprunt obligataire

### 2.2.1 Les caractéristiques de l'emprunt obligataire

Il se fait par appel public à l'épargne. Ainsi, l'entreprise n'est pas financée par un seul prêteur mais par l'ensemble des investisseurs qui ont acheté les obligations émises. Toutefois, seules les sociétés de capitaux peuvent émettre des obligations.

L'obligation est un titre de créance qui se caractérise par :

- une valeur nominale (ou valeur faciale) : c'est la valeur pour laquelle est calculée l'intérêt ;
- un prix d'émission : c'est le prix auquel l'obligataire (le prêteur) devra payer le titre ;
- un taux d'intérêt nominal (facial) qui est généralement fixe et qui permet de déterminer le montant des coupons annuels versés aux obligataires ;
- un prix de remboursement : c'est la somme qui sera remboursée à l'obligataire.

Avec :

- Prime d'émission = nominal fixé - prix d'émission
- Prime de remboursement = prix de remboursement - nominal fixé

Lorsqu'il y a cumul des deux sortes de primes, on parle d'obligations "à double prime".

*Exemple :*

*Soit un emprunt obligataire de 5 millions d'euros sur 10 ans, financé par 5 000 obligations de 1 000 € de nominal, au taux nominal de 10%. Le prix d'émission est de 980 € et la valeur de remboursement de 1 050 €.*

- *Le coupon est égal à 1 000 x 10%, soit 100 €.*
- *La prime d'émission est égale à 1 000 - 980, soit 20 €, la prime de remboursement à 1 050 - 1 000, soit 50 €.*

### 2.2.2 Les principales catégories d'obligations

On peut distinguer quatre catégories d'obligations : les obligations ordinaires, les obligations convertibles, les obligations remboursables en actions et les obligations à bons de souscription d'actions.

- *Les obligations ordinaires* représentent un simple droit de créance sur l'entreprise émettrice.  
Elles donnent droit à un intérêt payable annuellement et à un remboursement à une date connue ou non à l'avance.
- *Les obligations convertibles* confèrent à leurs titulaires le droit de demander la conversion de leurs titres en actions dans les conditions prévues au moment de l'émission de l'emprunt. La conversion peut avoir lieu au cours de périodes déterminées ou à tout moment. Ces obligations présentent un attrait spéculatif, ce qui explique que le taux d'intérêt soit inférieur au taux normalement pratiqué.
- *Les obligations remboursables en actions* (ORA) présentent, pour les obligataires, un risque plus élevé que les obligations convertibles. C'est pourquoi, leur taux d'intérêt est plus avantageux. Par contre, en raison de leur nature, les ORA sont considérées comme des quasi-fonds propres voire des fonds propres.
- *Les obligations à bon de souscription d'actions* (OBSA) sont des obligations accompagnées de bons de souscription qui donnent droit de souscrire à des actions à un prix fixé à l'avance (appelé prix d'exercice), au cours d'une période déterminée. En émettant des OBSA, l'entreprise atteint trois objectifs :
  - obtenir des fonds à un coût inférieur au coût normal du marché, en raison de l'attrait spéculatif des bons ;
  - programmer une augmentation future de capital, adaptée à son plan de financement ;
  - réduire les frais relatifs à ces opérations.

## 2.3 Le crédit bail

### 2.3.1 Généralités

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

Le temps qui sépare la date de conclusion du contrat de la date à laquelle peut être exercée l'option est la période irrévocable. Elle correspond généralement à la durée fiscale d'amortissement du bien. En principe, le contrat ne peut être résilié pendant cette période.

Au terme de la période irrévocable, l'entreprise a le choix entre :

- lever l'option d'achat et donc devenir propriétaire du bien ;
- prolonger le contrat de location (à des conditions plus avantageuses) ;
- restituer le bien

En ce qui concerne le crédit-bail mobilier, le principe est le suivant :

- l'entreprise définit très précisément le bien qu'elle souhaite (marque, type...),
- elle s'adresse à une société de crédit-bail (en général c'est une société financière filiale d'une banque), laquelle achète le matériel et le loue à l'entreprise,

- le contrat de crédit-bail prévoit entre autres la durée de la période irrévocable, le montant et la périodicité des loyers, le prix de rachat.

