

MEMOIRE

*Master II - Sciences de Gestion
Mention Finance d'Entreprise
Option Stratégie et Expertise Financières*

Promotion 2010-2011

**La mobilisation du Poste Clients :
levier de développement pour les entreprises de croissance ?**



Directeur de mémoire
Monsieur Fabrice PANSARD

Responsable de formation
Professeur Denis DUBOIS

30 septembre 2011

Avis d'expert

Monsieur,

J'ai lu tout le rapport parce qu'il est passionnant.

Oui, c'est le levier d'Archimède appliqué à la finance, oui à votre critique très pertinente du concept de BFR, et grâce à beaucoup de références intéressantes, j'en sais plus sur l'économie numérique. Une suggestion : travailler plus précisément le transfert de risque, abordé sur le plan comptable par le concept de « déconsolidation » : il y a les cessions avec et sans recours. Cela vous amènerait probablement à modifier page 73 l'évaluation de la valeur créée à travers une autre appréhension du ROCE qui n'est pas statique mais obéit à une évolution du WACC qui augmente s'il ne reste plus à financer que des actifs immatériels plus risqués que les créances clients en général. Vous pourriez aussi indiquer que la valeur d'une créance client est inférieure pour le cédant à ce qu'elle vaut pour le professionnel de l'affacturage qui va bénéficier de l'effet masse la diversification de son portefeuille de créances.

Bravo, un excellent travail

Bien amicalement,

Jacques Tierny

Jacques Tierny est Vice Président et Directeur Financier Groupe de Gemalto (leader mondial de la carte à puce et de la sécurité numérique). Il a commencé sa carrière comme courtier en matières premières. Après avoir passé 23 ans chez Michelin, dont il est devenu le Directeur Financier Groupe adjoint, il a rejoint Casino en qualité de directeur financier, puis de Directeur Général Adjoint Exécutif. Il a dirigé le département Evaluation et Stratégie financière du cabinet de conseil KPMG Corporate Finance à Paris. Enseignant par ailleurs à HEC et au Cnam, il a publié, en 2010, un article révolutionnaire "Firm valuation with Cash-Flow at Risk".

SOMMAIRE

AVANT-PROPOS	4
INTRODUCTION	5
I. CONTEXTE ECONOMIQUE ET ENTREPRISES DE CROISSANCE	7
1.1. LA NOUVELLE DONNE DU PAYSAGE ECONOMIQUE	7
1.1.1. ETAT DES LIEUX	7
1.1.2. L'ELAN NUMERIQUE	9
1.1.3. LE CREDIT INTERENTREPRISES	12
1.2. LES ENTREPRISES DE CROISSANCE ET LEURS BESOINS	17
1.2.1. TENTATIVE DE DEFINITION	17
1.2.2. PROBLEMATIQUES ET PARTICULARITES DES ENTREPRISES DE CROISSANCE	18
II. GESTION, GARANTIE ET FINANCEMENT DU POSTE CLIENTS, PARTICULARITES ET DECLINAISONS?	22
2.1. COMPREHENSION, EVALUATION ET FINANCEMENT DU BFE	22
2.1.1. BFR ou BFE ?	22
2.1.2. DETTE D'EXPLOITATION, STOCK ET ENCOURS DE PRODUCTION	24
2.1.3. LE POSTE CLIENTS	24
2.1.4. LE FINANCEMENT DU BFE	27
2.2. LES SOLUTIONS POUR SATISFAIRE LES BESOINS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES DE CROISSANCE	31
2.2.1. LES CAPITAUX PROPRES	31
2.2.2. LA DETTE BANCAIRE	35
2.2.3. L'AUTOFINANCEMENT	37
2.2.4. ZOOM SUR LES FINANCEMENTS COURT TERME	39
2.3. MECANISMES ET SECRETS DE LA MOBILISATION DU POSTE CLIENTS	41
2.3.1. POURQUOI CHOISIR LE FACTORING ?	41
2.3.2. FONCTIONNEMENT	44
2.3.3. LES 3 BRIQUES DU FACTORING	45
2.3.4. LES ACTEURS DU MARCHÉ	47
2.4. PANORAMA DES SOLUTIONS EXISTANTES	49
2.4.1. LES SOLUTIONS NOTIFIEES	49
2.4.2. LES SOLUTIONS NON NOTIFIEES	50
2.4.3. LES SOLUTIONS SPECIFIQUES	51
2.4.4. MODALITES DE MISE EN PLACE	52
2.4.5. LES COUTS	54
III. LEVIERS ET LIMITES DE LA MOBILISATION DE POSTE CLIENTS	57
3.1. LEVIERS OPERATIONNELS	57
3.1.1. LEVIER DE CROISSANCE	57
3.1.2. LEVIER DE LIQUIDITE ET DE FLEXIBILITE FINANCIERE	60
3.1.3. LEVIER D'OPTIMISATION DES RISQUES	63
3.1.4. LEVIER ORGANISATIONNEL	66
3.2. LEVIERS ECONOMIQUES	68
3.2.1. LEVIER FINANCIER ET FISCAL	68
3.2.2. LEVIER DE RENTABILITE ET DE PROFITABILITE	69
3.2.3. LEVIER DE VALORISATION	73
3.3. LIMITE	76
3.3.1. CONTEXTE RENDANT LA SOLUTION INOPERANTE OU DERISOIRE	76
3.3.2. FINANCEMENT NON CONFORME AUX ATTENTES	77
3.3.3. FRAIS NON MAITRISES	78
3.3.4. EFFETS INDESIRABLES	79
CONCLUSION	80

Avant-propos

Savez-vous quel est le point commun entre les sociétés Exalead, Viadeo, Dailymotion, ou encore, Sequans Communication ???...

Il n'y a en a pas un mais plusieurs. Ces sociétés, créées depuis moins d'une décennie, font déjà partie des leaders mondiaux sur leur marché ; ce sont des PME¹ innovantes françaises en très fort développement et elles utilisent toutes une solution de Mobilisation de leur Poste Clients pour accompagner leur croissance.

Les solutions de financements adossées aux créances commerciales connaissent un essor ininterrompu depuis leur introduction en France dans les années 60 : l'activité des Factors² y progresse en moyenne de 15% par an (avec une croissance de 16,9% déjà enregistrée au premier semestre 2011) ! Des chiffres à faire pâlir de jalousie des secteurs pourtant réputés pour leur dynamisme, les logiciels décisionnels³ par exemple (13,4% de croissance en 2010).

En France, le montant des créances prises en charge dans le cadre d'un contrat de gestion et de financement du poste clients s'est élevé à 154 milliards d'€ en 2010 pour un encours financé de près de 40 milliards d'€ (sur un total d'encours de crédit moyen-long terme de 170 milliards d'€). Soit, deux fois plus que l'ensemble des encours de financement structurés (environ 20 milliards d'€ la même année) !

Encore un chiffre ? Grâce à la cession de 25 milliards de nouvelles créances en Factoring, les entreprises françaises ont levé pour 6 milliards d'€ de financements additionnels entre 2009 et 2010... tandis que le Capital Investissement faisait 2,1 milliards de nouveaux investissements en fonds propres.

Malgré l'engouement incontesté de plus de 35 000 entreprises de toutes tailles pour ces solutions et l'ampleur prise par ce marché dans le financement de l'économie française, le monde de la finance semble dénigrer ces techniques de financement, voire les occulte totalement : seul un livre de Finance a été édité sur le sujet depuis 1998 et le Vernimmen, considéré comme l'ouvrage de référence de la Finance en France, ne lui consacre guère plus de 2 pages dans sa dernière édition (sur un total de 1 200 pages) !

Il est grand temps de décortiquer ces techniques pour comprendre les raisons de leur succès..., et, si elles sont avérées, les transmettre.

¹ Petites et moyennes entreprises

² Etablissement financier réalisant des opérations de Factoring.

³ Aussi appelé BI (Business Intelligence).

Introduction

Engendré par les mouvements de globalisation, de libéralisation, de financiarisation et de numérisation des échanges, le XXI^{ème} siècle a vu naître un nouvel ordre économique mondial.

Dans ce contexte de mutations aussi brutales que fréquentes, il devient difficile, tant pour les investisseurs que pour les entrepreneurs, de bien appréhender les risques inhérents à leurs activités. L'extrême nervosité des agents économiques se traduit par une volatilité accrue du marché des capitaux.

Une des raisons de cette volatilité est l'avènement des nouvelles technologies qui ont introduit la notion d'instantanéité dans toutes les opérations courantes et qui ont conduit à l'émergence d'une économie immatérielle de plus en plus prégnante.

Dans le même temps, cette nouvelle donne fait émerger des gisements d'opportunités considérables pour les entreprises qui sauront les exploiter.

Alors que la "tectonique des plaques économiques" a fait bouger une grande partie des activités de l'industrie traditionnelle au profit de nouveaux géants devenus les usines du monde (Chine, Inde, Brésil...), les pays occidentaux s'évertuent à relancer la croissance et l'emploi.

Conscients que les grandes entreprises, aujourd'hui mondialisées, ne sont plus propres à créer cet élan, tous les regards convergent vers les entreprises de croissance : des PME innovantes et autres ETI⁴ en fort développement capables de créer richesse et emplois au niveau local.

Outre un environnement politique, légal et fiscal adapté, les entreprises de croissance ont besoin de capitaux pour bâtir le moteur de leur croissance (innovation, recrutements, production, conquête de nouveaux marchés), ou tout simplement, pour survivre.

Malheureusement, la crise financière actuelle entraîne une frilosité des apporteurs de fonds dont l'aversion au risque, traditionnellement vive en France, s'est fortement accrue au cours des dernières années. D'après les chiffres publiés par l'AFIC⁵ en 2010, le Capital Risque n'y représente que 3,1% des investissements privés, ces derniers étant eux-mêmes en berne depuis 2009. De plus, les contraintes réglementaires liées à l'application des normes Bâles III et Solvency II risquent d'accentuer les difficultés d'accès à la liquidité auprès des investisseurs institutionnels qui voient le coût de leurs fonds propres augmenter. Pour les mêmes raisons, les critères d'octroi des crédits bancaires se sont durcis depuis fin 2010 (enquête Banque de France).

⁴ Entreprises de taille intermédiaire.

⁵ AFIC : Association française des investisseurs en capital.

Les entreprises de croissance, de création récente et aux prévisions d'exploitation aussi ambitieuses qu'incertaines, ne parviennent pas à injecter suffisamment de Cash⁶ dans leur moteur ; afin de renforcer et diversifier leur passif, il leur faut donc trouver une alternative aux sources de financement conventionnelles que sont l'autofinancement, la dette et l'augmentation de capital.

Il existe justement un mode de financement qui pourrait répondre à ce besoin : la mobilisation du poste clients. Son succès est incarné par le développement rapide du Factoring, aussi appelé Affacturage.

Si ces noms sont devenus familiers à l'oreille des acteurs économiques, les concepts qu'ils recouvrent leur apparaissent souvent ésotériques et sont empreints de nombreux préjugés.

Pourtant, cette technique originale est la seule à offrir les caractéristiques suivantes : financement non plafonné, immédiat, évolutif et intimement corrélé au cycle d'exploitation.

Nous vous proposons d'explorer les facettes les plus secrètes du Factoring, déclinaison phare de la mobilisation du poste clients. Nous tenterons ainsi de déterminer dans quelle mesure, et, sous quelles conditions, cette solution peut constituer un véritable levier de croissance et peut contribuer à créer de la valeur en augmentant le rendement de l'actif économique tout en optimisant le coût du capital.

Dans un premier temps, nous évoquerons le contexte économique des entreprises de croissance et les problématiques qu'elles rencontrent ; ensuite, nous aborderons les mécanismes sur lesquels repose le Factoring et les différentes formes qu'il peut revêtir ; enfin, nous étudierons les leviers de performance que peut apporter la Mobilisation du poste clients (nous en avons dénombré 7) ainsi que ses éventuelles limites.

"Donnez-moi un point d'appui, et je soulève le monde" : Archimède

Tout au long de notre étude, nous ne nous départirons pas de 3 règles d'or :

- la prééminence des mouvements de cash sur des flux comptables
- la rentabilité espérée d'un actif est proportionnelle au risque encouru
- la valeur d'un actif est égale à la valeur actualisée de ses revenus futurs

Dans la mesure du possible, nous vous invitons toutefois à aborder cette étude en vous affranchissant quelque peu des fondamentaux de la doctrine financière classique.

⁶ Argent, trésorerie.

I. Contexte économique et entreprises de croissance

1.1. La nouvelle donne du paysage économique

1.1.1. Etat des lieux

Le climat économique ambiant semble osciller entre constat alarmant et lueurs d'espoir. Chaque essayiste y va de son petit couplet pour nous alerter sur les dangers qui nous menacent et les enjeux auxquels la France va devoir faire face dans les décennies à venir : en 2003, Nicolas Baverez (enseignant à l'ENA, économiste) écrit *"La France qui tombe"* ; en 2008, Jacques Attali (ancien président de la BERD) publie avec la Commission pour la libération de la croissance ses *"300 décisions pour changer la France"* ; plus récemment (2011), Jean Peyrelevade (ancien président du Crédit Lyonnais) écrit dans son dernier ouvrage *"France, état critique : La France se berce d'illusions [...] son déclin économique n'est malheureusement pas une vue de l'esprit, c'est la réalité brute, dure, incontestable des chiffres"*. Paraphrasant ce dernier dans un article, Eric Le Boucher (Directeur de la rédaction d'*Enjeux Les Echos*) renchérit *"La France s'est désindustrialisée plus vite que les autres pays européens [...] Le principal motif d'inquiétude est là, que produirons-nous dans 20 ans ? [...] Des secteurs entiers sont morts sous les coups de la concurrence et la France a été incapable d'en reconstruire dans les filières nouvelles, pourquoi ? Parce que la recherche-développement est insuffisante et trop concentrée dans les grands groupes"*.

Quelles que soient les analyses, les avis semblent désormais converger pour affirmer que les champions français, symbolisés par le fameux indice CAC 40, n'incarnent plus la panacée économique de la France. D'ailleurs, les 40 plus grosses capitalisations boursières ne sont qu'à moitié françaises (Selon la Banque de France, les actionnaires non français détiennent 42,3% des entreprises du CAC).

Malgré leurs excellentes performances (résultats nets en hausse de 15% en 2011), les grandes entreprises représentent une part de plus en plus ténue de la création de richesses de la nation (15% environ) et des emplois (sur un total de 4,3 millions de salariés, le CAC 40 n'en emploie que 1,5 millions en France, soit, 5,8% de la population active française).

Yvan Gattaz, président d'Asmep ETI, accuse la France d'avoir toujours porté plus d'attention aux entreprises fragiles ou malades qu'aux entreprises innovantes, génératrices de la richesse et des emplois de demain. Il cite notamment les mesures fiscales et sociales inappropriées pour permettre aux entreprises de croissance d'accéder au statut d'entreprise de taille intermédiaire.

