

Un premier aperçu de la finance



La bande-annonce !

- 1.1 « Le financier d'entreprise est, dans son rôle premier, responsable de l'approvisionnement de l'entreprise en capitaux ! »

Il se situe donc à l'intersection de **l'économique**, l'industrie, les services... (« le monde réel ») et du **financier**, c'est-à-dire des différents marchés de capitaux et institutions financières (« la sphère financière »).

Deux conceptions de son rôle sont alors possibles :

- le financier d'entreprise est un **acheteur de capitaux** dont il doit minimiser le coût ; c'est la conception traditionnelle ;
 - le financier d'entreprise est un **vendeur de titres** dont il doit maximiser la valeur. C'est cette vision que nous avons choisi de développer dans cet ouvrage et qui correspond peu ou prou à l'économie dite « des marchés financiers » par opposition à l'économie d'endettement.
- 1.2 Au risque de paraître relativement manichéens, nous conviendrons d'appeler, dans cet ouvrage :
- **financier d'entreprise**, celui qui est responsable du financement de l'entreprise et qui est donc un intermédiaire entre le système financier (banques et marchés financiers) et l'entreprise ;
 - **industriel**, celui qui investit en termes réels dans des biens, dans des équipements, dans la recherche..., qui contracte des engagements sociaux, commerciaux..., qu'il appartienne aux secteurs de l'industrie, du commerce, des services... ;
 - **investisseur financier**, celui qui, au contraire, investit dans des titres financiers et plus généralement celui qui donne des ressources à l'entreprise, qu'il soit investisseur proprement dit (c'est-à-dire actionnaire le plus souvent) ou prêteur.

Section 1 ■ Si le financier est d'abord commerçant...

1 ■ Le financier d'entreprise est sans doute un acheteur de capitaux...

- 1.3 Traditionnellement, le financier est présenté comme un acheteur de capitaux chargé de négocier avec des investisseurs de toute nature (banquiers, actionnaires, investisseurs obligataires) pour obtenir des fonds à moindre coût.

Le marché sur lequel se déroule la transaction est le **marché des capitaux** caractérisé par :

- une matière première : l'argent ;
- un prix : soit un taux d'intérêt (dettes), soit un rendement et des plus-values (actions).

Le financier est alors le pourvoyeur de fonds de l'entreprise, chargé de réduire le **prix de sa matière première**, c'est-à-dire le **coût des capitaux collectés**.

- 1.4 Nous n'entendons pas contester cette conception. Elle est évidente et se vérifie chaque jour, notamment pour les négociations qui se déroulent :

- entre trésoriers d'entreprise et banquiers sur les taux d'intérêt, les commissions, les dates de valeurs (voir chapitre 52) ;
- entre financiers d'entreprise et intermédiaires sur les marchés de capitaux, la négociation concernant alors les commissions relatives au montage d'opérations financières, etc. (voir chapitre 27).

2 ■ ... mais c'est aussi un vendeur de titres financiers

- 1.5 Nous demandons cependant au lecteur d'adopter une lecture différente de la fonction du financier d'entreprise :

- il n'est pas acheteur mais **vendeur** ;
- il n'a pas pour but de réduire le coût de sa matière première mais de **maximiser un prix de vente** ;
- il ne travaille pas sur les marchés de capitaux mais sur les marchés des titres financiers, que ceux-ci soient des actions, des obligations, ou des emprunts...

Comprenons-nous bien. Il ne s'agit là que d'une lecture inverse d'un même marché :

- **l'offre** de titres financiers correspond à la demande de capitaux ;
- **la demande** de titres financiers correspond à l'offre de capitaux ;
- **le prix**, ajustement de l'offre et de la demande de titres financiers, sera donc égal à la **valeur du titre** ; dans la lecture inverse, ce prix correspond au loyer de l'argent, équilibrant l'offre et la demande de capitaux.

- 1.6 Ces deux manières de décrire un même marché de capitaux trouvent leur expression dans le tableau suivant :

	Vision financière	Vision traditionnelle
Marché	Marché des titres	Marché des capitaux
Offre	L'émetteur	L'investisseur
Demande	L'investisseur	L'émetteur
Prix	La valeur du titre	Le taux de rentabilité

- 1.7 L'offre et la demande jouant en sens inverse, on constate à l'évidence que sur un marché :
- lorsque **le prix de l'argent** (taux d'intérêt par exemple) **s'élève**, cela signifie que la demande de capitaux est supérieure à l'offre de capitaux. En d'autres termes, l'offre de titres est supérieure à la demande de titres : **la valeur des titres baisse** ;
 - inversement, lorsque **le prix de l'argent baisse**, cela signifie que l'offre de capitaux est supérieure à la demande. En d'autres termes, la demande de titres est supérieure à l'offre et **la valeur des titres s'élève**.

Prix de l'argent et valeur des titres varient en sens contraire. Pour celui qui cherche des ressources, le prix de l'argent est bien sûr un coût. On aboutit alors à la proposition suivante, fondement de tout cet ouvrage : minimiser un coût de financement revient à maximiser la valeur du titre correspondant à ce financement.

- 1.8 Deux raisons pratiques, l'une mineure, l'autre majeure, nous font préférer la présentation du financier d'entreprise comme un vendeur de titres.