En ce qui concerne les biens immobiliers qui sont à usage professionnel, les sociétés de crédit-bail sont essentiellement l'affaire des sociétés immobilières pour le commerce et l'industrie (SICOMI). La SICOMI construit ou achète l'immeuble d'après les spécifications de l'entreprise et le lui loue avec, toujours, une option d'achat.

Mais les caractéristiques du crédit-bail immobilier sont différentes de celles du crédit-bail mobilier. En effet, pour le crédit-bail immobilier, la durée du contrat est longue (généralement 20 ans) et de ce fait, il existe généralement une clause d'indexation des loyers et de la valeur résiduelle.

### **2.3.2 Le cas de la cession-bail (ou lease-back)**

Pour une entreprise, c'est une opération qui consiste à céder des biens (immobiliers ou mobiliers) à une société de crédit-bail qui lui établit un contrat de crédit-bail précisant les modalités du rachat.

Cette opération est à la fois une opération de trésorerie et une opération d'amélioration de haut de bilan. Elle permet à l'entreprise de se procurer des capitaux pour mettre à profit une opportunité d'investissement qu'elle ne pourrait financer autrement.

### **2.3.3 Les avantages et inconvénients du crédit-bail**

Le crédit-bail permet le financement total d'un bien, ce qui lui confère un certain confort.

D'autre part, les engagements de crédit-bail ne figurant que dans les annexes, il n'est pas directement pris en compte dans le bilan comptable ce qui peut être avantageux pour l'entreprise. Néanmoins, les retraitements effectués ultérieurement annulent cet effet.

D'autre part, le crédit-bail est intéressant pour lutter contre le risque technologique lié à l'obsolescence rapide du matériel dans certains secteurs d'activité. Cette forme de financement permet à l'entreprise de changer rapidement pour du matériel performant sans se heurter à la difficulté de vendre un bien dépassé notamment.

Cette forme de financement est également particulièrement adaptée aux PME qui, malgré leur désir de se développer, ont souvent des capacités d'endettement restreintes.

## 3 Le choix de financement

### 3.1 La valeur de l'entreprise

L'investissement et son financement contribuent à élever la valeur de l'entreprise. C'est pour cette raison qu'il faut tout d'abord préciser cette notion. L'évaluation constitue une étape obligée mais néanmoins complexe dans un processus de transmission d'entreprise par exemple.

La détermination du prix de l'entreprise (et donc de sa valeur) relève de la confrontation entre l'acheteur et le vendeur, soumis l'un et l'autre à des motivations personnelles souvent opposées.

- En effet, le cédant se base généralement sur la valeur des différents éléments d'actif, déduction faite des dettes, valeur à laquelle il ajoute généralement celle d'un fonds de commerce (clientèle, image de marque, savoir-faire technique...).
- Le repreneur, pour sa part, va essayer d'évaluer la capacité de développement de l'entreprise, ainsi que sa capacité future à générer des bénéfices, nécessaires au remboursement d'un emprunt.

Il n'y a pas de bonnes formules d'évaluation, mais une méthode adaptée à l'évaluation d'une entreprise donnée. Si le nombre des méthodes d'évaluation est particulièrement important, nous pouvons néanmoins mettre en exergue que dans tous les cas cela consiste à mixer de façon plus ou moins sophistiquée deux éléments fondamentaux :

- La valeur patrimoniale (appelée également actif net corrigé) : point de vue comptable
- La capacité bénéficiaire : point de vue économique

#### 3.1.1 Les méthodes fondées sur le patrimoine

##### Actif net corrigé (ANC)

$$V = ANC = \text{Actif corrigé} - \text{Endettement total corrigé}$$

Cette méthode est dérivée de celle de l'actif net comptable et permet

- lors des retraitements de corriger les effets de l'évolution maximale des prix,
- corriger les effets éventuels de la fiscalité,
- retenir les éléments comptables après correction des anomalies pour obtenir les valeurs économiques.