Quelles qu'en soient les raisons, le constat est là : l'Hexagone ne compte que 4 000 entreprises de 500 à 5 000 employés, contre 16 000 Outre-Rhin et même 10 000 au Royaume-Uni (étude du cabinet Xerfi). La proportion de ces ETI dans les entreprises de plus de 10 salariés est de 5% en France, contre 40% au Japon, 34% en Allemagne, ou encore, 30% aux USA.

Il apparaît donc urgent de reconstruire un tissu de PME performantes en France.

Ce diagnostic intervient dans un contexte de crise financière aiguë ayant conduit à la crise économique mondiale que nous traversons. La volatilité des marchés reflète l'augmentation du risque de l'actif économique renchérisant ainsi le coût du capital pour les entreprises. De plus, les PME ont tendance à renforcer leurs fonds propres (près de 40% de leur bilan en moyenne) amplifiant ainsi le phénomène.

L'accroissement de la régulation financière imposée à la fois par les banques centrales, l'AMF⁷ et l'ACP⁸ implique davantage de transparence, d'efforts de communication, mais surtout, de couverture des risques pour les établissements institutionnels. Les accords de Bâle I et II (Bâle III en 2013), la réforme Solvency II, ou encore, les règles Volkers (visant à réduire la spéculation bancaire aux USA) vont contribuer à réduire les activités gourmandes en fonds propres.

Désormais, tout est fait pour évacuer les crédits à fort facteur de pertes (cf. ratio Mc Donough⁹). Les banques vont avoir intérêt à proposer de plus en plus de services pour équilibrer leurs activités ; les prêts sur le court terme devraient également être privilégiés puisqu'ils ne pénalisent pas ses ratios de liquidités (pas besoin de trouver des financements plus longs qu'aujourd'hui).

D'après le baromètre IFOP de mai 2011, 74% des dirigeants de PME déclarent ressentir au moins une mesure de durcissement de la part de leur banque (contre 64% en décembre 2010).

Quant aux investisseurs privés, ils ont été échaudés par les derniers événements : bulle du crédit, participations en difficulté et performances en baisse, incertitudes législatives, ... Selon l'AFIC, près d'un quart des LBO (Leverage Buy Out) rencontrent aujourd'hui des difficultés allant du non respect de covenants¹⁰ à la crise de liquidité.

L'année dernière, la collecte totale des fonds d'investissement de proximité (FIP) et des fonds commun de placement dans l'innovation (FCPI) a reculé de 7%, faisant suite à une chute de 20% l'année précédente (montant total de 894 millions d'€). Sur le terrain fiscal, les projets de raboutage à 22% de la déduction d'impôts et du plafonnement de la réduction ISF, celle-ci passant de 75% à 50% des montants investis (modification de la loi TEPA) contribuent à raréfier la collecte de fonds.

Nous observons que les sources de financement, quelles soient constituées de fonds propres, de dettes, ou même hybrides, vont devenir de plus en plus rares et coûteuses. Les entreprises de croissance, indispensables au développement de notre économie, risquent la pénurie d'essence ; c'est-à-dire, d'argent pour alimenter leur moteur.

⁷ Autorité des Marchés Financiers.

⁸ Autorité de contrôle prudentiel.

⁹ La formule du ratio est : fonds propres de la banque > 8% des (risques de crédits (85%) + de marché (5%) + opérationnels (10%).

¹⁰ Clause d'un contrat de prêt, qui, si elle n'est pas respectée, peut entraîner un remboursement anticipé.

Un certain nombre d'établissements de crédit spécialisés prennent toutefois le contrepied de ce climat délétère en affichant des chiffres encourageants : le Factoring, le Crédit Bail ou encore le Leasing (financement locatif). La Mobilisation de poste clients, notamment, est rendue attractive par l'association de services à taux de marge significatifs.

1.1.2. L'élan numérique

Des chiffres qui font tourner la tête

* Google représente aujourd'hui 170 milliards de \$ de capitalisation boursière, compte 27 000 employés et gère 2,5 milliards de requêtes par jour. Créée en 1998, il ne lui aura fallu que 10 ans pour devenir une multinationale !

* Facebook, fondée en 2006 par un jeune homme de 22 ans, compte 750 millions d'utilisateurs présents dans plus de 200 pays (sachant que l'ONU en reconnaît moins de 200), 500 000 applications hébergées. Son chiffre d'affaires a doublé cette année et la société est valorisée 80 milliards de \$.

* LinkedIn, réseau social professionnel en ligne créé en 2003. Chaque jour, 560 000 professionnels se connectent à la page d'accueil du site. Les dirigeants des 500 plus grosses sociétés sont sur LinkedIn. Le chiffre d'affaires a doublé en 2010 pour atteindre 243 millions de \$, aucun bénéfice prévu jusqu'ici. A son premier jour de cotation, le 19 mai 2011, l'action s'est envolée de 109%.

* Côté français, nous pouvons citer Leboncoin.fr, véritable vide grenier virtuel lancé en 2006 par Spir Communication. Ayant détrôné le géant e-bay, il est devenu le 12^{ème} site le plus consulté en France. Sa valorisation boursière est de 400 millions d'€. Il a été vendu au norvégien Schibsted.

Génèse

Au milieu des années 90, le concept de Nouvelle Economie apparaît aux Etats-Unis. Ce terme désigne la hausse de la croissance générée par les nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC, aujourd'hui appelé TIC).

Les progrès réalisés dans la mémorisation, le traitement et la transmission des données numérisées ont permis aux secteurs de l'informatique, des télécommunications et de l'audiovisuel de converger. Les fournisseurs d'équipements et de services pour les technologies de l'information et de la communication ont formé un véritable écosystème numérique (au même titre que le secteur de l'automobile par exemple). On se souvient de Yahoo qui s'est développée en moins de cinq ans, passant d'un service créé par deux étudiants à une société plus importante que Boeing en termes de capitaux.

Cette vague a déferlé sur l'ensemble du monde occidental jusqu'à l'éclatement de la "bulle Internet" en 2001, mettant un coup d'arrêt à la spéculation irrationnelle autour de promesses de revenus jusqu'alors peu tangibles.

Au bout de quelques années, le retour en grâce de l'Internet s'est opéré par la concrétisation des promesses de commandes. Les flux hypothétiques sont devenus réels.

De la même manière, l'organisation scientifique du travail présentée par Taylor en 1911, aura attendu une bonne dizaine d'années pour donner lieu à des chaînes de montage sous l'impulsion de Ford.

Aujourd'hui, ce système mondial de communication est partout dans nos vies : pour travailler, se distraire, s'informer, produire, distribuer, acheter et même rencontrer l'âme sœur ! La circulation de l'information n'est pas la seule impactée (Twitter), la circulation des biens, des personnes, des capitaux s'en trouve accélérée. Le temps et l'espace sont littéralement comprimés.

Tous les compartiments de l'économie sont touchés par ces mutations (parmi les 10 premiers sites français, on trouve d'ailleurs La Redoute, Fnac ou encore Voyage-sncf.com) : de nombreux supports sont dématérialisés, les entreprises peuvent s'adresser au monde entier tout en s'adaptant localement à chaque marché, on passe d'un marketing de masse à un marketing personnalisé, le savoir peut être partagé de façon immédiate avec toute la planète, les accords, partenariats et autres contrats peuvent se nouer dans la journée, ... Il s'agit bien d'une nouvelle révolution industrielle.

Négliger la réalité de la nouvelle économie peut la transformer en menace, se l'approprier et accompagner ses changements, peut ouvrir des opportunités quasi illimitées.

D'après le cabinet Mc Kinsey, l'Internet pèse désormais en France davantage que le secteur de l'énergie, de l'agriculture ou des transports ; soit, déjà 4% du PIB¹¹ pour 1,2 millions d'emplois, dont 700 000 créés entre 1995 et 2010.

Toujours d'après la même étude, un quart de la croissance de la dernière décennie serait issue de l'économie numérique.

Pour autant, la France semble ne pas profiter pleinement de cette manne. Les Etats-Unis tirent par exemple la moitié de leur croissance de l'économie numérique qui pèse 7,3% de leur PIB (6,7% pour le Royaume-Uni).

Les conséquences sont lourdes : parmi les 100 premières sociétés françaises, seules 8 ont moins de 25 ans (alors qu'elles sont 83 dans ce cas aux Etats-Unis). Autre chiffre : le CA cumulé des 100 premiers éditeurs français de logiciels ne représente que 10% du CA de Microsoft.

¹¹ Produit Intérieur Brut.

Même si nous n'en sommes qu'aux balbutiements de ce mouvement, le vase communicant entre l'industrie traditionnelle (fabrication de produits physiques) est en train de s'opérer avec l'industrie immatérielle (fabrication de produits digitalisés). Il en va du salut de l'économie française, puisque selon l'INSEE, la part de l'industrie est tombée à 17,2% de la valeur ajoutée dans le PIB pour 13,6% de la population active.

A la différence des biens physiques, les produits digitalisés peuvent, à priori, être produits dans des quantités illimitées. Qu'est-ce qui empêche la copie d'une application à l'infini (fichier audio au format MP3 par exemple) ? Les corrélations qui sous-tendent les lois de l'offre et de la demande se voient remises en question. Les économistes classiques, tout comme les Keynésiens, n'ont pu tenir compte de ces évolutions dans l'élaboration de leurs théories.

Sans oublier la dimension interactive des réseaux qui ont fait émerger de nouveaux modèles économiques permettant d'offrir des produits gratuits et partagés tels que l'encyclopédie universelle Wikipédia.

Les règles de gestion de ces entreprises s'en trouvent également modifiées. D'une part, les nouvelles technologies y ont apporté le temps réel télécopies, e-mails, téléphone mobile, outils de Workflow¹², de Groupware¹³ ... ; d'autre part, les actifs qui les composent sont essentiellement incorporels ou immatériels. Les problématiques de stockage physique y sont négligeables et sont remplacées par des encours de production de prestations intellectuelles. En effet, la dimension humaine, et plus particulièrement, sa matière grise, devient le premier facteur de production de l'entreprise.

L'intensité capitalistique ne se mesure plus à l'aune du volume et du coût des investissements en immobilisations corporelles (murs, usines, machines...). Sinon, qu'est-ce qui expliquerait que les éditeurs SAP ou SAGE ne soient pas rejoints par une kyrielle de concurrents sur le marché des logiciels de gestion ?

D'autres actifs sont désormais valorisés au bilan des entreprises : outre le Capital Humain, nous retrouvons le Capital de Savoir, de Marques, le Capital Clients, Partenaire, Organisationnel et Systèmes d'Information (cf. Observatoire de l'Immatériel).

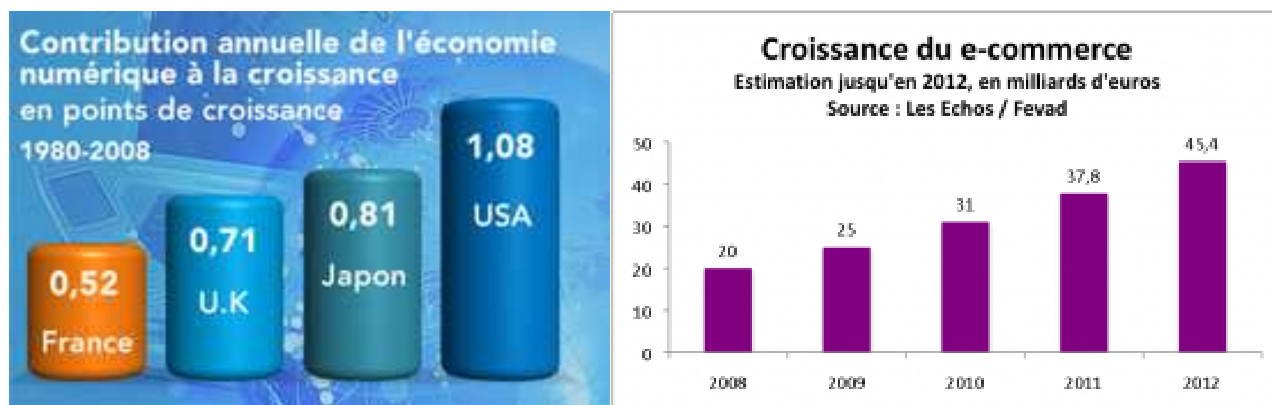
D'après le rapport de la *Commission sur l'économie de l'immatériel*, le développement de l'économie de l'immatériel se traduit par une plus grande diversité des modalités de création de valeur et de richesses par les entreprises. Dans leur rapport, Maurice Lévy et Jean-Pierre Jouyet affirment "*Accroître le volume des actifs immatériels privés et publics est un impératif de politique économique. Pour y parvenir, nous devons abandonner certains de nos réflexes qui, au lieu de favoriser ces actifs, freinent leur développement*".

¹² Gestion informatisée du processus d'automatisation des tâches.

¹³ Système logiciel permettant à un groupe de personnes de partager des documents à distance.

La nouvelle économie ne représente pas uniquement les secteurs de pointe, ce sont aussi toutes les entreprises traditionnelles qui vont désormais pouvoir croître plus vite grâce à de nouveaux modèles de développement basés sur la création de valeur aux clients, au personnel, aux actionnaires et à tous les partenaires du réseau.

Malgré tous les efforts déployés par les autorités (le crédit impôt recherche, le statut de JEI¹⁴, les aides financières du FSI¹⁵ et d'Oséo), nos PME ne parviennent toujours pas à atteindre des niveaux de compétitivité et de croissance propres à amorcer un processus de réindustrialisation de la France.



Source : Coe-Rexecode.

1.1.3. Le crédit interentreprises

Définition

C'est le crédit que les entreprises s'accordent entre elles. Dès lors qu'un fournisseur fait bénéficier à son client d'un délai de règlement pour des produits ou services qu'il lui a délivrés, il s'agit d'un crédit interentreprises.

Le paiement comptant, le plus usité dans les transactions de particuliers à entreprises ou entre particuliers, s'efface au profit d'un paiement différé dans le temps.

Ce concept relève à la fois d'un geste commercial pour l'un (fournisseur) et d'un technique de financement pour l'autre (client).

Dans le bilan des entreprises, ces opérations se retrouvent à l'actif pour les postes "crédit clients" et "avances et acomptes fournisseurs" et au passif pour les postes "crédit fournisseurs" et "avances et acomptes clients". La différence entre ces postes constitue tout ou partie de ce que l'on appelle communément le BFR¹⁶ (également composé du stock et/ou de l'encours de production).

¹⁴ Jeune Entreprise Innovante.

¹⁵ Fond Stratégique d'Investissement.

¹⁶ Besoin en Fonds de Roulement.

Le crédit interentreprises en France

Le montant global du crédit interentreprises s'élève à 650 milliards d'€ en 2010 (donnée DGTPÉ¹⁷). C'est la plus importante source de financement des entreprises, soit 4,5 fois les crédits bancaires (source Coface @rating).