D'une part, considérer le financier comme un marchand chargé de vendre des titres financiers au prix le plus élevé possible modifie la perception de son rôle. Un marchand n'a pas, en effet, pour but de vendre un mauvais produit ; il doit s'efforcer de vendre des produits qui correspondent aux besoins de sa clientèle. Nous ne saurions trop insister sur l'importance, pour le financier d'entreprise, de comprendre ses pourvoyeurs de fonds et de les satisfaire sans pour cela nuire à l'entreprise et aux autres pourvoyeurs de fonds. **Il doit vendre cher de bons produits**. Mais il peut également « repackager » son produit pour ainsi plaire plus aux investisseurs. Les marchés ne sont pas sans effet de mode et une période pourra être plus propice à la vente d'obligations convertibles (voir chapitre 26), une autre aux crédits syndiqués (voir chapitre 23), etc.

- 1.9 D'autre part, la raison principale de notre choix est qu'à trop vouloir minimiser le coût, l'attitude classique peut conduire, si elle est appliquée étroitement, à des décisions erronées. Le financier peut ainsi être amené à prendre des décisions qui privilégient le court terme au détriment du long terme. Il est alors atteint de « **myopie** ».

Choisir, par exemple, entre une augmentation de capital, un emprunt bancaire et un emprunt obligataire sur la seule base d'un coût minimisé est un raisonnement erroné. Pourquoi ? Parce que les apporteurs de capitaux (acheteurs des titres financiers correspondants) ne courent pas le même risque.

Au coût d'une source de financement doit être associé le risque pris par l'investisseur.

- 1.10 Il n'est ainsi possible de comparer le coût de deux sources de financement que dans le seul cas où ceux qui les accordent courent le même risque.
- 1.11 Nous avons trop souvent vu des dirigeants d'entreprise ou des trésoriers prendre un risque excessif en choisissant les sources de financement sur la seule base d'une comparaison des coûts respectifs de ces capitaux.
- Ainsi :
- s'endetter à court terme, sous prétexte que les taux à court terme sont inférieurs aux taux à long terme peut se révéler être une grave erreur ;
 - négocier une faible diminution de taux en contrepartie d'une garantie hypothécaire peut être très dommageable pour l'avenir ;
 - s'endetter systématiquement au seul prétexte que la dette coûte moins cher que les capitaux propres met gravement en péril la pérennité de l'entreprise.
- 1.12 Nous reprendrons ce thème tout au long de la quatrième partie de cet ouvrage mais précisons d'ores et déjà au lecteur que nous le mettons au défi, sous prétexte de bon sens, de n'avoir jamais commis une erreur dans un raisonnement financier. **La phrase la plus dangereuse est : « Cela ne coûte rien ! » Cette phrase doit être bannie et remplacée par la suivante : « Quelle incidence cela a-t-il sur la valeur ? »**

Section 2 ■ ... de titres financiers...

Il s'agit donc de mettre l'accent sur la conception globale du **titre financier**, produit que crée le financier.

1 ■ L'émission ou sa création

- 1.13 Il existe une grande diversité de titres financiers qui, tous, répondent à la définition suivante :
- un titre financier est un **contrat**...
 - ... qui se déroule dans le **temps**...
 - ... et qui ne se traduit que par des **flux de trésorerie**.

Du point de vue mathématique et plus théorique, un titre financier est défini comme une **chronique de flux futurs**.

Posséder un titre financier revient à posséder le droit de percevoir des flux de trésorerie selon des modalités propres au titre. À l'inverse, créer un titre financier revient, pour l'émetteur, à s'engager au versement de flux de trésorerie. En contrepartie de ce droit à des flux de trésorerie ou de cet engagement, le titre financier sera émis par l'entreprise à un certain prix permettant ainsi de collecter des ressources assurant le financement de l'entreprise.

a) Un titre financier est un contrat...

- 1.14 On a coutume de dire que le métier de financement est un métier de « papier » (contrat), même si l'informatisation des activités financières a dématérialisé les titres pour les réduire à l'information qu'ils contiennent. La finance relèvera toujours du monde de la **négociation** entre un émetteur qui cherche des fonds et des investisseurs qui peuvent souscrire les titres, et donc d'un marché, qu'il s'agisse du marché du crédit, des obligations, des actions...

b) ... qui se déroule dans le temps...

- 1.15 Le temps (la durée) conduit à intégrer les notions de rémunération du temps et de **risque**. Dès lors qu'un titre est porteur de flux financiers étalés dans le temps, un risque existe que les flux réels soient différents des flux attendus, même si la signature de l'entreprise est de première qualité. Ceci peut paraître choquant pour nombre de personnes attachées à la contrainte de l'engagement pris ou de « la parole donnée ». Et pourtant, l'expérience a montré que les risques les plus divers peuvent affecter le versement des flux : risque politique, grèves, catastrophes naturelles...

c) ... et qui ne se traduit que par des flux de trésorerie

- 1.16 On verra que la mécanique financière s'applique à l'analyse et au choix des investissements d'une entreprise, le financier traduisant alors des flux réels, liés à un outil industriel, en flux de trésorerie. Le lecteur doit absolument comprendre que le « monde de la finance » est celui de **la gestion d'engagements et de droits exprimés en termes de flux de trésorerie**.