Cette méthode, largement utilisée par les experts, nécessite néanmoins une procédure longue, lourde et qui tend à démontrer que l'entreprise ne peut se réduire à un simple patrimoine et qu'il convient de prendre en compte également les éléments intangibles ou immatériels.

##### Correction de l'actif

Les biens immobiliers et d'équipement sont portés au bilan à valeur d'origine et amortis selon des règles fiscales. Ils apparaissent donc au bilan à une valeur

nette différente de leur valeur économique qui tient compte de l'inflation et de leur usure ou obsolescence réelle.

L'objectif des corrections apportées va être de réintroduire les postes d'actif à leur valeur économique.

Les postes à examiner sont principalement les frais d'établissement, les terrains et constructions, les matériels et mobiliers, les agencements et les actifs incorporels.

### **Correction du passif**

Il s'agit de déterminer le passif à sa valeur réelle, notamment en incorporant au passif réel les impôts latents de certains postes. Les postes à examiner en priorité sont : les réserves, les résultats, les provisions, les dettes et les engagements hors bilan.

### **Critiques des méthodes fondées sur le patrimoine**

Très longtemps utilisées, ces méthodes ne sont plus prédominantes car on estime de nos jours que les méthodes fondées sur la capacité bénéficiaire, surtout en période d'incertitude économique, sont plus performantes en fournissant un indicateur plus complet comprenant l'ensemble des éléments incorporels de l'entreprise.

#### **3.1.2 Les méthodes fondées sur la capacité bénéficiaire**

Dès le début des années 60, les financiers ont mis au point de très nombreux modèles d'évaluation reposant sur les revenus futurs attendus que l'on peut regrouper en trois familles prenant en compte : les bénéfices, les dividendes, la marge brute d'autofinancement (ou cash-flow),

Le revenu futur est divisé par un taux de rendement ( $t$ ), ce qui revient à le multiplier par un coefficient de capitalisation  $k$ , où  $k = 1/t$

#### **Valeur de rendement (par capitalisation du bénéfice net courant)**

La valeur obtenue est couramment appelée valeur de rendement (VR) :

$$V = k.B$$

$V =$  Valeur de l'entreprise,  $B =$  Bénéfice net corrigé,  $k =$  Coefficient de capitalisation

Cette formule est universelle, simple mais néglige l'aspect patrimonial, surtout pour des entreprises industrielles à investissement très important.

#### **Valeur de rendement (par capitalisation des dividendes)**

Les méthodes fondées sur le rendement conduisent à une valeur de rendement, ce dernier étant la fraction de bénéfice mis en distribution, avoir fiscal compris. La valeur est obtenue en divisant la valeur de rendement par un taux de capitalisation.



$$V = k.D$$

$V =$  Valeur de l'entreprise,  $D =$  Dividendes distribués (avoir fiscal compris),  $k =$  coefficient de capitalisation

### Méthodes fondées sur la marge brute d'autofinancement (ou cash flow)

Il semble opportun de raisonner en terme de marge d'autofinancement, car le concept de rentabilité à travers les seuls bénéfices ou dividendes est trop soumis aux décisions du dirigeant, de sa politique de distribution et aux impacts fiscaux.

La notion de marge brute d'autofinancement qui englobe la dotation aux amortissements et la variation des provisions, reflète ainsi d'une manière plus précise, la performance économique de l'entreprise.

$$V = k.MBA$$

$V =$  Valeur de l'entreprise,  $MBA =$  Marge Brute d'Autofinancement,  $k =$  Coefficient

### 3.1.3 Les méthodes fondées sur le Goodwill

Les méthodes précédentes ne prennent malheureusement pas en compte les valeurs incorporelles. Or, il n'y a pas de système et d'organisation sans hommes, sans leur savoir faire et leur savoir être.

Le but des formules du goodwill est de remédier à cette carence en calculant la valeur de ces éléments incorporels et en l'ajoutant à la valeur patrimoniale de l'affaire (ANC).

