

Chapitre 14

Un aperçu du financement des entreprises

Avec ce chapitre, nous commençons notre étude des décisions de financement à long terme – une tâche qui ne sera achevée qu'au chapitre 26. Ce chapitre introductif est un résumé des principales méthodes de financement. Il effleure de nombreux thèmes qui seront étudiés de façon plus approfondie ultérieurement.

Nous commençons ce chapitre par l'étude des sources de financement des entreprises françaises. Les entreprises peuvent se financer par autofinancement, c'est-à-dire en mettant en réserves une partie de leurs résultats dégagés, pour les réinvestir dans des actifs ; elles peuvent aussi procéder à des augmentations de capital ou souscrire à de nouveaux emprunts. Ces modes de financement posent plusieurs questions importantes. Les sociétés privilégient-elles trop l'autofinancement aux dépens de l'émission d'actions ou de la souscription d'emprunts ? Les ratios d'endettement des entreprises sont-ils trop élevés ? Les modes de financement diffèrent-ils dans les différents pays industrialisés ?

Notre seconde mission dans ce chapitre consiste à présenter les caractéristiques essentielles des dettes et des actions. Les actionnaires et les créanciers financiers ont différents droits aux bénéfices et différents droits de contrôle. Les prêteurs sont considérés comme des créanciers prioritaires, car l'entreprise leur a promis des paiements prédéfinis, sous forme d'intérêts et de remboursement en capital. Les actionnaires reçoivent le solde du bénéfice après que les prêteurs ont été payés. D'un autre côté, les actionnaires ont un contrôle total de la société, tant qu'ils tiennent leurs promesses vis-à-vis des créanciers. Ils décident quels actifs l'entreprise doit acheter, quelle sera leur utilisation, et quel en sera le financement. Bien sûr, dans les grandes entreprises cotées, les actionnaires délèguent ces décisions au conseil d'administration qui, à son tour, nomme les dirigeants. Dans ce cas, le contrôle effectif est assuré par les dirigeants de la société.

La différence entre financements par capitaux propres et par dette ne fait pas apparaître les très grandes variétés de dettes qu'une société peut avoir. C'est pourquoi nous concluons cette présentation par un détail des différentes catégories de dettes possibles.

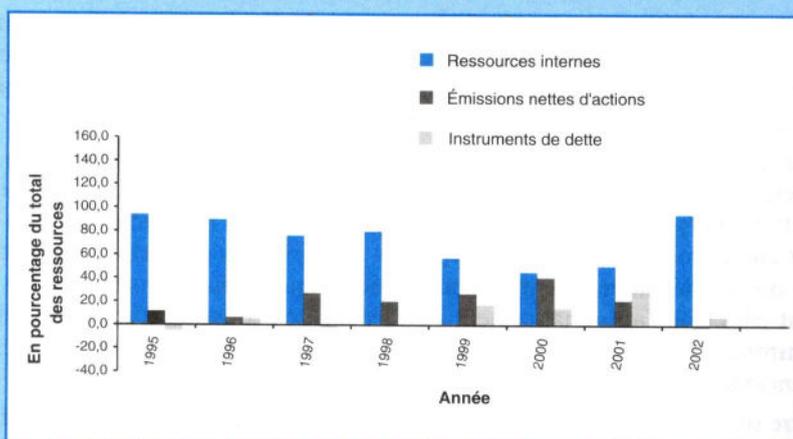
Les institutions financières jouent un rôle important en tant que fournisseurs de capitaux pour les entreprises. Par exemple, les banques aident les entreprises à réaliser leurs augmentations de capital, leur prêtent de l'argent, achètent et vendent des devises étrangères pour leur compte... Nous présentons donc les principaux types d'institutions financières et détaillons le rôle qu'elles jouent dans le financement des entreprises et plus largement dans l'économie.

1 Les modalités du financement des entreprises

Les sociétés investissent essentiellement dans des actifs à long terme (des machines, des terrains, des bâtiments) et dans le besoin en fonds de roulement (BFR). La figure 14.1 montre d'où elles tirent l'argent pour financer ces investissements. La principale source de financement, de très loin, est générée en interne : c'est l'autofinancement, c'est-à-dire le cash-flow restant après paiement des dividendes¹. Les actionnaires sont contents de laisser cet argent dans l'entreprise tant qu'il est réinvesti dans des projets à VAN positive. Chaque nouveau projet à VAN positive augmente la valeur des actions.

Figure 14.1 - Les sources de financement des sociétés non financières françaises, en part du total.

Source : INSEE, Tableaux de la Comptabilité nationale et Banque de France DESM-SESOF.



Mais l'autofinancement ne suffit généralement pas : les entreprises doivent procéder à des augmentations de capital ou souscrire à de nouveaux emprunts (obligataires ou bancaires). Les sociétés doivent faire deux types de choix : (1) décider quelle proportion du bénéfice doit être réinvestie dans la société, au lieu d'être versée en dividendes ; (2) déterminer quelles proportions du besoin de financement doivent être couvertes par emprunt et par augmentation de capital. La première question s'intéresse à la politique de dividende (abordée dans le chapitre 16). La seconde question porte sur la politique d'endettement (traitée dans les chapitres 17 et 18).

1. Si l'on prend le résultat net, et que l'on réintègre l'amortissement (charge comptable ne correspondant pas à une dépense monétaire), on obtient la capacité d'autofinancement. En déduisant les dividendes versés, on obtient l'autofinancement.

Dans la figure 14.1, on peut noter la part importante des augmentations de capital par rapport aux financements par dette, probablement expliquée par le développement des marchés financiers, évolution inverse de celle du recours aux crédits bancaires. Par ailleurs, l'autofinancement représentait la grande majorité des ressources sur ces années. La France n'est pas un cas particulier : l'autofinancement représente plus des deux tiers du financement des entreprises aux États-Unis, en Allemagne, au Japon ou en Angleterre².

1.1 Les entreprises se reposent-elles trop sur l'autofinancement ?

Nous avons vu qu'en moyenne, l'autofinancement (CAF – dividendes) couvre la majeure partie des besoins d'investissement des sociétés, car il est plus pratique que le recours à des financements extérieurs comme les augmentations de capital ou les emprunts. Mais certains craignent que cela provienne d'une aversion irrationnelle, ou intéressée, des dirigeants pour les financements externes. Un dirigeant confortablement installé pourrait être tenté de rejeter un investissement risqué, mais à VAN positive, si cela devait signifier une augmentation de capital et la nécessité de répondre aux questions pointilleuses d'investisseurs potentiels. Peut-être les dirigeants veulent-ils éviter « la discipline des marchés financiers ».