Sur un marché de titres financiers, il n'y a pas vente d'un flux réel mais cession d'un droit : l'investisseur (souscripteur ou acheteur du titre) acquiert les droits liés au titre acheté. L'entreprise (émettrice du titre) se trouve liée aux engagements contractuels par le titre, quel que soit son possesseur.

- 1.17 Ainsi, sur les marchés à terme de marchandises, il est possible d'intervenir en tant que financier : on achètera du sucre à terme tout en sachant que ce sucre ne sera jamais livré, puisque l'opération sera dénouée avant son terme. Le financier intervient sur un marché de biens réels (sucre) par l'intermédiaire des produits financiers que sont les contrats à terme, qui peuvent être dénoués avant leur terme ou, au plus tard, à l'échéance.

La démarche d'un investisseur immobilier peut être analysée de la même manière : en acquérant un bien réel, un appartement, l'investisseur peut le louer ou le revendre. Dès lors, l'actif immobilier, éminemment fongible, et dont la valeur est fluctuante, sera très proche d'un actif financier.

La distinction entre bien réel et actif financier est donc subtile mais fondamentale. Elle réside soit dans la nature du contrat, soit dans la motivation de l'investisseur (exemple de l'appartement).

De plus, sauf exception, l'acquisition d'un titre financier se distingue de l'acquisition d'un bien durable dans la mesure où elle relève d'une démarche banalisée (un grand nombre d'investisseurs financiers peuvent acheter le même titre), et non pas d'une spécialisation par projet (acquisition d'un immeuble spécifique, projet industriel...).

En conclusion, tout titre financier est une chronique de flux à percevoir selon l'échéancier fixé. Mathématiquement, il se réduit donc à une projection de flux de trésorerie futurs $F_1, F_2, F_3, F_4, \dots, F_n$ sur n périodes.

2 ■ Un aperçu des différents titres financiers

a) Les titres de dette

1.18 Le titre financier le plus simple est sans aucun doute le contrat qui lie le prêteur (l'investisseur) à l'emprunteur (l'entreprise). Il s'agit d'un engagement très fort de rémunérer et de rembourser. Les prêts deviennent des titres financiers s'ils sont cotés, c'est-à-dire négociables sur un marché secondaire (voir paragraphe 1.24). Citons ainsi l'obligation et le billet de trésorerie.

1.19 **Une obligation** est un titre de créance négociable représentatif d'une fraction d'un emprunt émis par une entreprise, un État (et l'on parlera d'obligation assimilable du Trésor en France, OAT, de *Bund* en Allemagne...) ou un établissement financier.

1.20 **Un titre négociable à court terme (Neu CP ou *Negotiable European Commercial paper*)** est un titre de créance négociable, représentatif d'une fraction d'un emprunt à court terme (entre 1 jour et 1 an dans la pratique française) émis par une entreprise ou une banque. Lorsque l'État français est l'émetteur, il s'agit de **bon du Trésor négociable**.

1.21 Si l'on s'en tient à l'essentiel, le risque de l'aventure industrielle n'est donc pas pris par les investisseurs qui achètent ce type de produits : **leur rémunération est fixée contractuellement**. Celle-ci peut être fixe ou variable et, dans cette dernière hypothèse, elle sera indexée sur un taux d'intérêt et non sur le résultat de l'entreprise.

Nous verrons ultérieurement que le prêteur prend cependant certains risques, ne serait-ce que celui du non-respect du contrat.

b) L'action

1.22 On appelle **capitaux propres** d'une entreprise les capitaux apportés par l'investisseur ou laissés par lui dans cette entreprise et qui courent le risque de l'aventure industrielle mais qui, en contrepartie, en reçoivent les profits.

Si cette aventure industrielle est constituée en société anonyme, les capitaux propres sont divisés en actions dont le risque est limité au montant apporté ou laissé dans l'entreprise. Sauf exception dûment précisée, nous ne traiterons dans cet ouvrage que de la finance des sociétés pour lesquelles la responsabilité des actionnaires est limitée, c'est-à-dire principalement la société anonyme (SA), la société à responsabilité limitée (SARL) ou encore la société par actions simplifiée (SAS).

L'action constitue donc une source de financement pour l'entreprise mais ce titre financier ne procure pas de revenu certain à l'investisseur, ni de remboursement (la « sortie » ne peut se faire que par cession du titre). Ce dernier bénéficie en revanche des droits sociaux attachés à l'action : droit au bénéfice et droit à la gestion de l'entreprise (*via* le droit de vote).

L'expression « **capitaux propres** » incite à penser que ces capitaux appartiennent à l'entreprise, faisant ainsi une confusion entre les intérêts de l'entrepreneur et ceux de l'entreprise elle-même.

Cette expression souligne cependant bien que les créanciers n'ont pas accès aux droits sociaux correspondants (droits de vote par exemple).

c) Les autres titres

1.23 Comme nous le verrons, les spécialistes de l'ingénierie financière se sont employés à inventer des titres mixtes entre les deux types précédents : certains ont la saveur des capitaux propres pour

l'entreprise mais les flux qui y sont associés sont fixes, au moins pour une partie ; d'autres sont des prêts dont la rémunération est liée à la performance de l'entreprise alors qu'il ne s'agit pas de capitaux propres. L'imagination financière en la matière n'a pas de limites. Retenons cependant que ces produits sont en quelque sorte « la cerise sur le gâteau ». Nous présenterons les principaux titres « hybrides » au chapitre 26.