La formule du goodwill est la suivante :

$$Gw = \text{capitalisation du goodwill} = k.(B - iANC)$$

$ANC =$  Actif Net Corrigé,  $B =$  Bénéfice net,  $i =$  Taux des obligations (non risqué),  $k =$  coefficient de capitalisation ( $k=1/t$  où  $t$  est le taux d'intérêt risqué)

### Méthodes des praticiens (ou méthode indirecte ou allemande)

L'association de la valeur de rendement et de la valeur patrimoniale est transcrite dans cette formule, de façon extrêmement simple : on retient la moyenne arithmétique des deux termes :

$$V = (ANC + V)/2$$

$ANC =$  Actif Net Corrigé (calculé précédemment),  $V =$  Valeur de rendement (calculé précédemment)

Souvent utilisée, cette méthode pourtant est critiquable car elle fait abstraction des points forts et des points faibles de la société, et ne tient pas compte ni d'une croissance ni de risques possibles.

### **Méthode de la rente du goodwill (ou méthode directe ou des anglo-saxons)**

Dans cette formule, goodwill et valeur patrimoniale sont associés pour fournir l'évaluation recherchée. Selon cette méthode, on calcule d'abord directement le goodwill sans passer par l'intermédiaire du calcul des valeurs de rendement et patrimoniale.

Le goodwill est ensuite capitalisé mais cette capitalisation n'est retenue que pour moitié de sa valeur, dans l'esprit de la formule précédente qui tend à réduire le poids de la valeur de rendement dans l'évaluation de l'entreprise.

$$V = ANC + \frac{1}{2} \text{ capitalisation du goodwill}$$

### **Formule de l'Union Européenne des Experts comptables (UEC)**

La formule utilisée est la même que pour la méthode ci-dessus. Cependant, on commencera par calculer la valeur actualisée du goodwill courant relatif aux cinq dernières années (+/-), avant de procéder au calcul de la valeur de l'entreprise.

Dans cette formule, le goodwill n'est actualisé que sur 5 ans. En revanche, il est pris à 100 %, comme l'actif net corrigé.

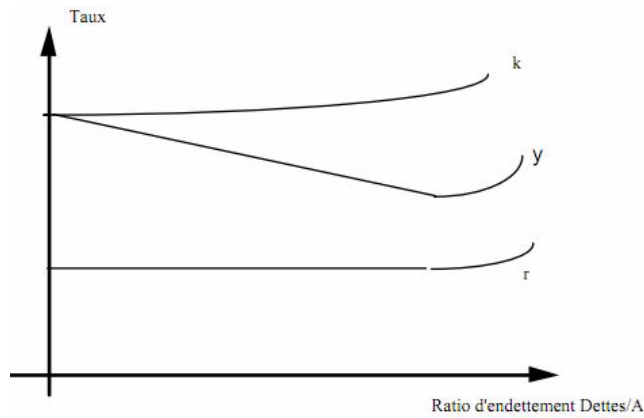
## **3.2 Structure financière et valeur de l'entreprise**

### **3.2.1 Existe-t-il une structure financière optimale ?**

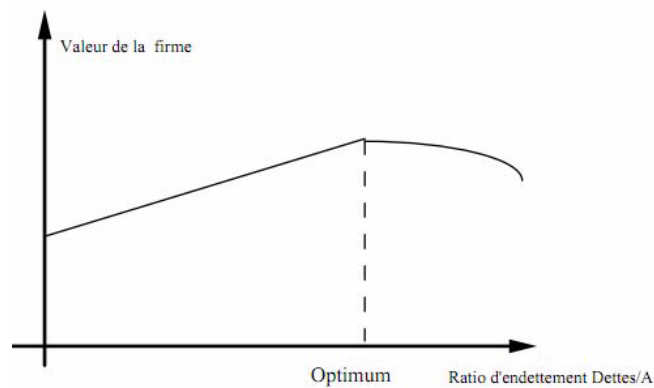
Selon l'approche "traditionnelle", il existe une structure financière optimale qui minimise le coût du capital et maximise la valeur de l'entreprise.