Mais il y a aussi de bonnes raisons de recourir à l'autofinancement. Cela évite les coûts d'émission de nouvelles actions ou obligations, par exemple. De plus, l'annonce d'une augmentation de capital représente souvent une mauvaise nouvelle pour les investisseurs qui craignent des bénéfices futurs en baisse ou un risque accru³. Si les émissions de nouvelles actions sont coûteuses ou envoient un signal négatif aux investisseurs, les sociétés ont peut-être raison de regarder plus attentivement les projets qui nécessiteraient une augmentation de capital.

1.2 Dans quelle mesure les entreprises ont-elles recours à l'emprunt ?

C'est une question épineuse à laquelle il est difficile d'apporter des réponses générales, car les politiques financières varient selon les pays et les secteurs, voire d'une société à une autre. Quelques statistiques ne peuvent pas faire de mal, tant que l'on ne cherche pas à être catégorique.

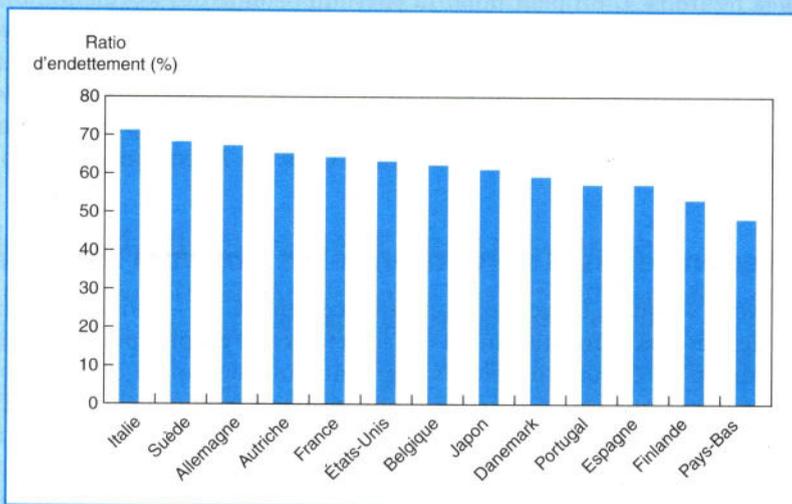
Il est généralement admis que les sociétés américaines ont moins de dettes que beaucoup de leurs homologues étrangères. Si cela était certainement vrai dans les années 1950 et 1960, la situation est beaucoup moins claire de nos jours. De telles comparaisons entre différents pays sont faussées par les différences entre les méthodes comptables et financières. Cependant, l'Union européenne a construit une base de comptes harmonisés qui permet d'avoir une idée approximative du classement des entreprises américaines en termes de ratio de dette.

2. Voir par exemple J. Corbett, T. Jenkinson, « How is Investment Financed? A Study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States », *The Manchester School*, 65 (supplément 1997), pp. 69-93.

3. Les dirigeants ont évidemment des informations internes, et vont naturellement être tentés d'émettre des actions quand le cours de l'action leur sera favorable, c'est-à-dire si le marché valorise l'action de manière plus optimiste que leur propre estimation. Les investisseurs extérieurs savent cela, aussi n'accepteront-ils d'acheter de nouvelles actions que si celles-ci sont émises avec une décote par rapport au cours avant l'annonce d'augmentation de capital. Nous en dirons plus dans le chapitre 15.

Figure 14.2 - Ratio du passif total sur le passif total plus les capitaux propres pour l'industrie manufacturière en 2001.

Source : Base de données de comptes harmonisés (BACH) fournie par l'UE.
© European Communities 1995-2003.



La figure 14.2 présente les ratios moyens du passif total rapporté au passif total plus les capitaux propres dans le secteur de l'industrie manufacturière pour un échantillon de pays développés. Alors que la Suède et l'Italie ont les ratios les plus élevés, les États-Unis se situent approximativement au milieu du classement.

2 Les actions

Les entreprises se procurent de l'argent de deux manières : par l'émission d'actions ou par la souscription d'emprunts. Si les actions présentent peu de différences, les dettes sont très diverses. Nous commençons notre tour des propriétaires par les actions. Le tableau 14.1 montre les capitaux propres du groupe Total.

Tableau 14.1. Capitaux propres (valeur comptable) de Total, bilans consolidés, au 30 septembre 2005, en millions d'euros

	2005	2004
PASSIF		
Capital social	6 226	6 543
Primes et réserves consolidées	37 882	32 279
Différence de conversion	988	233
Actions propres	-5 381	-7 126
CAPITAUX PROPRES	39 725	31 929

Source : Comptes consolidés des neuf premiers mois, Total, 2005.

La plupart des actions sont détenues par des investisseurs et forment le flottant. Total (ou ses filiales) a aussi racheté pour 5 381 millions d'euros d'actions aux investisseurs. Ces actions sont conservées dans la trésorerie de l'entreprise jusqu'à ce qu'elles soient annulées ou revendues. Ces actions en trésorerie sont émises, mais ne font pas partie du flottant.

Les actions émises sont comptabilisées à leur valeur nominale, 10 €. Le capital social est constitué au 30 septembre 2005 de 622 578 312 actions, soit 6 226 millions d'euros. En général, la valeur nominale des actions n'a que peu de signification économique⁴. Le cours des actions émises lors d'augmentations de capital est presque toujours supérieur à leur valeur nominale. La différence est comptabilisée en primes d'émission. Donc, si Total émettait 1 million d'actions supplémentaires à 115 €, le capital social augmenterait de $1\,000\,000 \times 10 = 10$ millions d'euros, et les primes de $10\,000\,000 \times (115 - 1) = 1\,114$ millions d'euros.