Le crédit interentreprises comme source de financement / impact sur le coût du capital

Pour une société "prêteuse", l'octroi d'un délai de règlement revient à jouer le rôle de banquier pour son client. C'est donc une activité à part entière bien souvent éloignée de son cœur de métier. Le coût de cette activité n'est pas neutre dans la mesure où elle nécessite des moyens et des compétences spécifiques.

Les entreprises étant généralement moins bien armées pour mesurer la solvabilité et la liquidité de leurs clients, cet actif implique également un risque qui n'est pas toujours maîtrisé.

La société "emprunteuse", elle, voit son fournisseur comme un créancier. Cette dette est à prendre en compte dans l'étude de sa structure financière. Comme facialement, il n'existe aucun frais d'intermédiation, ce mode de financement peut sembler moins coûteux que les crédits ou les prêts bancaires classiques. C'est toutefois une source de financement qui n'est pas sans risque et qui peut influencer de façon significative sur le coût du capital.

Rapports de force dans le crédit interentreprises

Le crédit interentreprises est une des manifestations les plus visibles des rapports de force entre clients et fournisseurs et son niveau plus ou moins élevé atteste de la position stratégique de l'entreprise vis-à-vis des uns et des autres.

Cela explique vraisemblablement qu'en 2009 et 2010, la moitié des grands groupes non financiers cotés au compartiment A d'Euronext aient un BFR négatif (dont Renault, France Telecom, EADS, Vinci...). Le BFR global des entreprises du CAC 40 correspond à 3,7 milliards d'€ sur 1 067 milliards de chiffre d'affaires, soit l'équivalent d'un jour de CA¹⁸ seulement ! (source Exane BNP Paribas).

Les PME sont donc particulièrement pénalisées par les délais de paiement qu'elles sont contraintes d'accorder à leurs clients. Les statistiques 2010 de la Banque de France font ressortir des délais moyens de paiement de 61,3 jours pour les ETI alors qu'ils sont de 51,8 jours pour l'ensemble de l'économie, et, d'après une enquête menée en 2010 par CGPME, 93% des PME indiquent supporter des retards de paiement (soit une hausse de presque 9% par rapport à 2010).

Crédit interentreprises et commerce international

Les entreprises exportatrices sont touchées différemment par le crédit interentreprises suivant les marchés qu'elles adressent. L'Allemagne, plus vertueuse que la moyenne européenne, engendre un encours clients plus faible (délais de paiement de 51 jours) alors que les pays de la péninsule

¹⁷ Direction Générale du Trésor et de la Politique Economique.

¹⁸ Chiffre d'affaires.

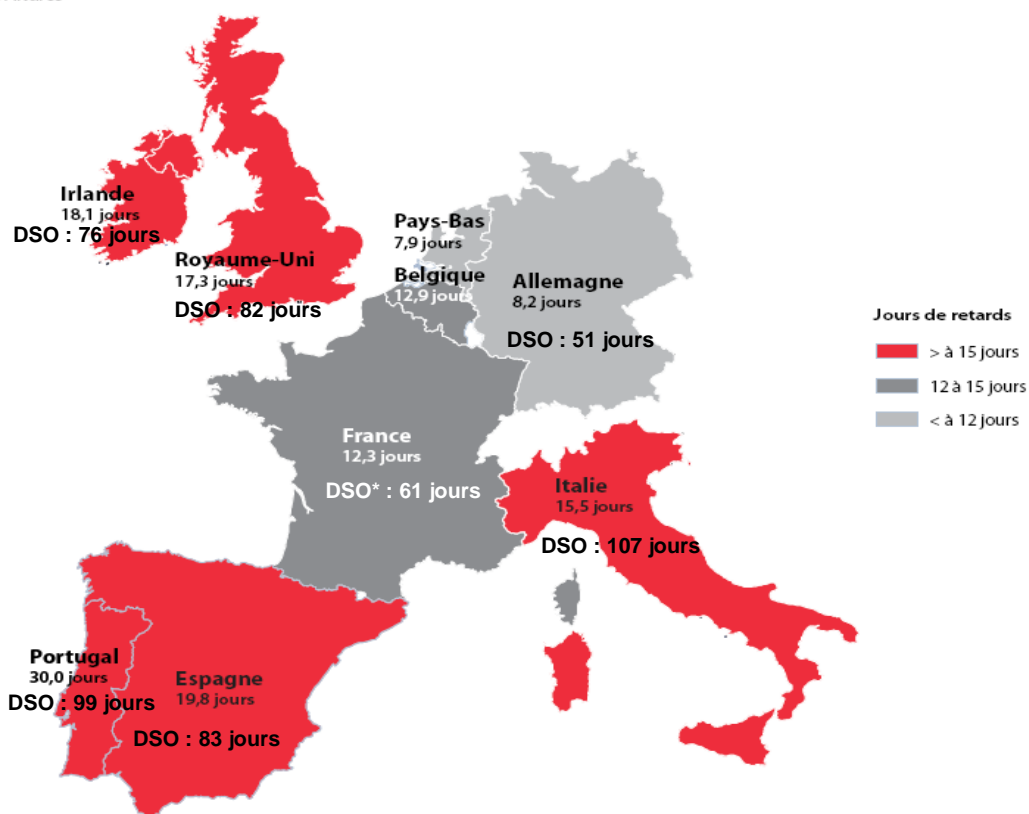
ibérique, par exemple, vont grever l'encours client (délais de paiement de 83 jours pour l'Espagne et 99 pour le Portugal).

En dehors de la zone euro, plus les délais seront élevés, et plus l'entreprise sera exposée aux risques de change qu'il lui faudra donc couvrir.

N.B. : on note des divergences suivant les secteurs d'activité.

LES RETARDS DE PAIEMENT EN EUROPE AU 1^{ER} TRIMESTRE 2011

Source Altarea



- DSO : Day Sales Outstanding : délai de règlement exprimé en jours de chiffre d'affaires.
- Les retards de paiement correspondent au nombre de jours après échéance stipulés sur la facture.

Les mesures mises en œuvre pour lutter contre les dommages causés par le crédit interentreprises

Persuadé qu'il est une des causes des difficultés de financement et des défaillances d'entreprises en France, le législateur a pris plusieurs décisions pour réduire les délais de règlement. Un rapport établi par la commission Prada¹⁹ y voyait même une des causes du manque de compétitivité des entreprises françaises...

Par la loi du 31 décembre 1992, une plus grande clarté a été imposée sur les conditions de paiement mais n'imposait pas de date limite de paiement sauf pour quelques produits spécifiques

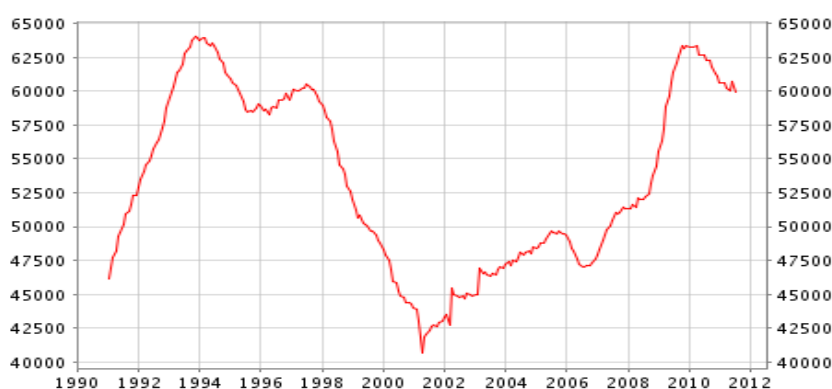
¹⁹ Autorité administrative indépendante chargée de faire des recommandations : ministère de l'économie et de l'énergie.

périssables. Les conditions de règlement doivent obligatoirement préciser les conditions d'application et le taux d'intérêt des pénalités de retard exigibles²⁰.

En 2008, la LME (loi de modernisation de l'économie) impose aux entreprises des délais de règlement à 60 jours net ou 45 jours fin de mois (avec quelques dérogations en fonction des secteurs). L'impact de cette loi a été sensible les deux années qui ont suivi.

La dernière enquête Altarea fait toutefois état de la position peu enviable de la France : seules 34% des entreprises françaises paient sans retard (contre 40% en moyenne en Europe). Courant 2010, les retards de paiement ont par ailleurs franchi la barre des 12 jours (12,2 moyenne). La situation de crise larvée à laquelle nous faisons face semble annihiler progressivement les bénéfices obtenus par la loi.

Nombre de défaillances, cumul 12 derniers mois, juin 2011



(Source Banque de France)

La face cachée du crédit interentreprises

Sauf exception, le délai de règlement débute à la date d'émission de la facture et court jusqu'à la date d'encaissement effective. En réalité, il existe des délais connexes au traitement des ventes (entre la délivrance du produit et la facturation) : ce sont les défaillances liées au processus "Order to cash" mises en exergue dans l'enquête menée par la société Winstone Management (hétérogénéité et manque de rigueur de la contractualisation, erreurs de facturation générées par les systèmes d'information, communication défaillante entre la production et le circuit de facturation, absence de PV de réception, délais de facturation, faible motivation du Credit Management et des équipes de recouvrement...). Cette étude révèle que le retraitement du DSO des entreprises étudiées ressortirait à 110 jours de CA.

Quelques pratiques abusives, qui pourraient expliquer ce résultat, sont pointées du doigt par la CGPME. *Les acheteurs demandent le report du point de départ du délai de règlement [...] d'autres réclament, en contrepartie de la réduction des délais de paiement, l'application d'un escompte [...]. Quant aux intérêts de retard, 99% ne sont pas payés automatiquement [...].* D'autres prétextes sont mis en avant pour retarder le début de la facturation : un problème informatique ou

²⁰ Taux « Refi » de la BCE majoré de 10 points préconisé (ne peut être inférieur à 3 fois le taux d'intérêt légal).

administratif, une comptabilité externalisée, des commandes fractionnées qui étaient auparavant passées par lots...

Il est également important d'apporter un bémol aux statistiques qui sont publiées sur les délais de paiement. En effet, presque aucune n'opère de dichotomie entre les entreprises travaillant en "B to B²¹" et celles travaillant en "B to C²²". Les particuliers payant généralement comptant, ces dernières abaissent de facto la moyenne des délais de règlement observés. Et, dans celles qui travaillent en B to B, les acomptes à la commande ne sont pas retraités alors qu'ils peuvent représenter jusque 50% des montants facturés par certaines entreprises.

Synthèse

Les efforts entrepris jusqu'à présent pour faire refluer les volumes du crédit interentreprises semblent vains. Pour contrecarrer ses effets, les pouvoirs publics pourraient tout simplement décréter l'illégalité du crédit interentreprises à compter du 1^{er} janvier 2012. Tout comme il a été décidé de passer à une nouvelle et unique gamme de moyens de paiement Europe (projet SEPA²³ qui sera effectif à cette même date) ou, comme au 1^{er} janvier 2008, d'interdire la tabagie dans tous les lieux publics.

Qui en souffrirait ? Rares sont les entreprises dont le poste fournisseurs dépasse le poste clients. Pourquoi un travailleur indépendant serait-il payé à 60 jours alors qu'un salarié est payé à l'issue de chaque mois de travail ?

Cependant, une telle loi pourrait être perçue comme une entrave à la liberté d'entreprendre et contraire à l'économie de marché. De plus, les sociétés exportatrices ne bénéficieraient que partiellement de cette mesure (uniquement applicable sur le territoire national). Pis, elles risqueraient de voir leur BFR exploser du fait d'un crédit fournisseur qui ne compenserait plus les créances clients.

A moins d'un tel scénario, le crédit interentreprises est une pratique qui devrait demeurer encore longtemps et que les décideurs doivent prendre en compte dans leurs plans de développement.

C'est plus particulièrement vrai pour les sociétés de la nouvelle économie et du monde des services dont le BFR (tel qu'il apparaît comptablement au bilan) n'est quasi constitué que des dettes et créances vis-à-vis de ses partenaires commerciaux.

Il existe 2 moyens indissociables pour piloter son BFR :

- l'optimiser par des décisions de gestion appropriées
- le financer via un large panel de ressources

²¹ Business to Business / relation commerciale entre entreprises.

²² Business to Consumer / relation commerciale d'entreprises à particuliers.

²³ Single Euro Payment Area.

1.2. Les entreprises de croissance et leurs besoins

1.2.1. Tentative de définition

Les entreprises de croissance, aussi appelées PME innovantes ou Gazelles sont des PME à fort potentiel de développement à la moyenne dont l'objet est d'atteindre une taille critique leur permettant de créer un maximum de richesse et d'asseoir leur pérennité.

Rythme de croissance

Pour les entreprises traditionnelles, on parle généralement de croissance arithmétique (+3% à 6% par an par exemple).

Les Gazelles ont une croissance supérieure à la moyenne, on parle alors de croissance exponentielle (+ 10% à +100% par an) et d'hyper croissance (+100% à + l'infini).

Exemple de croissance exponentielle : Viadeo, 1^{er} réseau social professionnel européen est en concurrence directe avec LinkedIn qui domine le marché américain. Le site Internet compte aujourd'hui 35 millions de membres dont 4,5 millions en France, pour un chiffre d'affaires total de 30 millions d'€ environ. Pour se développer, Viadeo a racheté le réseau chinois Tianji en 2007, puis le réseau indien Apna-Circle, enfin, le site Web de gestion de contact canadien Unyk en 2009. Afin d'assurer cette croissance, la société a réalisé une première levée de fonds de 5 millions d'€ en juin 2006 auprès de Ventech et AGF Private Equity. En août 2007, 5 millions d'€ supplémentaires auprès de ces mêmes partenaires. Outre le renforcement de ses fonds propres, Viadeo s'est dotée en 2009 d'une solution de mobilisation de son poste clients via un financement par Factoring avec la société GE Capital.

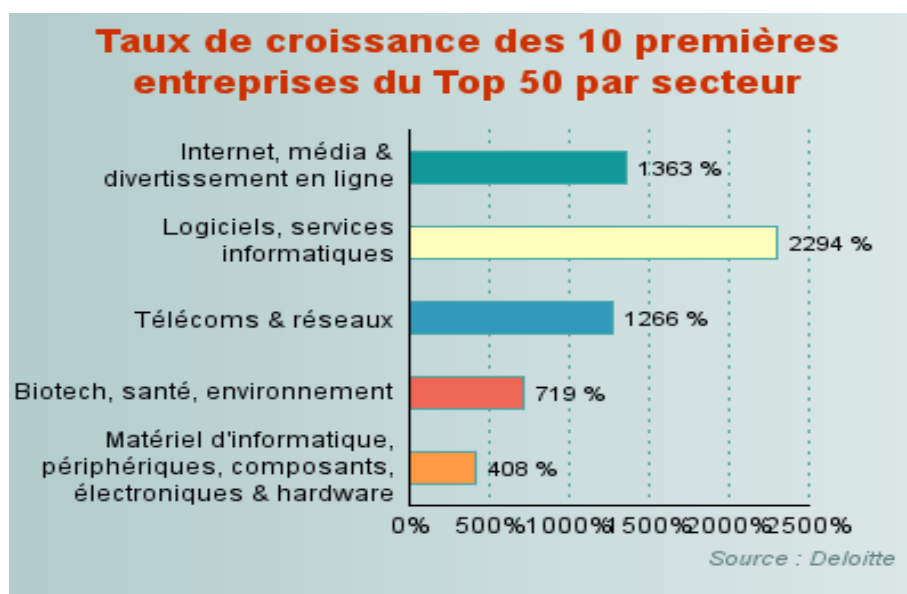
Exemple d'hyper croissance : VirtuOz est le leader des solutions d'Agents virtuels intelligents dédiés à la relation client digitale. Avec plus de 10 millions de dialogues clients traités chaque mois avec succès. La société VirtuOz a remporté le Prix Deloitte Technology Fast 50 avec 4355% de croissance réalisés en 5 ans. Son chiffre d'affaires tutoie aujourd'hui les 10 millions d'€.