Il existe cependant un titre financier spécifique pour lequel le financement importe moins que le droit lui-même. Ce titre confère en effet à son porteur le droit (et non l'obligation) de faire ou de ne pas faire (par exemple d'acheter ou non) pendant une certaine période : c'est **l'option**.

Section 3 ■ ... évalués en permanence sur un marché de capitaux...

La vision de la finance que nous proposons à notre lecteur n'acquiert cependant tout son intérêt que par le développement des marchés. Avant d'adopter une vision technique de ce phénomène (seconde partie de cet ouvrage), attardons-nous encore à quelques définitions.

1 ■ Du marché primaire au marché secondaire

1.24 | Le titre financier, en quelque sorte, va s'émanciper de son émetteur : il sera échangé entre investisseurs et servira de support à d'autres opérations. Le contrat initial évoluera alors que les termes de celui-ci ne seront pas remis en cause.

Les actions émises ou créées à l'origine de la société seront introduites en Bourse, les obligations à long terme serviront à des spéculateurs pour des placements à court terme successifs... La vie d'un titre financier sera donc étroitement liée au fait qu'il puisse être acheté et vendu à tout moment.

Le marché de l'émission (c'est-à-dire la création) est dit « marché primaire », celui des transactions ultérieures est dit « **marché secondaire** ». Tous deux sont caractérisés, bien sûr, comme tout marché, par deux éléments essentiels : la chose (le titre) et son prix (la valeur).

Du point de vue de l'entreprise, la distinction entre marché primaire et marché secondaire est fondamentale. **Le marché primaire est le marché « du neuf » des titres financiers** : une augmentation de capital, le placement d'un emprunt obligataire et, plus généralement, l'émission de tout nouveau titre financier relèvent du marché primaire, marché des créations. L'entreprise ne se finance qu'à travers du marché primaire.

1.25 | **Le marché secondaire est en revanche le marché « de l'occasion » des titres financiers** : on y achète et on y vend des titres déjà créés, qui changent simplement de main (de propriétaires...) sans création de nouveaux titres et donc sans financement additionnel pour l'entreprise.

Le marché primaire permet aux entreprises, aux établissements financiers, à l'État, aux collectivités locales, etc., de se procurer des ressources par l'émission de titres financiers qui sont ensuite cotés et négociés sur le marché secondaire. Le marché secondaire a donc pour fonction de permettre la cotation d'un titre financier et d'assurer la liquidité de celui-ci ; la liquidité résulte alors du fait que ce titre peut être acheté ou vendu.

Cependant, il faut bien comprendre que cette distinction n'est que conceptuelle et que ces deux marchés ne sont pas cloisonnés ni sans relation. En effet, un investisseur financier peut acheter tout aussi bien des actions existantes que de nouvelles actions émises lors d'une augmentation de capital.

Si l'accent est souvent mis sur le marché primaire, c'est parce que la vocation première d'un marché financier est d'assurer l'équilibre entre les besoins et les excédents de financement. Mais l'innovation financière a consisté à créer des marchés secondaires où les titres financiers changent de main.

2 ■ La fonction du marché secondaire

- 1.26 L'investisseur financier qui évalue à chaque moment s'il doit acheter ou vendre tel actif se préoccupe toujours de la **sortie de l'investissement**, car il n'entend pas s'immobiliser sur un placement. En fait, avant même d'« entrer », il a déjà pensé à sa « sortie ».

Le dégageant est relativement aisé lorsque le titre financier est à court terme (brève échéance) : il suffit alors d'en attendre le remboursement¹. Mais le problème de la sortie de l'investissement retrouve toute son acuité lorsqu'il s'agit d'un titre long terme comme une action dont la durée de vie est illimitée. La seule possibilité, pour un actionnaire, de se dégager de son investissement, est alors de vendre ses titres à un autre investisseur.

Ainsi, lors d'une introduction en Bourse, le chef d'entreprise qui a réussi cédera une partie de ses titres à de nouveaux actionnaires, ce qui lui permettra de diversifier son propre portefeuille qui, jusqu'alors, n'était que très peu diversifié.

Le marché secondaire a pour fonction d'assurer la liquidité de l'investisseur.

- 1.27 Par **liquidité**, nous entendons l'aptitude d'un bien quelconque à être transformé en espèces² rapidement et sans perte de valeur, ou, autre définition, la « possibilité » pour un investisseur d'effectuer une transaction au prix « affiché » et pour un volume important sans perturber le marché. C'est donc pouvoir acheter ou vendre une quantité importante de titres sans influencer sur son cours.

Le marché secondaire est donc **un jeu à somme nulle** entre investisseurs (ce qu'achète l'un est vendu par l'autre). Il est *a priori* totalement indépendant de l'émetteur.

Ainsi, une entreprise ayant émis des obligations est certaine de la disponibilité des fonds période par période, en fonction de l'échéancier prévu par le contrat. Pourtant, dans le même temps, différents investisseurs auront pu s'échanger ces titres sur le marché secondaire.