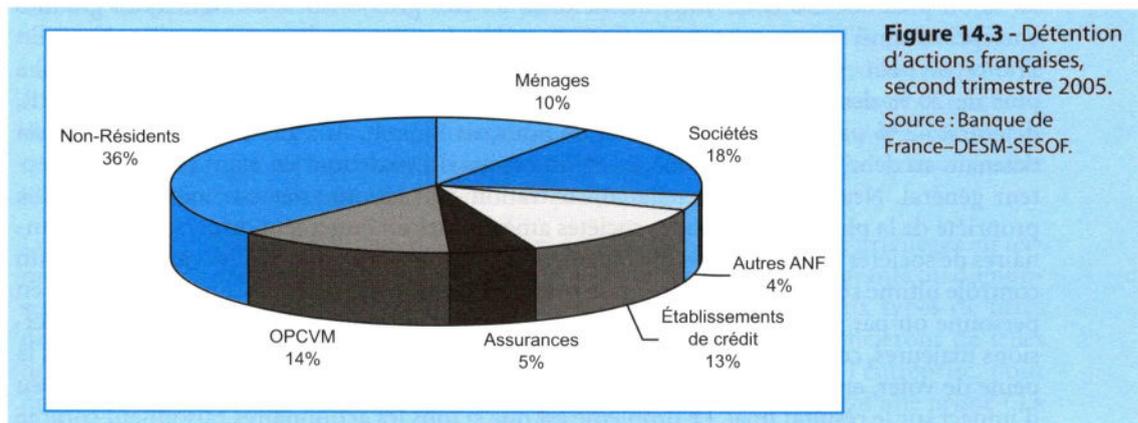
Toutes les sommes que Total ne verse pas en dividendes demeurent dans l'entreprise en réserves, et sont utilisées pour financer de nouveaux investissements. Le montant des primes et réserves consolidées au bilan est de 37 882 millions.

Enfin, le compte actions propres indique les sommes dépensées par l'entreprise pour racheter ses propres titres. Ces rachats ont *réduit* de 5 381 millions le montant des capitaux propres.

La valeur comptable des capitaux propres est de 39 725 millions d'euros. Mais le cours de l'action Total en septembre 2005 était de 223 €. La *valeur de marché* des capitaux propres était donc de $622\,578\,312 \times 223 = 238\,835$ millions, soit 3,5 fois la valeur comptable.

2.1 L'actionnariat des sociétés

Une société est détenue par ses actionnaires. Certains d'entre eux sont des actionnaires particuliers, mais la majorité sont des **institutions financières** (banques, compagnies d'assurances, fonds d'investissement). La figure 14.3 montre que les ménages et les sociétés et agents non financiers représentent à peine un tiers des détenteurs d'actions en France. Aux États-Unis, les institutions financières détiennent 60 % des actions cotées.



Qu'entendons-nous par « la société est détenue par ses actionnaires » ? La réponse est simple si cette société n'a pas émis d'autres titres. Prenons le cas le plus simple, une société n'ayant émis que des actions, toutes détenues par son président-directeur général (PDG). Ce gestionnaire-propriétaire veillard reçoit tous les cash-flows et prend toutes les décisions. Il a un *droit sur tous les cash-flows* et un *contrôle total*.

4. La valeur nominale est souvent présentée comme une valeur minimale, parce que certains États n'autorisent pas les entreprises à émettre des actions au-dessous du nominal.

Ces droits changent dès que la société emprunte. Un emprunt bancaire, par exemple, sera un contrat qui fixe des paiements d'intérêts et un remboursement du capital. La banque aura donc un droit – limité, mais prioritaire – sur une partie des cash-flows de la société ; l'actionnaire a des droits sur le reste.

La banque va souvent essayer de protéger ses droits, en imposant à la société ce qu'elle peut ou ne peut pas faire. Cela peut consister à limiter le montant des emprunts additionnels que la société peut faire, ses cessions d'actifs, des distributions de dividendes trop importants. Le contrôle de l'actionnaire sera donc moindre, mais un contrat d'emprunt ne peut pas fixer toutes les décisions, d'investissement ou de gestion courante, nécessaires à la bonne marche de l'entreprise (aucune équipe de juristes ne pourrait rédiger un contrat qui couvre toutes les éventualités possibles)⁵. L'actionnaire garde donc le contrôle de ces décisions. Il peut décider, par exemple, de modifier le prix de vente de ses produits, d'embaucher du personnel temporaire ou de construire une nouvelle usine à Blagny-sur-Vingeanne plutôt qu'à Corgoloin⁶.

Bien sûr, la propriété d'une entreprise peut changer de mains : si une société n'arrive pas à assurer le service de sa dette, elle peut être mise en faillite. Si un redressement n'a pas lieu, ce sera le banquier qui deviendra propriétaire de l'entreprise et qui aura le contrôle et des droits sur les cash-flows (nous traitons de la faillite dans le chapitre 25).

Mère Nature n'impose pas que le contrôle soit lié aux droits sur les cash-flows. Ainsi, on pourrait imaginer un système dans lequel ce serait le banquier qui prendrait toutes les décisions de gestion. Mais ce serait inefficace : comme c'est l'actionnaire qui profite essentiellement des bonnes décisions, il est normal de lui donner le contrôle des actifs.

Jusqu'à présent, nous avons traité du cas d'un actionnaire unique. Dans beaucoup de pays, comme l'Italie, Hong-Kong ou le Mexique, on trouve un actionnaire dominant qui détient 20 % ou plus des droits de vote, même dans les très grosses sociétés⁷. Quelques grandes entreprises américaines sont également contrôlées par un ou deux gros actionnaires. En France, on peut citer le groupe Carrefour qui était détenu (directement ou indirectement) à plus de 20 % des droits de vote par la famille Halley au début 2006, ou le groupe PPR, détenu à 42 % par Artémis, la holding de François Pinault. Aux États-Unis, Larry Ellison détenait, au début de l'année 2006, 24 % du capital d'Oracle tout en étant président-directeur général. Néanmoins, une telle concentration de l'actionnariat est une exception. La propriété de la plupart des grandes sociétés américaines est largement dispersée. Les actionnaires de sociétés à capital dispersé détiennent néanmoins des droits sur les cash-flows, et un contrôle ultime sur les décisions. Dans la pratique, ce contrôle se réduit souvent au vote – en personne ou par procuration – pour élire le conseil d'administration, et prendre des décisions majeures, comme décider d'une fusion. Beaucoup d'actionnaires ne se donnent pas la peine de voter, en se disant que, vu leur faible nombre d'actions, leur vote n'aura que peu d'impact sur le résultat final. Le problème est que si tous les actionnaires raisonnent comme cela, ils abandonnent le contrôle et lâchent la bride aux dirigeants, qui vont alors œuvrer dans leur propre intérêt.