En effet :

- le coût des capitaux propres est supérieur au coût des dettes : d'une part, le risque supporté par les capitaux propres est supérieur au risque supporté par les dettes, et d'autre part, les charges d'intérêt sont déductibles de l'assiette de l'IS alors que les dividendes ne le sont pas) ;
- donc le recours à la dette va faire baisser le coût du capital.
- Mais si ce recours devient trop important, le risque encouru par les actionnaires va croître et ceux-ci vont alors exiger un taux plus élevé. D'ailleurs, plus tard, les créanciers eux-mêmes vont relever leurs exigences.
- Le coût du capital suit donc une courbe en cloche inversée, qui permet de déterminer une structure financière optimale :



avec  $k$  = coût des capitaux propres,  $r$  = coût des capitaux empruntés, et  $y$  = coût du capital.



Dans le premier graphique le taux de rentabilité ( $k$ ) attendu des actionnaire et le taux d'intérêt ( $r$ ) demandé par les prêteurs augmentent tout d'abord lentement en fonction de l'accroissement de l'endettement.

Cela permet dans un premier temps de bénéficier de la baisse du coût global du capital ( $y$ ) comme l'avancait la théorie classique. Cette baisse du coût du capital se traduit dans le second graphique par une hausse de la valeur de la firme.

Lorsque la perte d'autonomie financière devient trop importante, les actionnaires et les prêteurs demandent une prime de risque et les taux s'envolent, Le coût global du capital remonte entraînant la baisse de la valeur de la firme. Il ressort de ce courant que l'optimum s'obtient pour des niveaux d'endettement acceptables fonction de la classe de risque de l'entreprise.

Modigliani et Miller ont pris le contre-pied de cette théorie classique.

### 3.2.2 L'apport de Modigliani et Miller

Modigliani et Miller<sup>2</sup> (1958) : dans un monde dépourvu d'impôt et sans de coûts de transaction, il n'existe pas de structure financière optimale : le coût du capital et la valeur de l'actif économique (ou de l'entreprise) est indépendante de la façon dont cet actif économique est financé (de la structure financière : dettes et/ou capitaux propres).

#### Démonstration :

- sans impôt, la formule de l'effet de levier est :  $t_f = t_e + \frac{D}{K}(t_e - i)$ .
- $t_f$  est la rentabilité des capitaux propres exigées par les actionnaires ;  
c'est donc le coût des capitaux propres.
- $i$  est le coût de la dette, et  $t_e$  est la rentabilité économique ;
- le coût du capital est :  $t = t_f \cdot \frac{K}{D+K} + i \cdot \frac{D}{D+K}$
- En remplaçant  $t_f$  par sa valeur, on obtient :  $t = t_e$ .

Le coût du capital est donc égal à la rentabilité économique, qui est indépendante de la structure financière.

Ensuite, M&M démontre qu'entre deux entreprises identiques, dont l'une est endettée et l'autre non, si les valeurs des deux entreprises n'étaient pas égales, les actionnaires de l'entreprise endettée auraient alors intérêt à revendre leurs titres pour acheter des actions de l'entreprise non endettée, ce qui aboutirait nécessairement à l'égalisation des valeurs des entreprises. D'où la conclusion : la structure financière n'influence pas la valeur de l'entreprise.

En 1963, ils adaptent ce théorème par l'intégration de la fiscalité.

Ils démontrent que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée, majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette.

Donc l'entreprise endettée a une valeur supérieure à celle de l'entreprise non endettée.

### 3.2.3 Les limites de l'endettement

Les conclusions de M&M sont dépendantes des hypothèses.

- perfection des marchés financiers et donc absence de coûts de transaction ;
- absence de fiscalité (qu'en est-il réellement des paradis fiscaux ?) ;

**Les coûts de faillite** Un endettement excessif augmente le risque de défaillance (ou de faillite) de l'entreprise. La faillite s'accompagne de coûts importants : frais de liquidation, perte de valeur lors de la cession des actifs... Avant la faillite : perte de confiance des clients et fournisseurs, départ de collaborateurs...