Cette croissance née de la capacité novatrice de l'entreprise dans un ou plusieurs des domaines suivants : secteur d'activité, produits et services, méthodes de commercialisation, mode de développement...

Les dirigeants sont souvent jeunes et ont un profil technique marqué. La structure de management est légère. Les prises de décisions d'investissement ne dépassent pas une semaine.

N.B. : le terme startup, apparu dans les années 90 aux Etats-Unis est une entreprise en construction qui ne s'est pas encore lancée sur le marché (ou seulement à titre expérimental). Elle

est en phase plus ou moins longue de développement d'un produit, d'une idée, d'une étude de marché et de recherche de partenaires. Elle peut être considérée comme une des déclinaisons de l'entreprise de croissance.



Typologie de sociétés concernées

Même si, dans le cadre de la nouvelle économie, toute société peut se muer en entreprise de croissance, nous avons retenu les secteurs d'activités les plus représentatifs :

- Biotechnologies
- Edition de logiciels
- Télécommunications & multimédia
- TIC (informatique, SSII²⁴, intégrateurs)
- Environnement et développement durable
- Internet
- Service à la personne
- Monétique
- Energies nouvelles
- Nanotechnologies

1.2.2. Problématiques et particularités des entreprises de croissance

Avant la fin du XXème siècle, rares étaient les exemples de sociétés ayant connu une croissance éclair leur permettant en quelques années de créer une telle quantité de richesses et de peser autant sur l'économie mondiale. Nous pensons aux cas emblématiques de Cisco Systems ou d'Apple aux Etats-Unis ; on peut également citer la réussite de Business Object²⁵ ou de Price Minister²⁶ en France.

²⁴ Société de services et d'ingénierie en informatique.

²⁵ Editeur de logiciels décisionnels racheté en 2008 par SAP pour 4,8 milliards d'€.

²⁶ Premier site de commerce électronique français racheté en 2010 par le japonais Rakuten pour 200 millions d'€.

Naturellement, de tels cycles de développement entraînent des problématiques spécifiques. Afin de les identifier plus aisément, il est possible de se représenter une entreprise de croissance comme une voiture de course.

Nature des actifs (le moteur)

Le plus souvent, les actifs des entreprises de croissance sont caractérisés par leur faible degré de liquidité lié à l'importance des immobilisations incorporelles et des actifs immatériels qui les composent.

Les actifs immatériels ne figurent pas au bilan de l'entreprise, elles peuvent toutefois être valorisées par les flux de trésorerie qu'elles contribuent à générer. Elles expliquent en grande partie le Goodwill²⁷ qui apparaît lors d'une transaction.

Les immobilisations corporelles peuvent être infimes : pas de terrain, locaux en location, peu de machines hormis l'équipement informatique et bureautique (qui peut être acquis en Leasing).

Les actifs incorporels peuvent être significatifs si des développements ont donné lieu à de la production immobilisée (application à usage interne par exemple). On y trouve également les brevets déposés par l'entreprise, et éventuellement, le fonds de commerce des sociétés achetées.

Le Capital Humain est l'actif immatériel le plus stratégique puisque l'offre produits de l'entreprise repose sur ce dernier. C'est aussi celui qui génère le plus de charges et absorbe la plus grande partie de la valeur ajoutée. Les sociétés délivrant des prestations à dominante intellectuelle sont les plus concernées (SSII, édition de logiciels, création de site Internet / Intranet / Extranet, Consulting...). Le personnel de ces entreprises est souvent qualifié (ingénieurs informatiques, réseaux, télécom, cadres commerciaux...).

Parmi les actifs immatériels, le Capital Organisationnel et le Capital Savoir tiennent aussi une place très importante. Ces richesses se constituent au fil du temps par l'acquisition d'expérience.

Le trait le plus saillant des entreprises de croissance, et qu'elles partagent avec la plupart des PME françaises, est sans conteste la part que représente le poste clients dans leur bilan. D'après le CIC, il pèse en moyenne 40% de leurs actifs et constitue la première richesse de l'entreprise.

Le poste clients augmente à mesure que le chiffre d'affaires progresse. Il peut connaître des pics de croissance très importants au point de représenter certaines années 70-80% du total du bilan (données Coface).

Enfin, la trésorerie. Son niveau est erratique et s'assèche face aux besoins grandissants.

Le cash (le carburant)

Comme le disent les américains, "cash is king" ! Cet adage lapidaire et cristallin a une résonance plus forte encore dans une entreprise de croissance. A son lancement, ses besoins sont exponentiels et consomment une grande quantité de capitaux qui ne sont pas nécessairement couverts par les fonds initiaux ni par les flux de trésorerie d'exploitation. Les investissements sont

²⁷ Ecart d'acquisition / survalueur.

multiples : veille technologique, R&D²⁸, déploiement commercial, licences, communication, ... C'est la phase dite de "cash burning"²⁹.

Dans un deuxième temps, le développement organique de la structure pourra être accompagné d'une croissance externe : acquisitions de sociétés concurrentes ou complémentaires qui nécessitera aussi de disposer de liquidités.

Modes de commercialisation (la route)

La plupart des entreprises de croissance travaillent en B to B et adressent une clientèle principalement composée de Grands Comptes, d'institutionnels et d'administrations. Du fait de la commercialisation de solutions complexes ou novatrices, les cycles de vente peuvent être longs et les frais d'approche coûteux (communication, marketing, Consulting avant-vente...). La valeur moyenne des factures est élevée.

Les processus de facturation peuvent être très spécifiques. Opérer en "mode projet" implique de faire des phasages tout au long de la réalisation des prestations ou du produit. Chaque lot donnera lieu à une "recette" permettant de déclencher une facture intermédiaire.

Exemple de projet : audit, cahier des charges, développement, test, installation, paramétrages, formation, prise en main des utilisateurs.

Ces deniers peuvent occasionner des situations de litige fréquentes. Ce risque incite l'entreprise à pérenniser les relations commerciales sur le long terme en garantissant un maximum de souplesse à ses clients.

Dans un mode de vente indirect, il peut y avoir une multiplicité d'intervenants : éditeur, constructeur, grossiste, distributeur, intégrateur, client final.

Une étude d'OSEO démontre que les PME innovantes sont particulièrement ouvertes à l'international : "la moitié des entreprises de moins de trois ans exportent plus de 35% de leur chiffre d'affaires" note le rapport.

Evolution de l'activité (la vitesse)

La croissance de l'activité peut non seulement être beaucoup plus forte que celle du PIB français, mais elle peut être aussi sujette à des effets de cyclicité, ponctués par des à-coups et des saisonnalités plus ou moins marqués (mois généralement forts : décembre-janvier, juin-juillet, septembre).

Au-delà des aléas du marché, le démarrage de l'activité ou la conclusion d'un contrat de taille exceptionnel peuvent engendrer des variations de chiffre d'affaires très brutales.

Le développement des Entreprises de Croissance se fait simultanément en France et à l'export. D'après une étude d'OSEO datant de 2009, un quart des PME innovantes de trois ans et plus exportent au moins 25% de leurs ventes. L'effet multiplicateur peut être très important (comme le précise le Comité Richelieu, le marché international est 20 fois plus grand que celui de la France).

²⁸ Recherche et Développement.

²⁹ Consommation intense de capitaux.

Sur certains créneaux très porteurs, la concurrence peut être acharnée. La course aux parts de marché crée une émulation qui décuple la croissance de certains et laisse d'autres sur le bord de la route.

Le cycle d'exploitation (tours par minute)

Les variations du cycle d'exploitation sont amplifiées par les fluctuations de chiffre d'affaires : une croissance du CA de 50% peut provoquer une croissance momentanée de 500% du BFR (source : Ernst & Young – BFR Management).

Chez les entreprises de croissance ce phénomène est amplifié par 5 paramètres :

- Un développement rapide générant des pics de croissance décuplés à un instant « T »
- Une forte valeur ajoutée qui augmente la part des actifs circulants au détriment de la dette fournisseur
- La prépondérance du poste clients (délais de règlement souvent longs)
- La quasi absence de dettes fournisseurs qui pourraient, pour partie, compenser les hausses de BFR (sauf en cas de niveau élevé de sous-traitance)
- Des stocks physiques rares, remplacés par des stocks virtuels (encours de production) constitués de projets menés à bien par les salariés et dont la rémunération ne souffre aucun délai

L'appréciation préalable du niveau de financement suscité par les besoins de l'exploitation est quasi impossible. Outre la capacité interne d'absorption des pics de croissance, de nombreux éléments exogènes rendent l'exercice périlleux (potentiel marché, adéquation de l'offre produits, santé et comportement des clients...).

La notion de BFR « normatif³⁰ » n'a aucune pertinence pour une entreprise de croissance dans la mesure où ses flux sont totalement imprévisibles.

N.B. : l'APCE (agence pour la création d'entreprise) est formelle, 95% des Business Plan³¹ ne sont pas respectés.

Comme toute société à forte valeur ajoutée, le bon sens financier nous suggère de dimensionner le fonds de roulement de sorte de couvrir tout ou partie du BFE... mais l'entreprise de croissance construit son intensité capitalistique dans la durée et ne bénéficie donc pas immédiatement de fonds significatifs à son lancement.

Les risques (la sortie de route)

Le risque majeur auquel doit faire face une entreprise de croissance, c'est celui de ne pas rencontrer son marché, c'est-à-dire, ne pas disposer d'une offre produits adéquate :

- Ne répond pas aux besoins (problématique marketing)
- Ne répond pas aux volumes (problématique de croissance)

³⁰ Moyenne du besoin en fonds de roulement calculé sur les flux réguliers exprimant une nécessité structurelle de la politique de stockage et du délai du crédit.

³¹ Plan d'affaires / prévisionnel d'activité.

N.B. : que sont devenus les sites de recherche Ask et autres Lycos ?... tous distancés par Google. Où sont passés les Baan, People Soft, JD Edwards ?... ils ont presque tous terminé dans le giron du géant Oracle (spécialiste des ERP³² et des bases de données). Le même phénomène de concentration s'observe sur d'autres créneaux : Viadeo et LinkedIn sont les 2 derniers acteurs des réseaux sociaux professionnels ; de même, Youtube et Dailymotion sont presque les seuls à proposer des Vidéos en ligne.

Quelle conclusion en tirer ? Au-delà de leur structure financière, le risque premier sur ces nouveaux marchés est un risque de "non croissance" qui les pénalise dans leur course à la taille critique et les expose à la menace de la concurrence.

Dans les secteurs du high-tech et des services, la croissance et la structure du BFR favorisent « l'effet de ciseaux³³ ». Le groupe Heuler Hermes Sfac, estime qu'en moyenne, 50% des entreprises disparaissent dans les 5 ans qui suivent leur création dont beaucoup d'entreprises à fort potentiel insuffisamment alimentées en cash.

Ces différents risques se traduisent par des attentes élevées de la part des actionnaires. Par conséquent, le coût du capital est à la mesure de la rentabilité attendue. Afin d'adopter un langage commun, les dirigeants comme les apporteurs de fonds doivent s'exprimer en terme d'ETE³⁴, de Flux de "cash Flow" et de variation de trésorerie plutôt qu'en chiffre d'affaires ou de résultat³⁵.

Synthèse

La nature des actifs de ces sociétés, l'environnement immatériel et mondialisé dans lequel elles évoluent et leur mode de développement aussi imprévisible que fulgurant, bouleversent les fondamentaux de la finance traditionnelle.

II. Gestion, garantie et financement du poste clients, particularités et déclinaisons?

2.1. Compréhension, évaluation et financement du BFE³⁶

2.1.1. BFR ou BFE ?

Le BFR est généré par l'activité et la gestion globale de l'entreprise. Il correspond au montant d'argent nécessaire pour couvrir les décalages temporels entre encaissements et décaissements (ce montant peut être positif, auquel cas, on parle alors de BFR négatif).

³² Enterprise Resource Planning (progiciel de Gestion Intégré).

³³ Evolution divergente des produits et des charges ou des encaissements et des décaissements.

³⁴ Excédent de Trésorerie d'Exploitation.

³⁵ Un bilan faisant ressortir un résultat positif peut cacher une variation de trésorerie négative. CA et Résultat sont des indicateurs théoriques qui ne prennent pas en compte la réalité du cash, leur usage peut donc être risqué.

³⁶ Besoin en Financement d'Exploitation.

Calcul simplifié du BFR = créances clients + autres créances + stock de matières premières + stocks de produits finis + encours de production – dette fournisseur – autres dettes

Nous n'emploierons le terme "BFR" qu'avec parcimonie du fait de son manque de précision. En voici les raisons :

- D'une part, il suppose de préciser qu'il s'agit bien de BFRE (Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation) et non de BFRHE (Besoin en Fonds de Roulement Hors Exploitation). Ce dernier concerne les emplois et charges (immobilisations, salaires, ...) et les ressources (tout ou partie des dettes et capitaux propres) non liés à la gestion opérationnelle.
- D'autre part, le terme BFR sous-tend dans son appellation même l'utilisation systématique et exclusive d'un fonds de roulement³⁷ pour financer son exploitation. Il implique également que la non couverture du BFR par ce fonds de roulement signifierait implicitement un déséquilibre financier ; or, nous décrirons plus loin que ce postulat n'est pas obligatoirement applicable à tout type d'entreprise.
- Enfin, la notion de BFR est souvent utilisée dans les analyses financières comme un poste unique à l'actif du bilan alors qu'il est l'agrégat de 3 composantes principales que nous considérons comme distinctes, non compensables et assujetties à des niveaux de risque différents.

Le BFE est le montant d'argent nécessaire à l'accomplissement du cycle d'exploitation et de commercialisation ; il résulte des temps de stockage, des délais du cycle de production et des délais de règlement clients. La plupart du temps, les montants liés aux délais de règlement fournisseur sont retranchés au BFE, on rejoint ainsi la notion de BFRE.