5. C'est pour cela que la théorie économique souligne l'importance des *contrats incomplets*, en établissant que les contrats portant sur la gestion des entreprises *doivent* être incomplets, et que quelqu'un doit disposer des droits de contrôle résiduels. Voir I. Hart, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford, 1995.

6. Bien sûr, le banquier pourra donner son avis sur ces décisions, il pourra même annoncer qu'il refusera tout emprunt futur, mais il n'aura pas le *droit* de prendre ces décisions de gestion.

7. Voir R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, 54 (1999), pp. 471-517.

2.2 Les procédures de vote et la valeur des droits de vote

Si les statuts de l'entreprise précisent que le vote est fait à la majorité des voix, chaque membre du conseil d'administration est élu séparément, chaque action donnant droit à une voix. Si les statuts autorisent un *vote cumulatif*, l'ensemble du conseil d'administration est élu en une fois et chaque actionnaire peut donner toutes ses voix à un seul candidat s'il le désire⁸. Dans le système des votes cumulatifs, il est plus facile à des groupes d'actionnaires minoritaires d'élire des administrateurs qui représentent leurs intérêts. C'est pourquoi ces groupes déploient autant d'efforts pour promouvoir le système de vote cumulatif.

Dans de nombreux cas, un vote à la majorité simple est suffisant, mais les statuts définissent quelques décisions qui ne peuvent être prises qu'en respectant une règle de majorité qualifiée, par exemple les 2/3 des votants : c'est souvent le cas pour des fusions, ou pour des augmentations de capital. Des dirigeants qui ont peur de sauter en cas de rachat de leur entreprise vont ainsi essayer de convaincre leurs actionnaires d'adopter une procédure de majorité plus importante pour la décision de fusionner avec une autre entreprise⁹.

Les points sur lesquels les actionnaires votent sont rarement contestés, en particulier pour les entreprises de grande taille et aux titres largement diffusés. Occasionnellement, lors des luttes de pouvoir, les cadres dirigeants et les membres du conseil d'administration doivent affronter des concurrents extérieurs pour conserver le contrôle de l'entreprise. Mais le handicap de ces derniers est souvent insurmontable, dans la mesure où la direction du moment peut faire financer par la société les coûts de la défense de sa gestion et de l'obtention des votes.

La plupart des entreprises n'émettent qu'un type d'actions. Cependant, on trouve quelquefois des entreprises dont le flottant est constitué de deux types d'actions qui diffèrent par les voix et les dividendes auxquels elles donnent droit. Par exemple, lors de la première augmentation de capital de Google, ses fondateurs étaient réticents à l'idée d'abandonner le contrôle de l'entreprise. Cette dernière eut donc recours à deux types d'actions. Les « actions de type A », vendues au public, avaient un droit de vote chacune, tandis que les actions « de type B », détenues par les fondateurs, en avaient dix. Les deux catégories d'actions ouvraient les mêmes droits en termes de cash-flows, mais pas en termes de contrôle.

Lorsqu'il y a ainsi deux catégories d'actions, les actionnaires disposant de privilèges en termes de droit de vote pourront ainsi l'utiliser afin d'éjecter de mauvais dirigeants ou d'imposer une politique favorisant la création de valeur. Mais tant que les deux types de titres donnent les mêmes droits sur les cash-flows, tous les actionnaires bénéficieront de telles décisions. Mais alors, si chacun est gagnant à une meilleure gestion de l'entreprise, pour quelles raisons le prix de vente des actions à droit de vote supérieur inclut-il une prime ? La seule explication plausible réside dans l'existence de *bénéfices privés* captés par les détenteurs de ces actions. Par exemple, le propriétaire d'un paquet d'actions à droits de vote renforcés pourrait se voir octroyer un siège au sein du conseil d'administration ou des avantages par l'entreprise – que diriez-vous d'une petite virée aux Bermudes avec l'avion de la société ?

8. Supposez, par exemple, qu'il faille élire 5 membres du conseil d'administration et que vous ayez 100 actions. Vous avez donc la possibilité d'allouer $5 \times 100 = 500$ voix. Dans le système « à la majorité », vous pouvez allouer au maximum 100 voix à un candidat. Dans le système « cumulatif », vous pouvez faire porter vos 500 voix sur votre candidat.

9. Voir par exemple R. M. Stulz, « Managerial Control of Voting Rights : Financial Policies and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, 20 (janvier-mars 1988), pp. 25-54.

Ces actions pourraient également offrir un pouvoir de négociation supplémentaire dans le cadre d'une acquisition. Ou encore, elles pourraient être détenues par une autre entreprise, cette dernière usant de ses droits de vote supplémentaires et de son influence afin de consolider une position dominante.

Les bénéfices privés issus du contrôle semblent être plus importants dans certains pays que dans d'autres. Ainsi, Tatiana Nenova a examiné un certain nombre de pays dans lesquels les entreprises peuvent émettre deux types d'actions¹⁰. Aux États-Unis, la prime que les investisseurs devaient payer pour des actions avec un nombre de droits de vote plus important s'élevait à seulement 2 % de la valeur de la firme, contre 29 % en Italie et 36 % au Mexique. Dans ces deux pays, les investisseurs dominants en termes de droits de vote semblent donc en mesure de s'approprier des bénéfices privés substantiels. L'encadré « Actualités financières » traite d'une discussion importante en Suisse, au sujet des droits de vote multiples.

Même quand il n'y a qu'un seul type d'actions, les actionnaires minoritaires peuvent être lésés : les cash-flows de la société peuvent être détournés par les dirigeants ou par des actionnaires à pouvoir élevé. Selon les pays, les actionnaires minoritaires sont plus ou moins bien protégés¹¹.

Exemple Les économistes utilisent souvent le terme de *décapitalisation (tunneling)* pour parler de l'exploitation des actionnaires minoritaires : tout se passe comme si les actionnaires majoritaires retiraient les capitaux, en creusant des « tunnels », pour leur intérêt propre, aux dépens des minoritaires. Prenons un exemple de décapitalisation à la russe¹².

Pour comprendre comment marche la combine, il vous faut d'abord comprendre les *reverse stock splits (regroupement d'actions)*. Cette technique est souvent utilisée par les sociétés dont les actions cotent à un prix très faible. La société regroupe alors ses actions en un nombre plus petit de titres. Exemple : 10 actions anciennes deviennent une action nouvelle qui cote 10 fois plus. Comme tous les actionnaires subissent le même regroupement, cette opération ne procure ni gain ni perte.