¹ On verra cependant qu'en période de crise, 24 heures peuvent être considérées comme l'éternité.

² En anglais, *cash*.

En termes macroéconomiques, ces échanges n'auront pas contribué au financement de l'investissement productif. De là le mépris de certains pour le marché secondaire qui ne finance pas le développement économique, mais qui permet de relayer les investisseurs initiaux.

Une telle position est erronée et traduit une grande ignorance du rôle économique des marchés secondaires. Il faut bien comprendre que l'investisseur financier met continuellement en concurrence le marché primaire et le marché secondaire : peu lui importe d'acheter un titre « neuf » ou « d'occasion » dans la mesure où ces titres présentent les mêmes caractéristiques.

Le marché secondaire a donc un rôle fondamental : il assure l'évaluation des titres.

1.28 Par ailleurs, la qualité d'un marché primaire dépend beaucoup de celle de son marché secondaire : si l'acheteur d'un titre sait qu'il pourra difficilement le revendre, il l'achètera certainement moins cher.

Le marché secondaire détermine le prix d'émission des titres financiers que l'entreprise émet sur le marché primaire, puisque les investisseurs arbitrent en permanence entre les placements actuels et un nouveau placement proposé.

Il serait donc erroné de croire qu'un financier d'entreprise se désintéresse du marché secondaire des titres émis par son entreprise. Au contraire, c'est là que tous les jours est cotée la matière première dont il doit approvisionner l'entreprise. Enfin, une entreprise ne saurait se désintéresser du marché de ses actions, lieu où s'achètent et se vendent les droits de vote, et donc son contrôle.

3 ■ Les marchés dérivés : les marchés à terme et les marchés optionnels

1.29 Sur les marchés dérivés sont négociés des produits financiers dérivés, c'est-à-dire des produits dont la valeur dépend d'un autre actif : action, obligation, mais aussi matière première agricole, minière ou énergétique, indice, etc. Comme nous le verrons au chapitre 53, il existe deux grandes familles de produits dérivés : les options (dont on fera connaissance au chapitre 25 et qui ont une place importante dans la réflexion et la pratique financières) et les contrats à terme.

Les marchés dérivés sont des marchés sur des marchés, des « contrats » sur des « contrats ». Ils permettent de prendre des positions importantes à l'achat ou à la vente avec une mise de fonds limitée.

Tous les produits négociés sur les marchés dérivés présentent l'avantage commun d'être spécialisés dans la seule gestion d'un risque financier. En outre, la liquidité très importante de ces produits permet de revenir aisément sur ce choix avec une mise de fonds limitée.

Tant les options que les contrats à terme permettent de prendre des risques importants avec une mise de fonds limitée en jouant sur l'effet de levier procuré par ces produits, ou au contraire de transférer le risque à un tiers (couverture).

Section 4 ■ ... il est aussi et surtout un négociateur...

1.30 Revenons à notre financier qui a créé son titre financier. Il ne sait plus à qui il l'a vendu (marché secondaire) et, de toute manière, même celui qui n'en a jamais acheté peut être en position de vente par le biais des marchés dérivés.

Mais que vend notre financier d'entreprise ? Ou, exprimé d'une manière différente, comment est appréciée la valeur du titre financier ?

Sur un plan pratique, pour obtenir des ressources, un financier d'entreprise « vend » la signature de l'entreprise (honnêteté, compétence des dirigeants...), la qualité des actifs de la société (dans la mesure où il peut être amené à monter un crédit sur la nature des actifs à financer, et, souvent, à accorder des sûretés réelles sur ces actifs), la surface globale de l'entreprise (notamment quand le financement n'est pas lié à un actif précis), son aptitude à dégager une certaine rentabilité sur une période donnée, des engagements juridiques plus ou moins contraignants.

Sur le plan théorique, un financier d'entreprise vend des espérances de flux futurs de trésorerie qui ne peuvent provenir que de l'activité de l'entreprise.

Une entreprise ne peut pas donner à ses pourvoyeurs de fonds des flux de trésorerie plus importants que ceux générés par son activité. Une entreprise en perte rémunère ses créanciers au détriment de ses actionnaires ; une entreprise faiblement bénéficiaire ne peut distribuer des dividendes qu'au prix d'un appauvrissement.

Le financier d'entreprise a donc pour rôle de transformer des actifs et des engagements liés à l'activité économique de l'entreprise (industrielle, commerciale...) en actifs et engagements financiers.

1.31 Cette transformation le conduit alors à assurer le financement de l'entreprise en répartissant les espérances de flux entre les différents investisseurs : banquier, investisseur financier, actionnaire familial, investisseur individuel...

Le financier d'entreprise transforme l'activité économique de l'entreprise en flux financiers qu'il propose aux investisseurs financiers. Ceux-ci les apprécieront et les transformeront en valeur sur un marché, compte tenu, bien sûr, des autres opportunités sur ce marché.

Derrière les titres émis par l'entreprise se cache donc l'évaluation de celle-ci par les marchés. Telle entreprise est considérée comme mal gérée ; les investisseurs s'en détournent, les taux montent et deviennent prohibitifs, les difficultés sont proches si elles ne sont pas déjà arrivées et les valeurs baissent. Le financier d'entreprise doit donc convaincre en permanence de la qualité de l'entreprise puisqu'en définitive c'est elle qui se cache derrière les titres émis.