Calcul simplifié du BFE = créances + stock (et/ou encours de production de biens et services) – dette court terme

Nous pensons que cette formule de calcul nécessite de retraiter 3 aspects du poste clients qui, suivant les structures, modifient substantiellement le montant prévisionnel à financer :

- La marge nette qui ne nécessite pas d'avance particulière pour le bon fonctionnement de l'entreprise.
- La TVA collectée sur les ventes domestiques qui n'est pas immédiatement réglée puisque les sociétés de service (80% en France) paient la TVA "à l'encaissement".
- L'encours clients affiché qui ne prend pas en compte le "DSO pré-facturation".
=> Pour évaluer rigoureusement le BFE, il faut retrancher aux sommes facturées la marge nette et la TVA payée à l'encaissement sur les ventes domestiques et ajouter l'encours avant facturation.

³⁷ Fonds de roulement = capitaux permanents – immobilisations.

2.1.2. Dette d'exploitation, stock et encours de production

Appréhender correctement ces 2 composantes contribue à la bonne compréhension du BFE des entreprises de croissance.

Contrairement à une idée reçue, la dette financière occupe une faible place dans le passif des PME (11%). Les autres dettes sont nettement plus importantes : avec 50% du bilan contre 30 à 40% en Europe (source Heller Hermes SFAC). Celles-ci comprennent en grande partie la dette fournisseur et la dette fiscale et sociale (l'Etat joue un rôle majeur en tant que créancier).

Cette situation ne bénéficie pas aux entreprises de croissance qui ont peu de fournisseurs (notamment celles de la nouvelle économie). Dans certaines activités ou sur des projets ponctuels, il leur arrive toutefois de sous-traiter une partie de leurs travaux. Elles bénéficient ainsi d'une nouvelle source de financement. Lorsque ça n'est pas le cas, la matière première virtuelle et les produits semi-finis sont créés en interne. Dans ce cas, il est de coutume de qualifier les salariés de "fournisseurs" à la différence près qu'ils doivent être payés sans délai. Ainsi, ce qui devrait être une ressource, est en fait un emploi à financer.

La question est : doit-on intégrer les charges salariales dans le BFE de l'entreprise ?

Si l'activité consiste à effectuer des prestations de services ou intellectuelles, elle ne nécessite en principe pas de stocks. Dans ce cas, il existe un volant de charges courantes à avancer en permanence avant de pouvoir facturer les produits ou prestations.

Pour évaluer le poids de ces "travaux en cours", il convient de calculer le coût d'une journée de travail, toutes charges comprises (rémunération incluse), et d'estimer, en fonction des types de commande ou de mission, combien de jours de travail sont nécessaires avant de facturer.

L'existence d'un stock suppose la gestion d'un actif risqué. Le degré d'obsolescence rapide des produits finis et semi-finis des secteurs de pointe les conduit à se déprécier rapidement.

2.1.3. Le poste clients

Définition

Comme nous l'avons vu, le poste clients est l'actif circulant qui constitue la première richesse des PME (à plus forte raison des entreprises de croissance). C'est la résultante des revenus de l'entreprise. Tout ce qui est facturé transite par le poste clients. Sa particularité est d'être l'actif le plus liquide avant la trésorerie. C'est un peu le « sas de liquéfaction », ou encore, la « chambre de compensation³⁸ » entre la facturation et les encaissements.

C'est au niveau du poste clients que se situe la nuance entre un raisonnement comptable (EBE³⁹, REX⁴⁰, EBITDA,⁴¹ CA, Résultat) et un raisonnement par le cash (ETE, Free cash Flow, variation de trésorerie).

³⁸ Organisme financier ayant pour fonction d'intervenir comme contrepartie centrale unique en s'interposant entre acheteurs et vendeurs et en leur garantissant la bonne fin des opérations.

³⁹ Excédent brut d'exploitation

⁴⁰ Résultat d'exploitation (EBE – dotations nettes aux amortissements et aux provisions).

Comme le dit l'adage, "Vendre, c'est bien, encaisser, c'est mieux !" Pourtant, les sociétés sont très souvent jugées au regard de leur chiffre d'affaires et de leur résultat net. La valeur du poste clients réside donc dans son potentiel de transformation en cash.... Bien exploiter ce dernier, peut permettre d'en faire un actif qui s'apparente davantage à de la quasi trésorerie qu'à un actif d'exploitation. D'où l'importance de choyer cet actif qui est à la genèse de la transformation du chiffre d'affaires en cash.

L'existence même du poste clients contraint l'entreprise à mener une activité qui fait rarement partie de son cœur de métier : jouer le rôle de banque pour le compte de ses clients, souvent à titre gratuit.

Elle prend donc à sa charge les risques induits par cette activité : risque de liquidité (délais de paiement, retard de paiement, non-valeurs⁴²), les risques de crédit (défaillance des clients), les risques juridiques (litiges, contentieux) ainsi que les coûts : charges salariales et patronales liées à la relance, au recouvrement, frais de fonctionnement et de structure (courrier, téléphone, informatique, locaux, bureau),

La question se pose donc de confier cette charge et ce risque à un organisme financier spécialisé tout comme peut être sous-traitée la gestion d'une flotte de véhicules ou le développement et la maintenance d'infrastructures informatiques, ou encore, la prise en charge des risques d'incendie par une compagnie d'assurance.

Dans une étude, D. Dubois met d'ailleurs en évidence les conditions de la création de valeur par les techniques d'Outsourcing⁴³ en jouant sur les 2 variables qui interviennent dans la création de valeur : l'espérance de revenus et le rendement exigé.

- Il est possible d'abaisser le taux de rendement exigé par les actionnaires si l'on parvient à réduire le risque inhérent à l'entreprise (actif économique) : une société d'assurance crée de la valeur en nivelant un ensemble de risques qu'elle a fédérés.
- Il est possible d'augmenter l'espérance de revenus en diminuant les charges par l'externalisation d'une activité mieux connue et maîtrisée par le sous-traitant (sous réserve que sa marge ne compense pas le gain réalisé).

Le poids du poste clients dans l'activité des entreprises s'évalue le plus souvent par son DSO⁴⁴, c'est-à-dire, délai moyen de paiement des clients, exprimé en jours de CA.

Evaluer son risque et le gérer

Les risques inhérents au poste clients sont essentiellement liés à l'évaporation de valeur, soit par un retard dans le processus de transformation du cash (risque de liquidité) ou dans la disparition pure et simple d'une partie de l'actif (risque de crédit).

⁴¹ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization. EBE anglo-saxon avec quelques différences.

⁴² Avoir, notes de débit, litiges.

⁴³ Externalisation.

⁴⁴ Day Sales Outstanding.

Plusieurs paramètres peuvent atténuer ou renforcer ces risques :

- Nature de la clientèle
- Atomicité de la clientèle (ou des factures)
- Qualité des processus de facturation et de vente (contrat et autres justificatifs)
- Qualité des processus de recouvrement

Comment éliminer, ou à défaut, réduire ce risque :

- Etre plus sélectif ou diversifier sa clientèle
- Réduire l'encours clients par la réduction des délais de règlement
- Réduire l'encours clients par l'amélioration des processus de facturation
- Réduire l'encours par l'amélioration des produits vendus (baisse des litiges)
- Assurer un suivi scrupuleux des échéances et des relances
- Mettre en place une surveillance étroite de la situation financière de ses débiteurs (base de données, Crédit Manager)
- Garantir ses comptes clients auprès d'un assureur crédit
- Demander des acomptes ou se faire payer comptant de façon systématique

Une grande partie du risque sous-jacent des créances qui composent le poste clients peut avoir disparu du fait de l'obtention de pièces justificatives qui s'apparentent quasiment à détenir des effets de commerce (titre négociable signé par le débiteur et contenant le montant et la date du paiement future) :

- Un élément qui déclenche la vente (proposition acceptée ou commande)
- Un élément qui sanctionne sa réalisation (bon de livraison, PV d'activité, recette)
- Une facture

N.B. : il est possible de sécuriser son activité au travers d'engagements contractuels de vente avec sa clientèle. C'est le cas des SSII ou des éditeurs qui ont des contrats de 1 an à parfois 3 ans avec de grands donneurs d'ordres.

Nous en déduisons qu'une société parfaitement gérée avec des processus efficaces, ayant une clientèle composée de grands comptes et d'administration idéalement répartie (évitant la célèbre loi des 80/20 de Pareto) peut avoir un poste clients ne portant presque aucun risque.

Aussi, la règle consistant à désigner le poste clients comme un actif plus risqué que les autres est-elle fautive. Tout dépend évidemment de sa composition et de la façon dont il est géré.

Un certain nombre de points corroborent l'idée que le poste clients peut avoir un risque parfaitement maîtrisable :

- Le poste clients peut être scindé en plusieurs strates plus ou moins risquées (de clients ou de factures), évacuer la ou les plus risquées permet de paramétrer son risque en fonction de ses besoins ;
- Contrairement à d'autres actifs, le délai de liquéfaction d'une créance est généralement très rapide, ce qui le met en partie à l'abri des facteurs de risque liés à l'inflation et au temps ;

- La nature récurrente des éléments qui composent le poste clients permet d'en faire une analyse ex ante, le rendant plus lisible dans son comportement ex post.

Une entreprise de croissance est en soi un actif risqué puisqu'il n'existe pas d'antériorité sur les revenus qu'elle promet, donc, aucune garantie quant à sa réussite et son développement rapide peut entraîner des déséquilibres financiers menaçants pour sa survie. Comme elle ne dispose que d'actifs incorporels et immatériels, il lui est difficile d'offrir des hypothèques ou des gages en contrepartie de financements...

Et pourtant, nous constatons que sa propre exploitation fabrique des actifs parfaitement atomisés, liquides et cessibles ayant une valeur très tangible : son poste clients !

Le garant de cette valeur, c'est la structure même du poste clients et la qualité des justificatifs qui sont rattachés aux créances qui le composent. Le gros avantage de cette approche est de pouvoir négocier la vente de cet actif afin d'obtenir un financement dont le risque repose sur ce dernier et non pas sur le risque global de l'entreprise.

2.1.4. Le financement du BFE

Alors que les théoriciens préconisent le recours aux fonds propres, et que dans la pratique, les entreprises utilisent presque toujours des financements court terme, le financement du cycle opérationnel semble relever d'une subtile alchimie.

De nombreux facteurs entrent effectivement en ligne de compte dans le choix des ressources financières :

- L'étape du cycle de vie de l'entreprise
- La nature et la taille de l'entreprise
- La répartition et le niveau de risque attaché à chaque actif
- Les types de financements auxquels elle peut prétendre

Etudions le cas de la société Exalead en nous replaçant en 2008, année lors de laquelle la société remporte 2 prix récompensant une croissance de 736% sur 5 ans (Prix OSEO Ile-de-France et AFDEL⁴⁵). L'entreprise, fondée en 2000, est spécialisée dans le développement de moteurs de recherche et d'applications fonctionnant sur le concept "interface homme-machine". Durant sa longue période d'amorçage, la société s'est financée en fonds propres auprès de la société de Capital Risque Qualis. Dans l'intervalle, et pour financer sa croissance organique très forte, la société a besoin de capitaux pour honorer sa R&D et ses nouvelles commandes : recrutements, salaires, démarches commerciales, crédit clients. La phase de décollage a débuté 3 ans plus tôt faisant tripler son chiffre d'affaires entre 2006 et 2007. Ses fonds propres sont déjà consommés et un nouveau tour de levée de fonds n'est ni envisageable, ni suffisamment rapide.

⁴⁵ Association Française des Editeurs de Logiciels.

En juin 2008, Exalead se résout à mettre en place avec GE Capital Factobail une solution de MPC⁴⁶, seul mode de financement à même d'accompagner en temps réel sa croissance opérationnelle, et ce, à la fois en France et à l'export. Cette décision contribuera à faire passer l'entreprise de 15 à 36 millions d'€ de CA l'année suivante. Elle sera rachetée par Dassault Systèmes en Juin 2010.

Cet exemple illustre parfaitement la problématique de financement des entreprises de croissance. A mesure que la société a grandi, un de ses actifs est devenu prépondérant : le poste clients. Ce dernier, bien géré et valorisé, a pu être cédé auprès d'une société financière spécialisée qui lui aura servi de levier pour accompagner sa croissance.

Avant de concevoir le financement de son cycle opérationnel, il convient de bien diagnostiquer les risques qui y sont attachés.

Caractère permanent et imprévisible du BFE

L'orthodoxie financière nous dicte d'allouer des ressources financières stables au financement du BFE considéré comme permanent.

Au sens strict du terme, le besoin en financement du cycle opérationnel est-il vraiment un emploi permanent ... nécessitant des capitaux permanents ?

Il l'est sur deux aspects : dans son existence même et dans son instabilité. Mais il ne l'est ni dans son volume, ni dans sa composition (en perpétuel renouvellement).

De même, on sait qu'une société devra renouveler son matériel bureautique tout au long de son existence, parle-t-on de besoin de financement permanent pour autant ?

Pour reprendre l'allégorie de la voiture de course, il est possible de savoir à l'avance quel est le prix de la voiture placée sur la ligne de départ, il est en revanche impossible de savoir quelle quantité d'essence va être consommée : comment prédire, en effet, la vitesse, les accélérations, les arrêts ou, tout simplement, l'abandon ?

Il en va de même des entreprises de croissance : contrairement aux autres investissements tels que les immobilisations, le niveau de ressources nécessaires au BFE ne peut être déterminé avec précision puisqu'il varie en permanence en fonction d'éléments endogènes et exogènes non maîtrisables.

N.B. : est-il nécessaire de rappeler qu'aucun Business Plan, aussi bon soit-il, ne résiste à la réalité des chiffres relevés sur le terrain.

Ce postulat nous fait prendre conscience de l'inadéquation d'une approche essentiellement fondée sur la présence de capitaux permanents⁴⁷ au passif d'une société à fort potentiel de développement. Un montant de capitaux, figé à sa date de délivrance, ne permettra pas de

⁴⁶ Mobilisation du Poste Clients.

⁴⁷ Fonds propres, quasi fonds-propres et dette moyen-long terme.

s'adapter à son cycle d'évolution : il pourra être trop important, donc, trop coûteux au regard des attentes, ou trop faible pour assurer la croissance, donc, inadapté.

N.B. : la stabilisation et la "normalisation du BFE" peut s'envisager lorsque l'entreprise parvient à maturité ; alors, son financement pourra être abordé sous le même angle que celui des autres investissements (non dépendants des fluctuations d'activité : biens d'équipement, brevets, immobilisations financières, locaux).