Pendant, l'actionnaire majoritaire d'une société russe s'est rendu compte qu'il pourrait utiliser cette technique pour piller les actifs de la société. Il proposa ainsi que les actionnaires reçoivent une action nouvelle pour 136 000 actions anciennes¹³.

Pourquoi 136 000 ? Parce que les deux actionnaires minoritaires avaient chacun moins de 136 000 actions, et donc n'avaient droit à *aucun* nouveau titre. Ils furent dédommagés à la valeur nominale de leurs actions et le majoritaire resta seul propriétaire de l'entreprise. Les actionnaires majoritaires d'autres sociétés furent tellement impressionnés qu'ils s'empressèrent de faire la même chose dans leurs sociétés. Inutile de dire que ce genre de pratique est interdit en Europe de l'Ouest et aux États-Unis.

10. T. Nenova, « The Value of Corporate Voting Rights and Control : A Cross-Country Analysis », *Journal of Financial Economics*, 68 (juin 2003) pp. 325-352.

11. Les différences internationales dans la protection des minoritaires sont présentées dans S. Johnson et al., « Tunneling », *American Economic Review*, 90 (mai 2000), pp. 22-27.

12. Pour un état des lieux dans des économies en transition, voir C. Vincensini, P. Koleva, « Les trajectoires économiques sociales dans la transition post-socialiste : étude comparée des fonds de privatisation tchèques et bulgares », étude du CERI (Centre d'études et de recherches internationales), n° 70, Sciences Po (octobre 2000), 38 p.

13. Comme ce type d'opération ne demande qu'un vote à la majorité simple, la proposition fut adoptée.

Actualités financières

Querelle sur les droits de vote

« Il n'y a pas si longtemps », pouvait-on lire dans *The Economist*, « en Suisse, les sociétés aimant leurs actionnaires étaient aussi rares que les amiraux suisses. Bien à l'abri derrière leurs défenses anti-OPA, la plupart des dirigeants traitaient leurs actionnaires avec mépris. » Mais *The Economist* apercevait un signe encourageant : une proposition de l'Union des Banques Suisses (UBS) pour modifier les droits de vote de ses actionnaires.

UBS avait deux types d'actions : des actions au porteur, anonymes, et des actions nominatives, qui ne le sont pas. En Suisse, où l'anonymat est prisé, les actions au porteur cotaient plus cher, et ce depuis des années. Mais ces actions différaient aussi sur un autre point important : les actions nominatives avaient 5 fois plus de droits de vote que les actions au porteur. BK Vision, un fonds d'investissement, probablement attiré par cette caractéristique, commença à accumuler un montant important d'actions nominatives. La prime sur ces actions monta à 38 % au-dessus du cours des actions au porteur.

À ce moment-là, UBS annonça son intention de fusionner les deux types d'actions, de telle sorte que les actions nominatives perdraient leurs droits de vote supplémentaires. Comme, désormais, les actions allaient toutes s'échanger au même prix, cette annonce déclencha une hausse du cours des actions au porteur et une baisse des actions nominatives.

Martin Ebner, président de BK Vision, se plaignit de cette décision, objectant que cela privait les actionnaires nominatifs d'une partie de leurs droits de vote, sans compensation. Cette querelle souligna l'intérêt de la valorisation des droits de vote supplémentaires. Si les droits de vote sont utilisés pour assurer des bénéfices à tous les actionnaires, les actions à droits de vote multiples ne devraient pas se vendre plus cher. En revanche, une prime d'achat apparaîtra si les détenteurs de ces actions nominatives arrivent à s'assurer des bénéfices *pour eux seuls*.

Pour de nombreux observateurs, la proposition d'UBS devait être accueillie comme une bonne tentative d'empêcher un groupe d'actionnaires de s'assurer des bénéfices au détriment des autres et de réunir tous les actionnaires dans un but commun de maximisation de la valeur de la société. Pour d'autres, cela représentait une aliénation de leurs droits. Le débat sur cette question ne fut jamais tranché, car peu après, UBS fusionna avec SBC, une autre banque suisse.

2.3 Des actions déguisées

Les actions sont émises par des sociétés anonymes. Mais quelques titres représentatifs de capitaux propres sont émis par des sociétés de types différents. Nous allons en donner quelques exemples.

Les parts des sociétés de personnes Une société de personnes, qu'elle soit *en commandite* ou *en nom collectif*, consiste en un regroupement de personnes physiques. Certaines personnes, les commanditaires, sont responsables uniquement sur leurs apports (responsabilité limitée) ; d'autres, les commandités, sont responsables sur leurs biens propres. La société se constitue sur la base de parts souscrites ou d'actions émises. Les sociétés de personnes ne sont pas soumises à l'impôt sur les sociétés. Les profits et les pertes sont imputés directement au revenu imposable des détenteurs de parts. Mais en contrepartie de cet avantage fiscal, ce type de société présente des limites. Par exemple, la loi considère ce type d'entreprise comme une simple association d'individus. Elle est censée avoir une vie limitée, comme ses membres. À l'opposé, une société anonyme est une personne morale qui peut survivre à ses actionnaires d'origine.

Les titres participatifs Assimilés à des fonds propres, ces titres peuvent être émis par des sociétés anonymes, par décision de l'assemblée générale. Ces titres donnent droit à une rémunération fixe, fixée à leur émission, et une rémunération variable, fondée sur les éléments de l'activité de la société. Ces titres peuvent être librement négociés, comme des actions.