De plus, la valorisation de l'entreprise est partagée entre les différents partenaires financiers. D'où le nouveau rôle du financier d'entreprise : **celui de négociateur habile dans la répartition de la valeur globale de l'entreprise.**

Qui dit négociation, dit sans doute négoce, mais également :

- diagnostic global de la situation ;
- compréhension des intérêts des différentes parties ;
- et, analyse des rapports de force en présence.

Section 5 ■ ... un empêqueur de tourner en rond et un stratège...

1.32 Les investisseurs financiers qui souscrivent les titres émis par l'entreprise ne le font pas par philanthropie, mais parce qu'ils espèrent réaliser sur leur placement un certain taux de rentabilité (intérêt, plus-value, dividende...). Autrement dit, comme nous aurons l'occasion de le voir en détail, la contrepartie des fonds confiés à l'entreprise (via la souscription de ses titres) est l'exigence d'un taux de rentabilité minimum.

Le financier d'entreprise devra donc analyser les projets d'investissement, expliquer à ses collègues que certains ne peuvent probablement pas être réalisés compte tenu de leur trop faible rentabilité espérée par rapport à l'exigence de rentabilité des pourvoyeurs de fonds. Bref, le financier d'entreprise est parfois l'empêqueur de tourner en rond des entrepreneurs parce qu'il est indirectement le porte-parole des investisseurs financiers.

Notre financier d'entreprise devra ainsi s'assurer que, sur moyenne période, l'entreprise réalise globalement des investissements dont la rentabilité est au moins égale au taux de rentabilité espéré par ses pourvoyeurs de fonds. Si tel est le cas, tout va bien ! Si durablement l'entreprise n'y arrive pas, elle détruira de la valeur, transformant 100 en 90, voire moins ; honte à elle ! Si, enfin, elle réussit l'exploit de dégager une rentabilité supérieure à l'attente des investisseurs, elle créera de la valeur, transformant 100 en 120, voire plus ; bravo ! Mais qu'elle reste modeste et sache que son succès attirera la concurrence et que, les progrès technologiques et l'évolution réglementaire aidant, il lui sera toujours plus difficile de renouveler cette performance.

Si la rentabilité dégagée sur moyenne période est insuffisante par rapport à la rentabilité requise par les investisseurs, le financier d'entreprise proposera avec les opérationnels qu'il aura sensibilisés au problème des mesures de redressement. Il pourra aussi être stratège et suggérer de revoir le périmètre des activités de l'entreprise. Elle cédera à des tiers mieux placés des actifs pour lesquels elle n'arrive pas dans la durée à dégager le taux de rentabilité requis compte tenu de leurs risques, pour se concentrer sur les divisions les plus performantes qui pourront être développées par acquisitions.

Section 6 ■ ... sans oublier d'être un *risk manager* !

1.33 Les fluctuations des taux d'intérêt, des devises, du cours des matières premières sont telles que les risques financiers sont devenus aussi grands que les risques économiques. Considérons une entreprise suisse qui achète du cuivre sur le marché mondial, le transforme et le revend en Suisse et à l'étranger.

Sa performance dépend non seulement du cours du cuivre mais aussi du cours du dollar par rapport au franc suisse utilisé pour les règlements internationaux tant pour les ventes de notre entreprise que pour ses achats. Enfin les fluctuations des taux d'intérêt ont un impact sur sa structure financière. Un véritable casse-tête !

L'entreprise doit donc gérer ses risques et en particulier ses risques de taux et de change car ne rien faire peut avoir des conséquences dramatiques.

- 1.34 Ainsi, un trésorier qui anticipe une baisse des taux d'intérêt à long terme alors que son entreprise est endettée à long terme ne peut, sans marchés dérivés, que « s'endetter court et placer long », attendre la baisse des taux, rembourser les crédits en cours puis s'endetter à nouveau. Le lecteur comprendra très vite la limite de l'exercice : bilan alourdi, coûts d'intermédiaires, etc. Les marchés dérivés lui permettent de gérer ce risque dit « de taux » (d'intérêt à long terme) tout en gardant à son bilan les emprunts en cours.

De manière générale, le financier d'entreprise est responsable de l'identification, de la mesure et de la gestion des risques de l'entreprise. Au-delà des risques de taux et change pour lesquels les marchés dérivés existent depuis longtemps, citons également le risque de liquidité et le risque de contrepartie que le financier d'entreprise gèrera en utilisant une batterie de solutions. La période récente nous a démontré que tout son savoir-faire peut alors être indispensable !

• • •

- 1.35 Le financier d'entreprise doit donc avoir un profil complet : à la fois technicien comptable et financier, sans oublier le droit et la fiscalité, homme de marketing et de négociation, tout en restant un manager de femmes et d'hommes. Les meilleurs sont aussi stratèges et leur connaissance intime de l'entreprise et de ses acteurs (actionnaires et dirigeants) en fait des candidats sérieux à la direction générale à l'instar des directeurs généraux actuels de Michelin, RTL, Siemens, Engie, Danone ou PepsiCo, tous anciens directeurs financiers de leur groupe. On est loin des super-comptables des années 1960 !