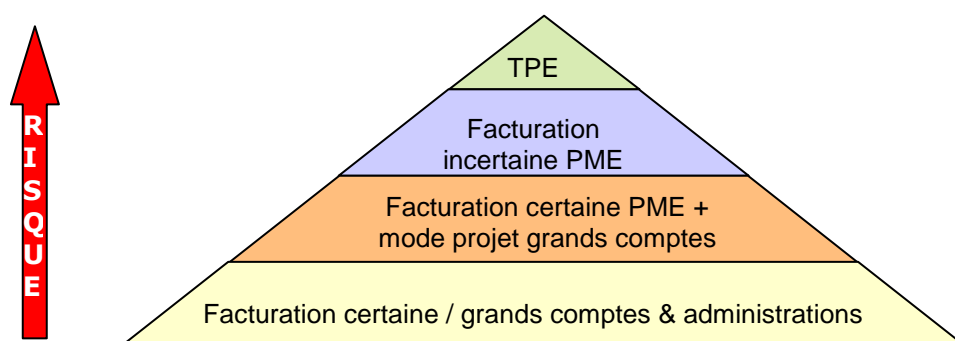
Illustration de la volatilité du besoin en financement d'exploitation (société Belink Interactiv)

	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre	
Cycle 1	233												
Cycle 2		182											
Cycle 3			304										
Cycle 4				230									
Cycle 5					244								
Cycle 6						261							
Cycle 7							120						
Cycle 8								93					
Cycle 9									280				
Cycle 10										295			
Cycle 11											357		
Cycle 12												403	
Encaissement des ventes		-	250	196	329	236	250	266	110	93	298	316	
Frais de personnel		135	138	137	134	137	138	136	139	140	137	136	
Frais de consulting			39	31	51	39	41	44	20	16	47	50	
Frais de locaux	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	
Autres charges fixes	7	4	3	4	5	6	2	1	2	6	9	9	
Variation de Trésorerie	-	15	- 147	62	17	131	47	62	76	- 60	- 77	97	113
Variation cumulée	15	- 162	- 100	- 83	47	94	156	232	172	96	193	306	
BFR	15	162	100	83	47	94	156	232	172	96	193	306	

Dichotomie des risques attachés au BFE

Lorsqu'une entreprise abonde de fonds propres et que ces deniers lui permettent de faire face à sa croissance et à ses variations de BFE (c'est le cas de la société Meilleurmobile.com qui a levé successivement 1 millions d'€ auprès de Galileo Partners en 2006, 4 millions d'€ en 2007 auprès d'Oddo Private Equity, puis, encore 3 millions en 2009), le recours à la dette peut sembler superflu. Pour autant, il n'est pas interdit au dirigeant de tenter d'optimiser la création de valeur par l'économie de fonds propres dans sa structure de financement.

Du BFE de certaines entreprises, peut être extrait une part non risquée pouvant être financée par dettes : un volume de créances récurrentes, sur une clientèle solvable, sécurisées par des processus de commercialisation éprouvés.



Nexeya, société de haute technologie cotée à Alternext., a une clientèle très captive composée essentiellement d'administrations, qui, en théorie, ne présente pas de risque de défaillance. Le taux de non valeur est faible et les processus de vente et de facturation très sécurisés. Admettons que Nexeya ait un WACC⁴⁸ de 12% (avec 70% de fonds propres et 30% de dette nette), qu'elle finance son poste clients exclusivement sur fonds propres et qu'elle ait un DSO de 60 jours de CA, alors le coût du financement de son encours clients serait de 15% / an (pour un actif jugé non risqué) !

Cette situation peut créer une inadéquation entre allocation de fonds propres et risque intrinsèque à chaque poste de l'actif économique. Négliger totalement l'effet de levier de la dette peut conduire à la surestimation du TRI⁴⁹ exigé ou de la VAN⁵⁰ cible.

Admettons désormais que la société connaisse le risque propre à chacun des ses actifs et qu'elle alloue une couverture en fonds propres proportionnelle au risque encouru :

Actif	Coût du risque	Ressources allouées
25% Immo	12%	65% fonds propres / 35% dettes
35% Stock	15%	100% fonds propres
40% Poste clients	7,5%	40% fonds propres / 60% dettes
15% Trésor	2,7%	15% fonds propres / 85% dettes

Une autre approche du risque attaché au BFE consiste à le scinder en 2 couches distinctes : l'une risquée car volatile (formée par les crêtes d'activité), l'autre moins risquée car prévisible (formée par l'activité récurrente). Il est possible de paramétrer son risque en allouant une quantité de fonds propres destinée à niveler les irrégularités du BFE (avance de trésorerie constituant un "coussin de cash").

Cette technique est particulièrement pertinente pour assurer l'équilibre financier des grands groupes et des PME ayant une très faible croissance ou adressant un marché stable.

Cette situation concerne surtout les entreprises sujettes aux pics d'activité (par la commercialisation de projets de grande ampleur) ou à la saisonnalité.

Ces méthodes d'évaluation et de couverture des risques sont inspirées de l'article publiée en 2010 J. Tierny et F. Bancel : *Firm Valuation with Cash-Flow@Risk*.

En conclusion, nous dirons que le BFE est un investissement spécifique, nécessitant un mode de financement tout aussi spécifique.

Le poste clients peut faire figure d'emploi coûteux et pesant pour le développement de l'entreprise de croissance. Bien évalué, géré et maîtrisé, il peut pourtant se transformer en véritable opportunité.

⁴⁸ Weighted Average Cost of Capital (Coût Moyen Pondéré du Capital).

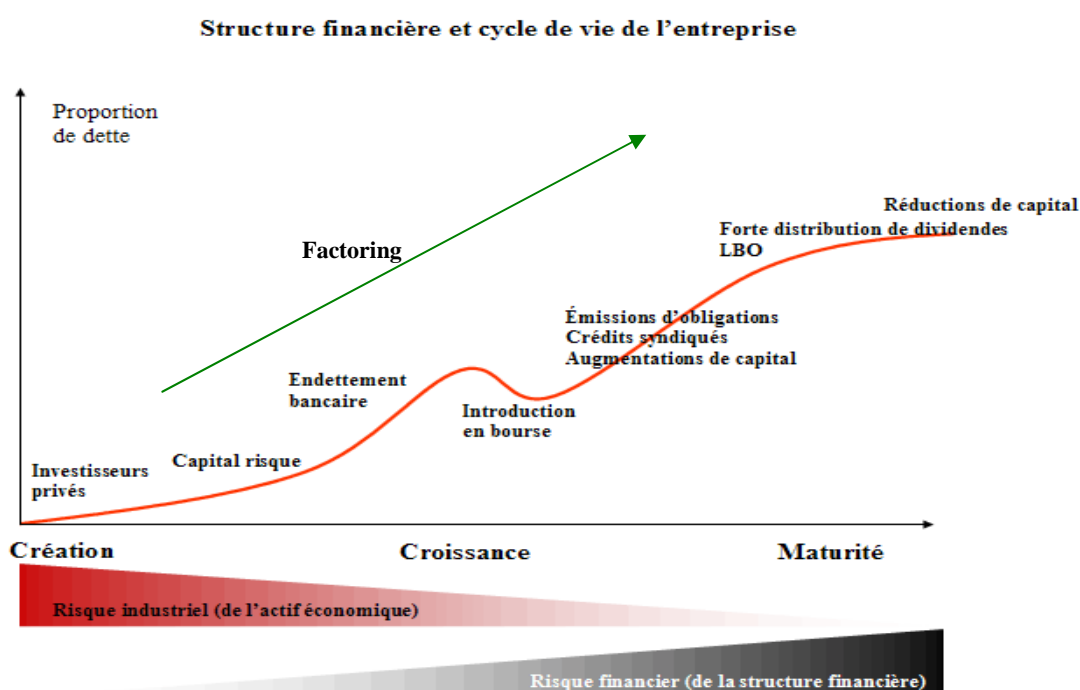
⁴⁹ TRI ou TIR : taux de Rendement Interne.

⁵⁰ Valeur Actuelle Nette.

2.2. Les solutions pour satisfaire les besoins de financement des entreprises de croissance

Aux côtés des 3 grandes catégories de financement généralement évoquées, le Factoring se présente comme un mode de financement alternatif. C'est une solution globale de gestion, de garantie et de mobilisation du poste clients. Cette technique permet de bénéficier de financements venant compléter ou se substituer aux crédits bancaires classiques. Le Factoring est fondé sur la cession des créances clients à un établissement spécialisé, le factor, qui permet à l'entreprise de faire face à ses besoins de trésorerie et d'être accompagnée dans toutes ses phases de développement.

Né à la fin du XVIIIème siècle en Amérique, le Factoring est introduit en France vers 1965 et parvient à maturité dans les années 90. L'académie française propose en 1974 de remplacer son nom par Affacturage. Afin de ne pas utiliser ce terme à l'image vieillissante et inappropriée, nous conserverons le nom d'origine anglo-saxonne : Factoring (au même titre que "marketing" qu'il a été proposé de remplacer par "mercatique", "Internet" par "Interconnexion de réseaux" ou encore "holding" qui se traduit "société faîtière" !).



2.2.1. Les capitaux propres

C'est un mode de financement apportant des capitaux externes à l'entreprise. Ces derniers peuvent provenir des apports initiaux à la formation du capital social, de l'émission de titres ou de l'émission d'actions.

Le financement par capitaux propres est sécurisant pour une entreprise puisque la rémunération de ces derniers peut être reportée dans le temps. C'est aussi le plus risqué pour les investisseurs

qui ne peuvent bénéficier de revenus à un horizon défini et qui seront remboursés en dernier ressort en cas de liquidation (après les salariés, l'état et les créanciers). Les rendements exigés par les actionnaires sont donc très élevés (de 15 à plus de 50%) ce qui en fait la ressource la plus coûteuse.

Les capitaux propres servent à financer une partie de l'investissement mais aussi à garantir les créanciers qui prennent à leur charge l'autre partie du financement et dont les attentes de rémunération sont généralement moins élevées.

Le "Love Money"

Capitaux provenant de la famille et des proches au moment de la création de l'entreprise.

Les "Business Angels"

Capitaux apportés par des investisseurs dits "providentiels". Ce sont généralement des particuliers fortunés qui recherchent des gains importants en plaçant leur argent dans des projets très risqués. Au stade du démarrage de l'entreprise, c'est souvent le seul financement disponible.

Le Capital Investissement

Il existe différentes formes de fonds suivant l'étape du cycle de vie de l'entreprise :

- Capital Création, Essaimage et Amorçage : financement de la R&D jusqu'à la conception du produit
- Capital risque aussi appelé "venture capital" : décollage commercial
- Capital développement : accompagnement et accélération de la croissance
- Capital transmission : cession-acquisition par montage LBO
- Capital retournement : société en difficulté mais avec un fort potentiel de rebond

La levée de fonds auprès d'investisseurs privés constitue la charpente financière de toute société à fort potentiel de développement. Ces fonds lui apportent sécurité, crédibilité et pérennité. Toutefois, ils ne seront généralement pas suffisants pour répondre aux besoins croissants de la partie non prévisible des investissements (BFE). Il arrive fréquemment que des tours de table complémentaires interviennent afin d'augmenter les ressources. Ces deniers vont modifier la géographie du capital de la société et font courir un risque de dilution sur les actionnaires originels, notamment sur les dirigeants. Ils peuvent perdre ainsi leur indépendance et une partie de la richesse créée future.

Un autre élément crucial des opérations de « cash in⁵¹ » émanant des fonds de capital investissement est à prendre en considération, c'est l'effet induit par la Liquidation Préférence (actions de préférence). Ce phénomène, par la priorité qu'il donne à certains actionnaires en cas de menace de liquidation, peut engendrer des effets de bord négatifs tels que la démotivation du management de l'entreprise.

⁵¹ Injection de cash dans la trésorerie de l'entreprise.

En capital risque, le délai d'une levée de fonds peut aller de 6 à 18 mois. Il faut passer par différentes phases plus ou moins chronophages : approche, étude approfondie, Due Diligence⁵², montage de l'opération, libération des fonds. Pour un second tour de levée de fonds, le délai peut aller de 3 à 6 mois en moyenne.

N.B. : pour lever des fonds, les mandataires sociaux doivent par exemple faire une assemblée générale extraordinaire. Pour plus de rapidité, une autorisation spéciale (spécifiant volume et prix) peut être mise en place préalablement.

Une autre difficulté de ce mode de financement est de suivre les évolutions de l'entreprise en temps réel. En capital Développement par exemple, une croissance plus forte que prévue peut compromettre un Business Plan en annihilant les choix d'affectation de la CAF du fait de variations élevées du BFR. Sans "free Cash flow", il n'y a pas de rémunération de l'actionnaire (parfois des dirigeants non plus) même si l'entreprise est rentable. Le recours au Factoring, en sécurisant et en anticipant les paiements, peut apporter une solution de flexibilité et de retour à la liquidité permettant de gommer cet écueil.

Le Marché des capitaux

Capital investissement et cotation en bourse produisent des effets similaires sur la structure financière de l'entreprise puisque ces 2 ressources s'apparentent à des fonds propres. L'introduction d'une valeur sur le marché des capitaux permet de donner une base plus large à son actionnariat et favorise généralement une nouvelle phase de développement ayant pour but d'asseoir la notoriété et la capacité de financement de l'entreprise. La levée de fonds peut être réalisée par 2 biais différents :

- Marché primaire (introduction en bourse)
- Marché secondaire (augmentation de capital)

La Bourse de Paris, rebaptisée Euronext Paris, puis, NYSE Euronext (depuis la fusion avec le New York Stock Exchange en 2006), est le marché officiel des actions en France. La plupart des sociétés cotées le sont sur le marché Eurolist. Eurolist opère une classification en 3 segments, selon le volume de capitalisation boursière des sociétés concernées : Eurolist A ("blue chips") regroupe les sociétés dont la capitalisation boursière est supérieure à 1 milliard d'€, Eurolist B ("mid caps") les sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 150 millions d'€ et 1 milliard d'€, Eurolist C enfin ("small caps") les sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'€. Alternext est un marché non réglementé (créé en 2005). Il est sensé répondre aux besoins de financement des petites et moyennes entreprises de la zone euro. Son accès est à la fois simple et peu coûteux.

⁵² Ensemble des vérifications que l'acquéreur potentiel va réaliser afin de se faire une idée précise.

Une PME ne pourra prétendre à une telle opération que si elle a déjà acquis une certaine taille. L'admission est subordonnée à une diffusion de titres au public pour un montant minimum de 2,5 millions d'€. Il est vrai que la création d'Alternext a rendu plus aisées les conditions d'accès au marché boursier. De mauvaises surprises telles que Proximana ou Loyaltouch⁵³ ont cependant sérieusement écorné la motivation des petits porteurs.

Par ailleurs, les commissions engrangées par les PSI⁵⁴ (des banques pour la plupart), sont particulièrement élevées (2,8% des montants levés en moyenne) ; ajoutons à cela la commission du Listing Sponsor⁵⁵ (2% en moyenne), les frais juridiques et comptables (1 à 1,5% en moyenne) et les frais de communication tels que l'édition du prospectus visé par AMF, les relations avec les journalistes et les investisseurs, le Roadshow⁵⁶ (0,5% environ). Au total, le coût est de 6 à 7% du montant global de l'opération plus des frais récurrents d'animation boursière et de communication financière qui se situent autour de 1% par an !

Autre point fondamental pour les plus petites structures, les titres peu liquides auront des coûts de transaction élevés (coût d'impact de marché élevé, fourchette de prix large) et seront moins attractifs aux yeux des investisseurs ; cette moindre attractivité se traduira par un taux de rendement exigé plus important prenant la forme d'une prime de liquidité.