3 Les dettes

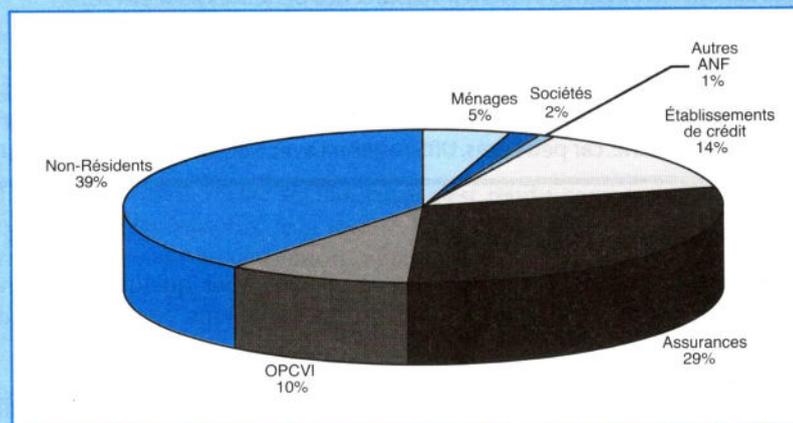
Quand elles empruntent, les entreprises promettent de verser des intérêts régulièrement et de rembourser le principal (c'est-à-dire le capital emprunté) suivant un échéancier prédéterminé. Mais les actionnaires ont le droit de faillir à leurs obligations s'ils veulent céder les actifs de l'entreprise aux prêteurs. De toute évidence, ils ne feront ce choix que si la valeur des actifs est inférieure au montant de la dette¹⁴.

Les créanciers n'étant pas considérés comme les propriétaires de l'entreprise, ils n'ont normalement aucun droit de vote. Les intérêts sont considérés comme une charge et sont déductibles du bénéfice imposable. Ils sont donc payés sur le résultat *avant impôts*. Au contraire, les dividendes sont prélevés sur le résultat *après impôts*. Le gouvernement accorde donc une subvention fiscale au financement par endettement, qu'il refuse au financement par capitaux propres. Nous examinerons en détail le rapport entre endettement et fiscalité au chapitre 18.

Enfin, avant de détailler les caractéristiques possibles des dettes, rappelons qu'il y a deux types de dettes financières : les dettes bancaires, souscrites auprès d'établissements financiers, et les dettes souscrites auprès des marchés financiers (obligations, billets de trésorerie).

Figure 14.4 - Détention d'obligations françaises, second trimestre 2005.

Source : Banque de France-DESM-SESOF.



Nous avons vu que ce sont les institutions financières qui détiennent la majorité des actions. La figure 14.4 montre que c'est vrai aussi pour les obligations, détenues essentiellement par des investisseurs institutionnels français, et des non-résidents (la plupart d'entre eux étant des institutions financières).

14. En pratique, cette transmission de l'actif est loin d'être simple. Il peut y avoir parfois des centaines de prêteurs avec différentes créances sur l'entreprise. La gestion de la transmission d'actif est habituellement dévolue au tribunal de commerce.

3.1 La dette prend plusieurs formes

Les directeurs financiers peuvent piocher dans un nombre impressionnant de financements par dette. Par exemple, jetez un coup d'œil au tableau 14.2, qui résume les principaux financements par dette de Total, sachant que chaque ligne regroupe plusieurs emprunts avec des échéances différentes, des taux différents et des modalités spécifiques. Par ailleurs, d'autres modes de financement, mentionnés dans le rapport annuel, n'apparaissent pas dans le bilan. Par exemple, le groupe bénéficie d'engagements de banques pour pouvoir utiliser des lignes de crédit, pour un total de 7,841 milliards de dollars (dont 7,223 milliards ne sont pas utilisés), ainsi que des contrats de swap de change et d'options sur taux d'intérêt.

Tableau 14.2. Les grandes sociétés émettent quantité de titres différents. Ce tableau montre les financements par dette de Total en septembre 2005

Dettes en euros	Dettes en devises étrangères
Emprunts obligataires (échéances jusqu'en 2012)	Dollar néo-zélandais
Emprunts à taux variable	Dollar US
Emprunts bancaires à plus d'un an	Dollar australien
Billets de trésorerie/commercial paper	Livre sterling
Emprunts bancaires à moins d'un an	Franc suisse, etc.

Vous vous demandez probablement ce que sont les swaps ou les options de taux d'intérêt. Rassurez-vous : nous détaillerons les caractéristiques des dettes financières sur plusieurs chapitres. Pour l'instant, notez que les différentes dettes qu'une société détient dépendent de la réponse à plusieurs questions :

1. *La société doit-elle emprunter à court terme ou long terme ?* Si votre entreprise a simplement besoin de financer l'augmentation d'un stock, à l'approche des fêtes de Noël, un crédit d'exploitation à court terme sera logique. En revanche, pour financer une usine, vous opterez pour une dette à long terme ou un emprunt obligataire à 15 ou 20 ans¹⁵. Certains emprunts sont remboursés progressivement, d'autres à l'échéance ; il existe aussi des dettes qui peuvent être remboursées ou exigées par anticipation.
2. *La dette doit-elle être à taux fixe, ou à taux variable ?* Le paiement des intérêts (des coupons, pour une obligation) est généralement fixé dès le départ. Ainsi, si une obligation de 1 000 € est émise au taux nominal de 10 %, elle versera un coupon de 100 € chaque année, quelle que soit l'évolution des taux d'intérêt par ailleurs.

Mais les obligations, ou les prêts bancaires, peuvent être à *taux variable*. Par exemple, le taux peut être fixé à 1 point au-dessus de l'Euribor (*European Interbank Offered Rate*), qui est le taux moyen auquel les banques européennes se prêtent de l'argent entre elles. Quand l'Euribor change, le taux de votre emprunt varie aussi.

15. Une société pourrait financer un projet long terme par un crédit court terme, si elle souhaitait montrer sa confiance dans l'avenir. En effet, si une société anticipait des résultats en diminution, elle ne prendrait pas le risque de devoir renouveler un crédit régulièrement. Voir D. Diamond, « Debt Maturity Structure and Liquidity Risk », *Quarterly Journal of Economics*, 106 (1991), pp. 709-737.

3. *Devez-vous emprunter en euros (votre devise) ou dans une autre devise ?* Beaucoup de sociétés européennes empruntent à l'étranger. Elles peuvent emprunter en euros ou décider d'emprunter en monnaie locale. Après tout, si votre société réalise des dépenses dans un pays étranger, il est logique d'emprunter dans la devise locale. Un emprunt obligataire réalisé à l'international est souvent appelé **euro-emprunt**, de même que les euro-dollars étaient des dollars en dehors des États-Unis (principalement en Europe après la Seconde Guerre mondiale, d'où leur nom). Il ne faut pas confondre une euro-obligation qui peut être libellée en dollars, en yens, ou en gourdes haïtiennes, avec une obligation émise en euros.
4. *Quelles promesses devez-vous faire au prêteur ?* Les prêteurs veulent s'assurer que leur dette est aussi garantie que possible. Ils peuvent exiger que leur dette soit une dette *senior*, c'est-à-dire qu'en cas de faillite, elle soit la première à être remboursée. Les dettes *junior*, ou *subordonnées*, ne sont payées qu'une fois toutes les dettes *senior* remboursées, mais, évidemment, avant les actions.