- 1.36 Arrêtons-nous là dans cette introduction qui, nous l'espérons, fait saliver le lecteur. Las ! Il nous faut le décevoir car il ne peut se contenter de ces notions et aller directement à la quatrième partie de l'ouvrage. À notre lecteur financier en herbe qui aimerait se précipiter sur les montages financiers de tout poil pour faire fortune, nous conseillons de refermer cet ouvrage car nous lui proposons le parcours suivant :

- d'abord de comprendre l'entreprise qui est à l'origine de tous les flux financiers (**première partie : le diagnostic financier**) ;
- ensuite de comprendre les marchés puisque ce sont eux qui évaluent en permanence l'entreprise (**deuxième partie : les investisseurs et la logique des marchés financiers**) ;
- puis de comprendre comment la valeur se crée, se forme, se mesure (**troisième partie : la valeur**) ;
- et enfin, de présenter les principales décisions financières à la lumière de la théorie des marchés mais également des théories relatives aux organisations (**quatrième partie : la politique financière**).

S'il est suffisamment tenace, il pourra alors entrevoir son rôle dans **la cinquième partie** consacrée à quelques thèmes pratiques d'ingénierie et de gestion financières.

RÉSUMÉ

Le résumé de ce chapitre est disponible sur le site www.vernimmen.net.

Le financier d'entreprise a trois rôles principaux :

- assurer l'approvisionnement de l'entreprise en liquidité, lui permettant ainsi de financer son développement et de faire face à ses engagements. Pour ce faire, l'entreprise va émettre des titres (de capitaux propres et de dettes) que le financier d'entreprise va s'efforcer de vendre le plus cher possible aux investisseurs. En effet, dans l'économie de marché de capitaux dans laquelle nous nous trouvons, le rôle du financier d'entreprise est moins d'être un acheteur de capitaux (avec l'objectif d'en minimiser le coût) que d'être un vendeur de titres. Mettre l'accent sur le titre financier revient à se focaliser sur sa valeur, synthèse entre la rentabilité et le risque au détriment d'une trop simple minimisation du coût de la ressource financière qui omet le risque pris. Par ailleurs, cette approche souligne la dimension marketing de la fonction du financier d'entreprise qui, loin d'être dans une tour d'ivoire, a des clients, les investisseurs, qu'il va devoir convaincre de souscrire les titres émis par l'entreprise. Il y réussira d'autant mieux qu'il aura su comprendre leurs besoins du moment ;
- s'assurer qu'à moyen terme l'entreprise dégage, sur les ressources qui lui sont confiées par les investisseurs, un taux de rentabilité au moins égal au taux de rentabilité requis par ces derniers. Si tel est le cas, l'entreprise créera de la valeur. Dans le cas inverse, elle détruira de la valeur, ce qui incitera les investisseurs, si elle continue dans cette voie, à ne plus lui accorder de fonds et à faire baisser la valeur de ses titres, la conduisant au changement d'équipe de direction ou à la faillite ;
- enfin il se doit d'identifier et gérer les risques de l'entreprise.

Dans son premier rôle, le financier d'entreprise transforme les actifs de l'entreprise en actifs financiers dont il doit maximiser la valeur qu'il répartit entre les différents pourvoyeurs de fonds.

Son deuxième rôle est celui d'un empêcheur de tourner en rond, d'un monsieur « Non » qui doit passer au crible les projets d'investissements de l'entreprise pour s'assurer qu'ils dégagent raisonnablement une rentabilité au moins égale au coût des fonds mis à sa disposition. Mais c'est aussi celui d'un stratège qui peut être conduit à questionner le périmètre des activités de l'entreprise.

Enfin, dans son troisième rôle, il s'efforce de garantir que les performances opérationnelles de l'entreprise ne sont pas remises en cause par des aléas... financiers !

QUESTIONS

- 1/ L'annonce d'une hausse des taux non anticipée doit-elle, au moins mécaniquement, conduire à une baisse de l'indice boursier ?
- 2/ Si cette annonce était prévue par le marché, votre réponse serait-elle modifiée ? Quel est, par conséquent, l'élément important dans toute évaluation de titres ?
- 3/ Outre le mot « marché », quel est, selon vous, le maître mot en finance ?
- 4/ Comment peut-on vendre sans avoir acheté ?
- 5/ Vous êtes emprunteur. On vous propose un prêt à 3,5 % sur 10 ans sans garantie et un prêt à 3 % sur 10 ans avec garantie. Comment devez-vous raisonner pour choisir l'un de ces deux prêts ?
- 6/ Un titre financier est-il un actif financier, un passif financier ? Pourquoi ?
- 7/ Pouvez-vous définir un titre financier ?