Il existe aussi des risques tels que celui de devenir facilement opéable et celui de communiquer des informations stratégiques à la concurrence. Sans oublier que les introductions en bourse ne se déroulent pas toujours comme prévu : celles de Canal+ et Partouche se sont par exemple soldées par une annulation pure et simple de l'opération. Il existe donc un risque en termes d'image et de crédibilité pour l'entreprise.

Enfin, les délais de mise en place peuvent être très longs : de 3 à 12 mois sur le marché primaire et d'un mois minimum sur le marché secondaire.

Les quasi-fonds propres

* Comptes courants d'associés : ce sont des avances en compte courant réalisés par les associés. Elles peuvent soit être directement versées par leurs soins, soit provenir du maintien au sein de la société de sommes dues au titre de rémunérations ou de dividendes. Ce financement a les propriétés des fonds propres (les capitaux sont libérés au profit de l'entreprise), ce qui renforce sa structure financière ; mais ils peuvent être rémunérés sous forme d'intérêts même en l'absence de résultat, ce qui induit un risque financier.

* Les provisions règlementées : ce sont des provisions d'origine fiscale prélevées sur l'EBE de l'entreprise. Elles ne correspondent pas réellement à des pertes ou charges et ne donnant pas lieu à des décaissements futurs.

⁵³ Ces 2 entreprises cotées à Alternext se sont vidées de leur substance jusqu'à atteindre une valorisation nulle.

⁵⁴ Prestataires de services financiers.

⁵⁵ Intermédiaire financier chargé d'accompagner l'entreprise avant son entrée sur le marché boursier.

⁵⁶ Tournée promotionnelle.

* Subventions d'investissement : ce sont des aides provenant des pouvoirs publics. Le versement des fonds est conditionné à certaines contraintes de lieu et d'activité. Elles ont généralement pour but de favoriser les investissements en R&D.

2.2.2. La dette bancaire

Il existe 2 grandes catégories de dettes : moyen-long terme et court terme.

Dans la pratique, les dettes moyen-long terme sont utilisées pour financer le cycle d'investissement et les dettes court terme pour financer le cycle opérationnel.

Elles s'obtiennent par l'intermédiaire d'un établissement bancaire ou financier qui apporte de nouveaux fonds dans l'entreprise moyennant le versement d'intérêts et de remboursements à des échéances déterminées contractuellement. Diverses clauses et sûretés plus ou moins contraignantes pour le débiteur peuvent également être prévues. En cas de liquidation, le créancier est privilégié par rapport à l'actionnaire. Il passe cependant après les créanciers privilégiés (Etat, Urssaf) et les créanciers "super privilégiés" (salariés).

Ce mode de financement se révèle plus risqué pour l'emprunteur que les capitaux propres, il permet toutefois de profiter d'une ressource peu coûteuse, d'autant plus que les intérêts d'emprunt sont fiscalement déductibles (lorsque la société est bénéficiaire) ce qui permet d'optimiser la rentabilité de l'entreprise.

Cet avantage s'appelle « l'effet de levier⁵⁷ » : tant que la rentabilité économique est supérieure au coût de la dette, il est intéressant d'y avoir recours pour augmenter la rentabilité financière.

$$R_{cp} = R_e + (R_e - R_d) \times L$$

Avec R_{cp} : rentabilité des capitaux propres, R_e : rentabilité économique

R_d : coût de la dette, L : levier

Selon la première proposition de la théorie de Modigliani & Miller (1958), il n'existe pas de structure de financement (associant dettes et fonds propres) permettant d'augmenter la valeur de l'entreprise dans un marché parfait et sans fiscalité. Le coût moyen pondéré du capital exigé est constant quel que soit le niveau d'endettement de la firme.

Dans leur seconde proposition (1963), Modigliani & Miller introduisent la notion de fiscalité rendant l'usage de la dette plus attrayante que les fonds propres (toujours dans un marché parfait) : à mesure que la part de dettes augmente, le coût du capital diminue.

Ces 2 propositions sont contredites par l'imperfection des marchés qui implique notamment des coûts de transaction, des coûts d'agence et des coûts de faillite.

La prise en compte de l'ensemble des paramètres du marché a fait naître la notion de structure optimale de financement (théorie du Trade-Off). Cette dernière permettrait de trouver une juste

⁵⁷ Recours à l'endettement. Différence entre rentabilité des capitaux propres et rentabilité économique.

proportion entre la dette, moins coûteuse, et les capitaux propres ; sachant que le risque suscité par l'endettement pour les créanciers renchérit le coût desdits fonds propres.

Ces hypothèses ont été complétées par la prise en compte des coûts de faillites et des coûts de détention relatifs à la dette, puis, l'évolution de la part de la dette au cours du temps : Miles & Ezzel (1980).

La position théorique du curseur (entre dettes et fonds propres) évolue au gré des recherches et de l'environnement conjoncturel, néanmoins, nous sommes convaincus que la dette permet d'optimiser sa structure de financement afin de réduire le coût du capital ; donc, de maximiser la valeur de l'entreprise. Tout comme la dette, le Factoring permet d'approcher l'optimum de taux d'endettement.

N.B. : d'après J.P. Raman, il est à noter que l'augmentation du taux d'endettement a pour tendance de renchérir le coût de la dette.

L'effet de levier peut être à double tranchant : à la différence d'une dette classique dont les intérêts présentent un caractère d'exigibilité incontournable, le Factoring offre la souplesse de pouvoir s'en libérer à tout instant par l'arrêt partiel ou total du financement de l'encours cédé. Les intérêts étant réglés par anticipation sur les virements, dès lors que cessent les lignes, ils ne sont plus prélevés... Réduisant ainsi le risque financier ("effet de massue"). Cela suppose que la société ait une trésorerie suffisante pour fonctionner momentanément sans Factor.

Un autre atout de la dette est de minimiser les coûts d'agence liés aux divergences d'objectifs entre dirigeants et actionnaires. En effet, la mise à disposition de fonds externes pléthoriques sans obligation temporelle de remboursement peut conduire à des dépenses somptuaires ou superfétatoires engendrant l'appauvrissement de l'entreprise. La "discipline de la dette" qu'impose le paiement régulier d'intérêts permet de lutter contre cet aléa moral en obligeant le management à une gestion plus rigoureuse.

Théorie de l'agence

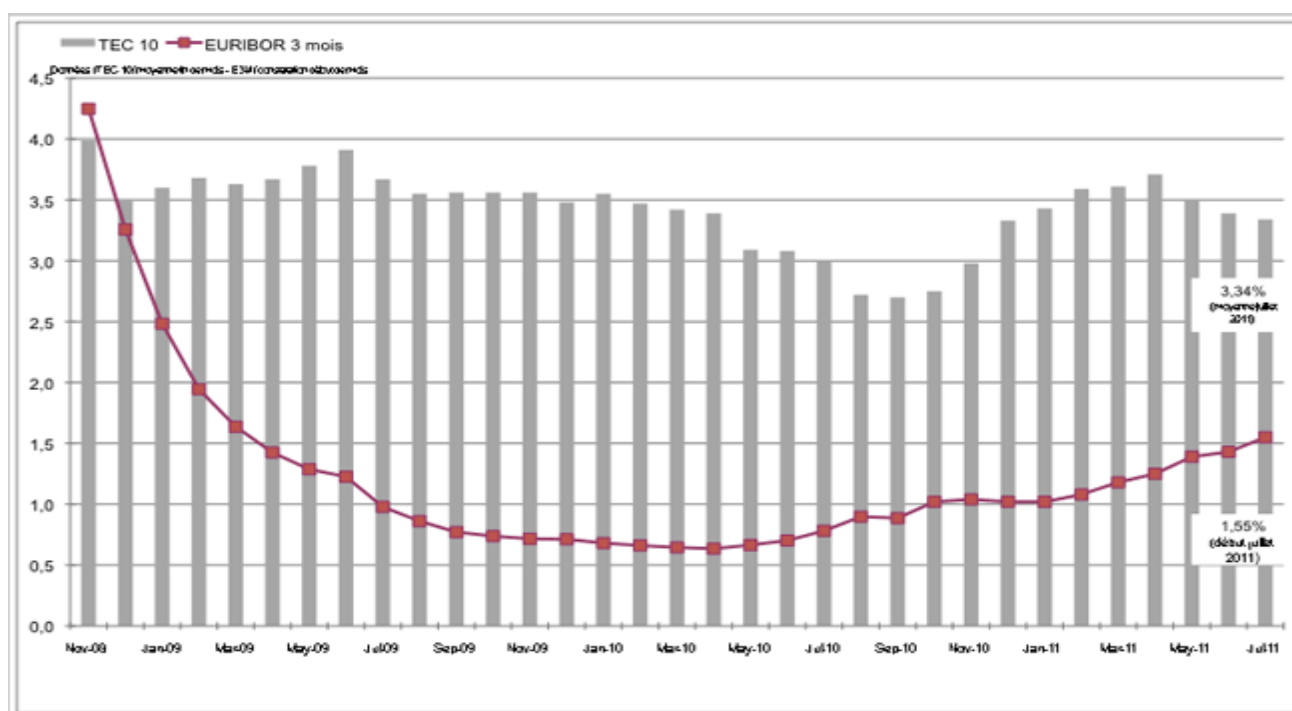
L'entreprise, en s'endettant par la dette bancaire, s'oblige à une meilleure gestion. Elle doit être en mesure de faire face à la rémunération et au remboursement du capital emprunté, à des échéances prédéfinies (théorie de Jensen & Meckling, 1976). Le Factoring bénéficie des mêmes propriétés : le recours au financement court terme implique le paiement immédiat d'intérêts qui est à prendre en compte dans la gestion de l'entreprise.

La dette présente deux inconvénients majeurs pour le financement du BFE. Elle ne permet pas d'en sécuriser la partie risquée (comme les fonds propres) si ce n'est dans la stabilité qu'elle apporte sur la durée ; au contraire, elle renforce le risque financier de l'entreprise. De plus, la levée d'une dette d'un montant figé sur plusieurs années ne répond pas à la problématique d'adaptation de la ressource aux fluctuations permanentes de l'activité.

Le service de la dette peut être exposé au risque économique (baisse d'activité par exemple). Cette menace induit un risque financier (paiement des intérêts) et un risque d'illiquidité⁵⁸ (paiement du principal). La dette suppose de veiller au bon équilibre financier de l'entreprise.

Opter pour un financement long terme comme financement du BFR peut déséquilibrer la structure financière. En effet, une baisse rapide des cash flow en raison d'un retournement de conjoncture accroîtrait le risque financier.

Même si, par son coût peu élevé et par la déduction fiscale qu'elle procure, la dette contribue à optimiser le CMPC⁵⁹ de l'entreprise (effet de levier), cette ressource se révèle plus onéreuse qu'un financement adossé à des taux court terme. C'est ce qui peut être observé sur les 30 dernières années (ci-après, comparaison entre les taux à 10 ans et à 3 mois sur la période 2009-2011). Attention, le danger que suscite le risque d'inversion de la courbe des taux peut rendre périlleux l'usage exclusif de la MPC pour le financement de son BFE.



Enfin, le financement par dette peut être conditionné à des clauses drastiques (convenants financiers⁶⁰) qui intensifient le risque financier. C'est notamment le cas des contrats de LBO qui reposent essentiellement sur l'anticipation de flux de trésorerie futurs.

2.2.3. L'autofinancement

Comme son nom l'indique, c'est une source de financement interne à l'entreprise. L'autofinancement induit le réinvestissement dans son développement du résultat non distribué et des charges non décaissées (c'est la part non distribuée de la CAF).

⁵⁸ Impossibilité de faire face à ses échéances.

⁵⁹ Coût moyen pondéré du capital.

⁶⁰ Clause d'un contrat de prêt qui, s'il n'est pas respecté, peut entraîner le remboursement anticipé du prêt.

L'accumulation d'autofinancements engendre des capitaux propres dont la rémunération peut être reportée dans le temps. Ce mode de financement est placé en première position devant la dette et l'émission d'actions par S. Myers dans sa théorie du « Pecking Order⁶¹ » (1984). L'autofinancement est une ressource facilement accessible (aucun accord de partenaire n'est nécessaire) qui garantit une croissance sûre (puisque'elle n'affecte pas la solidité de la structure financière) mais lente (puisque'elle ne repose que sur les flux de trésorerie générés par l'entreprise et non pas sur leur anticipation future).

La difficulté de l'autofinancement réside dans la transformation des flux de trésorerie (qui en sont issus) en excédents de trésorerie disponibles. En effet, l'autofinancement ne prend pas en considération les décalages de trésorerie liés au cycle d'exploitation de l'entreprise. Une croissance importante donnant lieu à des variations de BFR substantielles risque d'en absorber les liquidités. Il s'agit certes d'un investissement d'exploitation mais il hypothèque, par son importance, les investissements dans les actifs de haut de bilan nécessaires à la pérennité de l'entreprise et qui ne peuvent pas toujours être financés par des ressources externes.

Pour apprécier la génération de liquidités internes à l'entreprise de croissance, il semble plus opportun de raisonner en terme d'ETE (auxquels il faut retrancher impôts et frais financiers) ou de « free cash flow⁶² ».

Un autre reproche pouvant être fait à l'autofinancement est qu'il constitue une ressource onéreuse pour l'entreprise (au même titre que les autres catégories de capitaux propres). Son coût apparent étant nul, il peut favoriser l'investissement dans des projets peu rentables conduisant à l'appauvrissement des actionnaires.

⁶¹ Théorie du financement hiérarchique.

⁶² Flux de trésorerie d'exploitation disponibles (nets d'impôts et retraités de la variation de BFR).

Synthèse : Factoring vs modes de financement conventionnels

PRODUITS	Dette	Bourse	Capital risque	Factoring
Critères	<ul style="list-style-type: none"> • Entreprise solvable • Au moins un premier bilan 	<ul style="list-style-type: none"> • Flottant minimum de 2,5 millions d'€ • Publication comptes certifiés par CAC* depuis 2 ans 	<ul style="list-style-type: none"> • Société à fort potentiel • Bonne équipe de management 	<ul style="list-style-type: none"> • Tout type d'entreprise : de la création au groupe coté • Processus de facturation rigoureux • Clientèle solvable
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> • Coût attractif (effet de levier) • Renforce les capitaux permanents, donc, le FDR. 	<ul style="list-style-type: none"> • Montant levés • Image / communication • Renforce la structure financière globale de l'entreprise 	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds providentiel pour l'entreprise de croissance • Implication de l'équipe de gestion du fonds • Structure financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Evolutivité (suit le cycle d'exploitation) • Pas de plafond de financement • Rapidité d'implémentation • Souplesse d'utilisation • Coût (effet de levier)
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> • Risque financier • Covenants contraignants • Montant figé • Baisse de l'autonomie financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Coût rédhibitoire pour une entreprise de petite taille • Taux de rendement attendu élevé • Risque d'OPA • Prospectus • Délais 	<ul style="list-style-type: none"> • Dilution • Taux de rendement attendu élevé • Délais de mise en œuvre • Coûts d'agence 	<ul style="list-style-type: none"> • Changement global de gestion pour l'entreprise • Addiction voire dépendance • Financement irrégulier

* Commissaires aux comptes.