Une société peut aussi mettre de côté un actif, qui sert alors de garantie sur des dettes spécifiées. On parle de **dette garantie**, ou **sécurisée**, et l'actif est appelé **collatéral**, ou **caution**. Une entreprise peut ainsi mettre des stocks ou des créances en caution d'un emprunt. En cas de défaut de remboursement, le banquier saisira les actifs pour se rembourser.

Généralement, l'emprunteur promet qu'il va utiliser l'argent raisonnablement, sans prendre de risques. Une société qui emprunte modérément prendra probablement moins de risques qu'une entreprise endettée jusqu'au cou. L'emprunteur devra alors promettre de ne pas emprunter ailleurs plus d'un certain montant ou de ne pas mettre ses actifs en caution auprès d'autres banques.

5. *Vaut-il mieux émettre des obligations ordinaires, ou des obligations convertibles ?* Une **obligation convertible** est une obligation ordinaire assortie d'une option : l'obligataire peut décider de convertir l'obligation en un nombre prédéterminé d'actions. Cet obligataire espère que le cours des actions va filer au zénith, de sorte qu'une conversion lui rapportera un gros profit. Mais si le cours file au nadir, il n'est pas obligé de convertir : il restera détenteur d'une obligation.

Par ailleurs, certaines obligations sont émises en même temps qu'un autre titre, le plus souvent un bon de souscription d'action (BSA ou *warrant*). Un BSA n'est rien d'autre qu'une option qui permet à son détenteur d'acheter un certain nombre d'actions à un prix et une date déterminés.

3.2 La variété chasse l'ennui

Nous avons mentionné plusieurs critères permettant de classer les dettes des entreprises. Cela permet aux directeurs financiers de varier leurs montages financiers. Tant que vous pourrez convaincre les investisseurs de leur attrait, vous pourrez émettre des obligations convertibles subordonnées, à taux variables et libellées en couronnes suédoises. Plutôt que de combiner les caractéristiques de différents titres existants, vous pouvez en créer un entièrement nouveau. Imaginons une mine de charbon émettant des obligations convertibles dont les coupons fluctueraient avec les prix du charbon. Un tel titre n'existe pas, mais il serait parfaitement légal et – qui sait ? – pourrait avoir un certain succès auprès des investisseurs.

4 Les marchés et les institutions financières

Voilà la dernière étape de notre tour des titres de financement. Vous devez vous sentir comme le touriste américain de base qui a vu douze cathédrales en cinq jours. Mais dans les chapitres suivants, nous prendrons notre temps pour réfléchir et analyser ces concepts. Pour l'instant, nous étudions les marchés financiers sur lesquels ces titres sont échangés et les institutions financières qui les achètent.

Nous avons expliqué que les entreprises se financent en émettant (vendant) des actions et des obligations. Cela permet d'augmenter la trésorerie des sociétés, et le nombre des actions et obligations détenues par le public augmente de même. Ces émissions de titres sont faites sur le **marché primaire**. Mais les marchés financiers, en plus d'aider les entreprises à se financer, permettent aux investisseurs de s'échanger des titres. Par exemple, Dédé-la-Débrouille peut souhaiter vendre ses actions Eurotunnel pour récupérer de l'argent, tandis que Cockney Slim cherche à investir dans cette société. Les deux investisseurs font alors un échange, dont le résultat est un transfert de propriété entre deux individus, ce qui n'aura aucun impact sur la trésorerie, les activités ou les actifs de la société Eurotunnel. Ce type de transaction a lieu sur le **marché secondaire**.

Les marchés secondaires sont moins actifs pour certains types d'actifs financiers. Par exemple, quand une société emprunte à une banque, c'est comme si le banquier achetait un actif financier, qui est la promesse de la société de payer ses intérêts et de rembourser le capital. De temps en temps, les banques revendent des lots d'emprunts à d'autres banques, mais le plus souvent, elles conservent les emprunts jusqu'à leur remboursement par les emprunteurs. Par opposition, certains actifs sont échangés régulièrement et leurs cours sont donnés dans la presse. Les actions, par exemple, sont échangées sur des marchés organisés, comme la Bourse de Londres, de Paris, ou de New York. Dans d'autres cas, il n'existe pas de marché organisé et les actifs circulent grâce à un réseau de courtiers. Ainsi, si Total a besoin d'acheter des devises pour un investissement à l'étranger, cela se fera par l'intermédiaire d'une banque qui échange régulièrement cette devise. Les marchés qui ne sont pas organisés sont appelés *marchés de gré à gré* (ou *OTC*, pour *over-the-counter*).

4.1 Les institutions financières

Nous avons montré que la plupart des actions et obligations sont détenues par des institutions financières. Comme nous retrouverons ces institutions financières dans les prochains chapitres, nous allons vous les présenter, et expliquer leurs fonctions.

Les institutions financières sont des *intermédiaires financiers* qui collectent l'épargne de millions d'individus et la réinvestissent sur les marchés financiers. Par exemple, les banques collectent de l'argent en proposant des comptes de dépôt et en émettant des actions et des obligations ; puis elles prêtent l'argent collecté aux entreprises et aux particuliers. Bien sûr, les banques perçoivent un intérêt suffisant pour couvrir leurs coûts et rémunérer leurs investisseurs et déposants.

Les banques, et leurs proches cousines, les caisses d'épargne, sont les intermédiaires les plus connus. Mais il y a aussi les compagnies d'assurances et les OPCVM (organismes de placement collectif en valeurs mobilières, essentiellement les Sicav et les fonds communs de placement). Prenons l'exemple des compagnies d'assurances. Celles-ci sont des investisseurs importants qui détiennent de très gros portefeuilles de titres. D'où vient leur argent ? Principalement de la vente de polices d'assurance. Mettons que vous souscriviez à

une assurance-incendie pour votre loft. Vous versez de l'argent à votre compagnie d'assurances, et elle l'investit sur les marchés financiers. En contrepartie, vous obtenez un actif financier : la police d'assurance. Vous ne percevez aucun intérêt sur cet actif, mais si le feu prend chez vous, la compagnie d'assurances vous remboursera, dans les limites du contrat. Cela représente la rentabilité de votre investissement. Et comme la compagnie d'assurances ne vend pas une police d'assurance, mais des milliers, elle pourra définir ses remboursements de sinistres comme un pourcentage moyen sur l'ensemble de ses assurés.