- 8/ Citez un exemple dans lequel ce qui devrait être un actif financier est devenu, après analyse, un passif financier.
- 9/ Le fait de raisonner à partir d'une offre et d'une demande de titres, et non pas à partir d'une offre et d'une demande de capitaux, est-il plus important pour :
- les actions ?
 - les obligations ?
 - le crédit syndiqué à moyen terme ?
 - le crédit bancaire bilatéral ?
- Pourquoi ?
- 10/ Si l'on vous dit « rentabilité », à quel autre terme de la finance devez-vous immédiatement penser ?
- 11/ À votre avis, les émissions de titres sur le marché primaire sont-elles plus importantes ou moins importantes en volume que les échanges sur le marché secondaire ?
- 12/ Si l'on vous dit « risque », à quel autre terme de la finance devez-vous immédiatement penser ?
- 13/ De l'action ou de l'obligation, quel est le titre le plus risqué ? Pourquoi ?
- 14/ Montrez en quoi la mauvaise tenue du marché secondaire a une influence sur le marché primaire.
- 15/ Quels sont les deux défauts les plus fréquemment observés chez les mauvais financiers d'entreprise ?
- 16/ Quels sont les deux principaux types de titres financiers émis par une entreprise ?
- 17/ Pourquoi croyez-vous que l'équipe dirigeante d'un groupe aille à la rencontre des investisseurs (roadshows) préalablement à une opération de placement de titres ?
- 18/ Quel est l'intérêt de s'endetter à très court terme pour financer des investissements ? Quel est le risque pris alors ? Qu'en pensez-vous ?
- 19/ Si quelqu'un vous propose un investissement rapportant plus que le taux du marché, que devez-vous faire ? Pouvez-vous donner un exemple d'un tel produit ?

D'autres questions vous attendent sur le site www.vernimmen.net.

ÉLÉMENTS DE RÉPONSE

1. Mécaniquement, oui, car les valeurs varient en sens inverse des taux d'intérêt.
2. Oui, la réponse serait alors non. L'élément important dans toute évaluation de titre, ce sont les anticipations.
3. La valeur.
4. En intervenant sur les marchés à terme. Voir chapitre 54.
5. Gagner 0,5 % par an vaut-il la peine d'accorder une garantie qui réduit la marge de manœuvre de l'entreprise ?
6. C'est un actif financier si la valeur actuelle des flux futurs est positive (c'est le cas pour l'investisseur), un passif dans le cas contraire (c'est le cas de l'émetteur).
7. Un titre financier est un contrat qui se déroule dans le temps, se traduisant par une chronique de flux à percevoir selon l'échéancier fixé.
8. Une succession dans laquelle les dettes se révèlent plus importantes que les actifs.

9. L'importance est, dans l'ordre de la question (1 très important, 3 peu important) : 1-2-2-3, du fait de la négociabilité plus ou moins forte de ces titres.
10. Risque, les deux sont indissociablement liés.
11. Elles sont bien inférieures ; ainsi en 2015 sur la Bourse de Paris, les sociétés cotées ont-elles émis pour 5 Md€ d'actions nouvelles alors que le volume d'échange sur les actions a été de 1 246 Md€.
12. Rentabilité, les deux sont indissociablement liés.
13. L'action car l'investisseur n'est assuré d'aucun flux et appréhende les flux après le créancier qui passe le premier.
14. Si la valeur des titres baisse durablement, un climat de pessimisme s'instaurera et les investisseurs auront beaucoup de difficulté à se laisser convaincre de souscrire des titres sur le marché primaire dont ils penseront que la valeur baissera dès leur émission.
15. La myopie et l'incompétence en marketing !
16. Les capitaux propres et les dettes.
17. Pour jouer le rôle de vendeur, de représentant et expliquer l'activité sous-jacente aux titres financiers émis.
18. Bénéficier la plupart du temps d'un taux d'intérêt le plus faible sur le marché (voir chapitre 23). Un risque de liquidité car il faut rembourser très vite l'emprunt, le plus souvent en contractant un nouvel emprunt jusqu'au jour où, crise aidant, les prêteurs ne prêtent plus. Il vaut mieux pour l'entreprise s'endetter à long terme !
19. Vérifier le fondement de cette surentabilité qui est le plus souvent due à une prise de risque supplémentaire. Les crédits *subprimes* !

BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal A., Gibbs E., Monier J.-H., « Building a better partnership between finance and strategy », McKinsey, octobre 2015.
- Badré B., *Money honnie*, Débats publics, 2016.
- Bechet A., Luthi Th., *50 ans d'histoire des directions financières*, DFCG, 2014.
- Bretones S. (dir.), *Finance d'entreprise, l'insoupçonnée richesse de ses métiers*, Option Finance, 2014 (disponible sur le site www.vernimmen.net).
- Centre des professions financières, *L'année des professions financières, École française de la finance : Mythe ou réalité ?*, Association d'économie financière, 2016.
- Chambon J.-L., Pluchart J.-J. (dir.), *Grandeur et misère de la finance moderne. Regards croisés de 45 économistes*, Eyrolles, 2013.
- Giraud P.-N., *Le commerce des promesses, petit traité sur la finance moderne*, éd. du Seuil, 2001.
- Mian S., « On the choice and replacement of chief financial officers », *Journal of Financial Economics* avril 2001, vol. 60, n° 1, pages 143 à 175.
- Michael Page, *Baromètre mondial DAF et leaders financiers*, 2015.
- Le Fur Y., Quiry P., « Portraits de femmes financières », *La Lettre Vernimmen.net*, mars et avril 2017, nos 148 et 149, pages 7 à 12.
- Scott M., *Achieving fair value : how companies can better manage their relationships with investors*, John Wiley, 2005.
- Sion M. (dir.), *Profession Directeur financier*, 2^e édition, Dunod, 2014.