L'ensemble de ces coûts est généralement plus élevé que l'avantage fiscal retiré de l'endettement. Par conséquent, en présence d'un risque de faillite, les actionnaires et les prêteurs augmentent les taux de rendements exigés.

---

<sup>2</sup> *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*

**Les problèmes d'asymétrie d'information** Certaines études mettent en évidence que les problèmes d'asymétrie d'information entre les dirigeants de l'entreprise et le marché ont une influence sur la structure financière. Ainsi, l'information diffusée par les dirigeants est constituée d'un ensemble de grandes décisions (augmentation de capital, emprunt, rachat d'actions...) qui constituent autant de signaux (cf la théorie du signal).

Par exemple, le niveau d'endettement est un signal dont le contenu est le suivant : "l'entreprise est performante" (puisqu'elle est capable de supporter ce niveau d'endettement). Si le signal s'avérait trompeur, une sanction interviendrait : difficultés pour l'entreprise et limogeage des dirigeants. Ceux-ci ont donc intérêt à déterminer un niveau optimum d'endettement.

**Les coûts d'agence** La théorie de l'agence décrit l'entreprise comme un ensemble de relations contractuelles. Il y a relation d'agence quand un individu (le mandataire) agit pour le compte d'un autre individu (le mandant).

Les principales relations d'agence sont les relations dirigeants-actionnaires et créanciers-actionnaires. Des divergences d'objectifs entre mandants et mandataires peuvent engendrer des conflits coûteux. Pour éviter ces conflits, les mandants peuvent prendre des décisions qui incitent les mandataires à agir conformément à leurs intérêts.

### 3.3 Conclusion

#### 3.3.1 Les contraintes de l'équilibre financier

Parmi les différentes conceptions du financement de l'entreprise, l'équilibre financier de l'entreprise représente une contrainte forte à prendre en considération pour le choix du mode de financement.

Plusieurs règles peuvent alors s'appliquer.

- *la règle de l'endettement maximum* : elle implique que le montant des dettes financières à moyen et long terme n'excède pas le montant des capitaux propres. Ce principe s'exprime dans le ratio d'autonomie financière,  $DMLT / KP$ , qui doit être inférieur à 1.
- *La règle de la capacité de remboursement* indique que le montant de l'endettement financier ne doit pas dépasser 3 ou 4 fois la CAF annuelle moyennée prévue.
- *La règle du minimum d'autofinancement* implique que l'entreprise soit capable de financer une partie (généralement 30%) des investissements pour lesquels elle sollicite des crédits. En effet, très souvent, une entreprise décidant de financer un projet par investissement ne trouvera pas un crédit pour le montant total du coût du projet et devra donc trouver un financement propre complémentaire.

Ainsi, si ces ratios sont proches de la limite, l'entreprise ne peut accroître son endettement à moins d'offrir d'importantes garanties (hypothèques, cautions...) ou d'accepter que les prêteurs exercent un certain contrôle sur sa gestion (en

contrepartie du risque encouru). Son choix se réduit alors au financement par capitaux propres et/ou crédit-bail.

### **3.3.2 La maximisation de la rentabilité financière : l'effet de levier**

L'objectif central assigné à une entreprise est la maximisation de la richesse des actionnaires.

Ceci revient à maximiser le ratio (Résultat net / KP) qui correspond à la rentabilité financière. Or cette rentabilité est fonction de la structure des ressources durables, c'est à dire de la proportion qui existe entre les dettes financières et les capitaux propres. L'effet de levier financier met en évidence un accroissement du taux de rentabilité des fonds propres requis par les actionnaires.

Lorsque l'effet joue de façon positive, la rentabilité financière sera d'autant plus importante que le ratio d'endettement sera élevé. Par conséquent, l'entreprise qui souhaite maximiser sa rentabilité financière devra, dans la limite des contraintes relatives à l'équilibre financier, choisir l'endettement plutôt qu'augmenter ses fonds propres. A contrario, lorsque l'effet est négatif, l'entreprise devra s'abstenir de recourir à l'endettement.