En quoi les institutions financières diffèrent-elles des entreprises classiques ? D'abord, elles peuvent obtenir de l'argent par des moyens spécifiques, par exemple des dépôts ou la vente de polices d'assurance. Ensuite, elles investissent dans des *actifs financiers* : des actions, des obligations, des prêts à des particuliers ou des entreprises. Par opposition, les investissements des entreprises traditionnelles consistent essentiellement en des actifs *réels*, comme des usines et des machines. Les intermédiaires financiers contribuent au bon fonctionnement de l'économie. En voici quelques illustrations.

Le système de paiement La vie deviendrait un enfer si nous devions faire tous nos paiements en numéraire. Heureusement, nous avons des chèques, des cartes de crédit et des possibilités de virements, qui permettent de réaliser des paiements rapides et sécurisés, même de pays à pays. Les banques sont évidemment fournisseurs de ce type de services, mais elles ne sont pas les seules. Par exemple, les grands magasins et grandes surfaces, adossés à des sociétés de crédit, permettent de réaliser des paiements par carte de crédit.

Les prêts et les emprunts Presque toutes les institutions financières participent à la transformation de l'épargne en investissements. Si Hécate Kifonssan a un surplus d'argent, et souhaite l'épargner pour les mauvais jours, elle peut le déposer sur un compte d'épargne à la banque. Si Jackie Tmédète souhaite acheter une voiture maintenant et la payer plus tard, il peut emprunter de l'argent à la banque. Les deux sont ainsi plus satisfaits que s'ils étaient obligés de dépenser leur argent quand il arrive. Bien sûr, il n'y a pas que les individus qui ont besoin d'argent : les entreprises qui ont des opportunités d'investissements profitables vont emprunter ou émettre des titres ; les gouvernements sont souvent en déficit, et se financent par l'émission d'emprunts d'État.

Les particuliers ou les entreprises qui ont des excédents de trésorerie pourraient, en principe, faire les petites annonces ou butiner sur Internet, pour chercher ceux qui ont besoin d'argent. Mais il est tout de même plus pratique et moins coûteux d'utiliser la banque comme intermédiaire entre le prêteur et l'emprunteur. Les banques disposent, ainsi, d'outils pour juger de la solvabilité des emprunteurs et pour contrôler la ponctualité des remboursements. Prêteriez-vous à un inconnu « rencontré » sur Internet ? Vous courez moins de risques en prêtant de l'argent à votre banque et en lui laissant gérer le prêt.

Notez que les banques permettent à leurs déposants d'utiliser leurs comptes chèques à tout moment, alors que dans le même temps, elles prêtent à long terme. Étant donné qu'il n'existe pas de marché sur lequel les emprunts bancaires soient échangés régulièrement, la plupart des prêts bancaires sont illiquides. Cette différence de liquidités entre les comptes chèques (qui sont des dettes pour la banque) et les prêts octroyés (qui sont des actifs pour elle) n'est possible que parce qu'il existe un très grand nombre de comptes chèques : les banques sont quasiment assurées que tous les clients ne vont pas vider leurs comptes simultanément.

La mise en commun des risques Les marchés et les institutions financières permettent aux entreprises et aux particuliers de mettre en commun leurs risques. Les compagnies d'assurances, par exemple, permettent de partager le risque d'un accident de voiture ou d'un incendie. Ou supposons que vous n'ayez qu'une petite somme à investir. Vous pourriez acheter une action d'une petite société, mais vous serez ratissé si jamais cette société fait faillite. Il est préférable d'acheter des parts d'une Sicav qui aura investi dans un portefeuille diversifié de titres. Dans ce cas, votre seul risque est que les prix *de tous les titres* baissent.

Les fonctions élémentaires des marchés financiers sont les mêmes partout dans le monde. Il n'est donc pas étonnant que des institutions similaires soient apparues pour gérer ces fonctions. Dans presque tous les pays, vous trouverez des banques qui acceptent des dépôts, prêtent de l'argent et s'occupent du système de paiement, des compagnies d'assurances qui offrent des polices de protection contre les accidents et, si le pays est suffisamment prospère, des Sicav et des fonds communs de placement auront été mis en place pour gérer l'épargne des particuliers.

Résumé

Les directeurs financiers doivent prendre deux grandes décisions de financement :

1. Quelle est la part des profits que la société doit réinvestir dans son activité plutôt que de la distribuer en dividendes ?
2. Quelle proportion du déficit de financement doit être financée par dette plutôt que par capitaux propres ?

La réponse à la première question reflétera la politique de dividendes de la société et la réponse à la seconde dépendra de sa politique d'endettement.

La figure 14.1 montrait comment les entreprises se financent. Regardez-la à nouveau :

1. L'autofinancement est la source d'argent principale. Certains s'en inquiètent : ils pensent que si les dirigeants n'ont pas à se battre pour obtenir de l'argent, ils ne feront pas attention à leur manière de le dépenser.
2. La répartition des financements change selon les années. À certaines périodes, les sociétés préfèrent émettre des actions et rembourser leurs dettes. En d'autres temps, elles souscrivent à plus de dettes que nécessaire et utilisent le solde restant pour racheter leurs actions.

Les actions ordinaires représentent la forme la plus simple de la finance. Les actionnaires sont propriétaires de la société. Ils récupèrent donc tout ce qui reste des résultats, une fois les dettes payées. Ils possèdent un contrôle ultime sur l'utilisation des actifs et votent pour les décisions importantes, comme l'élection du conseil d'administration.

L'autre source de financement est la dette. Les prêteurs ont droit à un flux régulier d'intérêts et au remboursement final du capital prêté. Si une société ne peut assurer le service de sa dette, elle peut être mise en liquidation : les banquiers prennent le contrôle, cèdent les actifs pour se rembourser ou nomment un nouveau dirigeant.

Il faut aussi noter que les intérêts sur dettes sont considérés comme des coûts, déductibles fiscalement, tandis que les dividendes, et les résultats mis en réserves, arrivent après l'impôt et ne sont pas déductibles. Enfin, la variété des types de dettes est presque infinie, en