2.2.4. Zoom sur les financements court terme

De nombreuses techniques de financement court terme et de mobilisation de créances ont été imaginées au cours des dernières décennies. Le montant de la facilité dépend de la santé financière de l'entreprise, de son chiffre d'affaires, de son cycle d'exploitation et de ses autres crédits.

Les découverts et autres facilités de caisse sont généralement très limités, ponctuels et plafonnés. Les modes de mobilisation de créances telles que la Dailly ou la MCNE ne comportent pas de service de gestion du poste clients (relance, recouvrement, imputation, encaissement...) ni de garantie contre les impayés (assurance crédit). Les factures sont débitées directement à la date d'échéance et les lignes de crédit accordées dépendent essentiellement de l'analyse bilancielle de la structure. Enfin, il n'existe pas d'engagement pris contractuellement par la banque.

Quant à l'escompte d'effet de commerce, les délais d'encaissement sont sujets aux va-et-vient administratifs liés à l'expédition de la traite par le client, puis, à la présentation de cette dernière à la banque. Sans oublier que son coût n'est pas neutre (taux de base bancaire + majoration + commission d'endossement).

Crédit bancaire court terme ou de trésorerie aussi appelé "découvert bancaire"

Il prend la forme d'une avance en compte permettant à une entreprise de laisser son compte devenir débiteur, dans certaines limites (plafond) et pour une durée limitée (nombre de jours). En

contrepartie, qu'il soit autorisé ou non, le découvert entraîne le paiement d'intérêts débiteurs. C'est un moyen souple qui permet de faire face à des besoins de trésorerie limités en montant et en durée.

Crédit de caisse ou facilité de caisse

Il s'agit d'un crédit "par caisse" accordé à titre exceptionnel, c'est-à-dire que la banque autorise l'entreprise à avoir un compte momentanément débiteur moyennant un décompte d'intérêts débiteurs.

Billets de trésorerie

Ce sont des titres de créances émis par une entreprise afin de se financer sur une courte durée (entre 10 jours et 1 an). Les coupures émises sont de 150 000 € minimum. Les billets de trésorerie ne concernent donc que les grandes entreprises.

Escompte bancaire

Il permet à un tiers de céder à une banque un effet de commerce (traite, billet à ordre, lettre de change). L'effet de commerce étant un titre négociable qui constate au profit du porteur une créance de somme d'argent et sert à son paiement.

Effets de commerce dématérialisés

Ils ne se présentent plus sous forme papier ce qui permet un traitement informatique plus rapide : lettre de change relevé ou BO⁶³ magnétiques.

MCNE (mobilisation de créance née sur l'étranger)

Procédure permettant de faire financer ses créances à l'export auprès d'une banque dès la remise de la marchandise à la douane.

Dailly (loi)

Apparu en 1981, ce mode de cession commercial était le plus élaboré jusqu'à l'avènement du Factoring. Plusieurs factures peuvent être regroupées sur un même bordereau dès leur émission et cédées à une banque afin d'obtenir un financement à court terme.

Dettes fournisseur

Dettes constituées des engagements de l'entreprise vis-à-vis de ses fournisseurs. C'est une dette jugée peu coûteuse car elle ne présente pas de coût apparent. Son niveau dépendant totalement du cycle opérationnel, elle fragilise à la fois la structure financière et l'activité par les risques qu'elle suscite : volatilité de la ressource (risque d'illiquidité), rupture du cycle d'approvisionnement (risque

⁶³ Billet à ordre.

opérationnel), mise en cessation des paiements suite à injonction de payer (risque financier), image et dépendance (risque stratégique). La dette induit donc des coûts indirects pour les actionnaires ainsi que des coûts directs (pénalités de retard éventuelles, absence d'escompte ou intérêts maquillés).

Synthèse : Factoring vs autres financements court terme

PRODUITS	Facilité caisse	Dailly	Escompte	Factoring
Descriptif	<ul style="list-style-type: none"> • PME de + de 2 ans • Résultats positifs • Bonne structure financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Peu de factures à mobiliser • Bonne structure financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Retour de traites rapides • Bonne structure financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Tout type d'entreprise à partir de 250 K€ • Processus de facturation rigoureux
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> • Souplesse de fonctionnement 	<ul style="list-style-type: none"> • Peut répondre à des besoins ponctuels de trésorerie 	<ul style="list-style-type: none"> • Simplicité • Coût relativement réduit 	<ul style="list-style-type: none"> • Pérennité : contrat à durée indéterminée • Financement décalé • Délais financement : 24h • Souplesse d'utilisation • Inclut la gestion du poste clients et l'assurance crédit • Coût global
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> • Plafonds généralement limités • Taux d'intérêt élevés 	<ul style="list-style-type: none"> • Plafond • Lourdeur de suivi • Débit à échéance • Lignes autorisées renouvelables chaque année en fonction de la situation financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Nécessité d'avoir des traites à escompter • Lignes autorisées renouvelables chaque année en fonction de la situation financière 	<ul style="list-style-type: none"> • Changement global de gestion pour l'entreprise • Coûts cachés

2.3. Mécanismes et secrets de la mobilisation du poste clients

2.3.1. Pourquoi choisir le Factoring ?

Sauf exception, il est très difficile à une entreprise de croissance de trouver des financements : souvent trop petite pour procéder à introduction en bourse ou trop risquée pour bénéficier de prêts bancaires, elle se tourne logiquement vers le capital risque ou l'Etat. Mais les fonds distribués sont aussi rares que sélectifs.

Dans sa phase d'amorçage, l'entreprise n'a pas d'autre choix que de s'en remettre aux actionnaires. Dans sa phase de décollage, à la naissance des premières factures, elle va pouvoir trouver un relais de croissance sous la forme du Factoring.

"L'affacturage est une solution financière de plus en plus utilisée" : Nicolas Jaimes, Journal du Net, rubrique Finance

Au regard de l'essor que connaît cette technique de financement depuis plus d'une décennie et de l'impéritie manifeste de la plupart des décideurs en la matière, il nous semblait utile d'apporter quelques éclairages sur cette activité.

"Il y a un vrai manque d'information concernant cette technique, qui représente pourtant un intérêt réel et unique" : Olivier Burdeyron, PDG d'E-affacturage

"Sur le marché du livre, il y a une multitude de titres et de thèmes pour tous les secteurs financiers de la vie d'une entreprise. Par contre, concernant mon métier, l'affacturage, c'est tout simplement le désert. Les seuls titres affichés, qui datent de 1998 sur les sites marchands, sont perpétuellement indisponibles. Les chefs d'entreprise qui désireraient connaître cette solution sont démunis devant la pénurie d'information concernant ce sujet : Jean-Luc Mordoh, directeur de MDH Factoring

Alors que jusque dans les années 90, le Factoring souffrait d'une image négative et semblait destiné en priorité aux sociétés connaissant des difficultés financières, les quelques acteurs historiques du marché ont vu leur situation d'oligopole bousculée par le déferlement d'une concurrence audacieuse. Cette émulation a eu pour conséquence d'attirer de nouveaux profils d'entreprises très dynamiques telles que des PME innovantes, des sociétés cotées, des sociétés exportatrices...

Plusieurs facteurs expliquent ce succès :

- Un niveau de qualité et des offres de plus en plus abouties
- Des solutions originales et novatrices
- Des prix en forte baisse

"Dans le portefeuille clients de GE Capital, 80% des entreprises se portent bien et 20% sont fragiles" : Patrice Coulon, Directeur Général Délégué de GE Capital FactoFrance

Parallèlement à ce mouvement, les sociétés financières ont abordé différemment le risque attaché à certains actifs circulant favorisant l'émergence des techniques de financement basée sur le nantissement d'actif (Asset Based Lending). En quoi un gage ou une hypothèque sur un actif corporel non encore payé seraient-ils moins risqués ? Une machine à obsolescence rapide peut perdre jusque 100% de sa valeur en quelques années. Et que dire de l'immobilier dont les prix fluctuent dans une fourchette de 50 à 100% tous les 7-8 ans ?

Après le Crédit Crunch⁶⁴ de 2008 (tout comme lors de la bulle Internet de 2001 d'ailleurs), de nombreuses sociétés à la politique financière laxiste ont repris conscience brutalement de ces fondamentaux. France Telecom, Lafarge ou encore Saint Gobain se sont retrouvés dans cette situation. Ce dernier avait émis un emprunt au taux de 8,25% avec une marge de 525 points de

⁶⁴ Resserrement des crédits lié à la crise des "Subprimes" aux Etats-Unis dont la chute de la banque Lehmann Brother est devenue l'emblème.

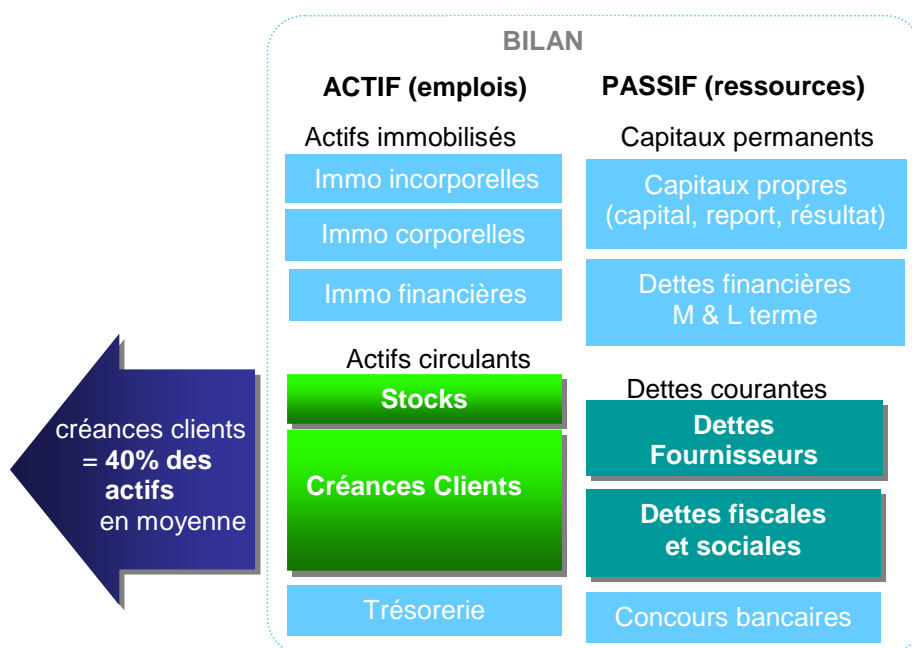
base en janvier 2009 ; aujourd'hui, il ne rapporte plus que 3%. Au même moment, des PME de 200 salariés mobilisaient du cash auprès de leur Factor au taux de l'Euribor⁶⁵ 3 mois + 70 points de base, soit, 2,95% l'an ! Les entreprises qui ont su gérer correctement leur trésorerie pendant la crise en ont même fait une force de frappe en rachetant certains de leurs concurrents.

Ces derniers événements ont rappelé la pertinence du raisonnement "par le cash" au bon souvenir des décideurs. En parallèle, le besoin de flexibilité financière s'est irrémédiablement développé dans les entreprises.

Le Factoring présente la particularité de s'appuyer sur un actif en renouvellement perpétuel. Le poste clients, qui grossit concomitamment à son évolution, est synonyme de corne d'abondance pour l'entreprise. Par l'intermédiation qu'il opère entre la délivrance des produits et le règlement effectif de ses derniers, il leur offre le luxe de toucher le fruit de leurs ventes de façon quasi instantanée.

"L'affacturage est une bonne solution de financement pour les TPE et les jeunes entreprises. D'autant que les Factors ont pour habitude de soutenir leurs clients en période difficile" : Pierre-Marie Bigot, vice-président de Duff&Phelps

Aujourd'hui, même si la motivation de 80% des sociétés qui choisissent cette solution est liée à des besoins de financement, le Factoring va bien au-delà en intégrant un service de gestion des comptes clients ainsi qu'une assurance contre les risques d'impayés que nous nous proposons de détailler.

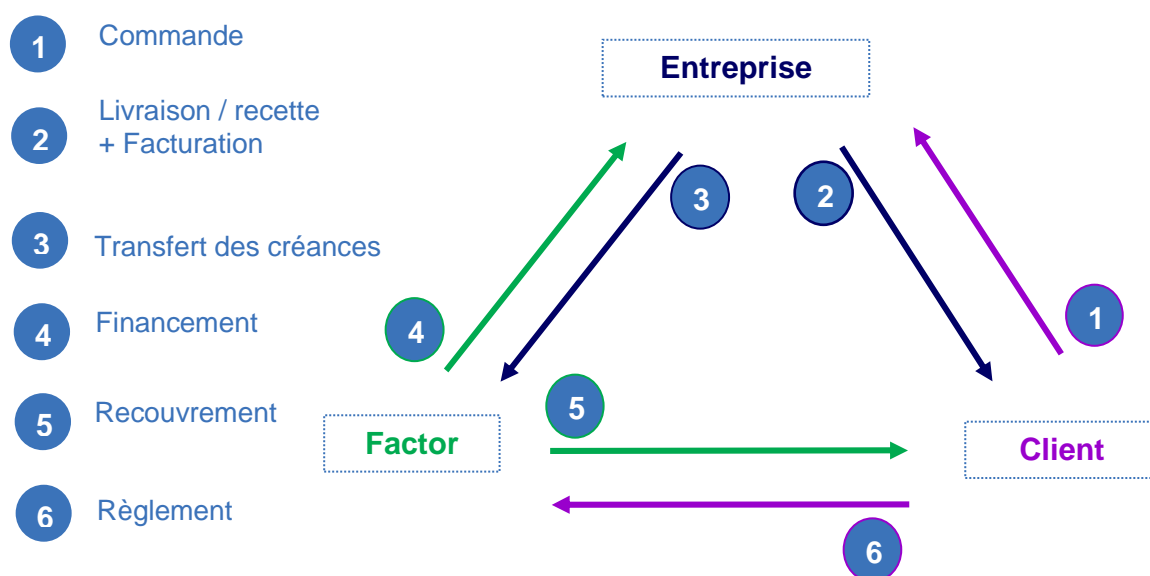


⁶⁵ Euro interbank offered rate (taux de référence du marché monétaire européen).

2.3.2. Fonctionnement

Le Factoring diffère d'un crédit bancaire sur 3 points essentiels :

- La primauté de l'analyse de la valeur de l'actif cédé (encours clients) sur celle de l'entreprise
- Ca n'est pas une dette bancaire, c'est un achat d'actifs financiers (les créances)
- Un crédit bancaire implique 2 parties alors que le Factoring en implique 3



Le Factoring prend la forme d'un engagement par contrat à durée indéterminée signé entre le Factor et l'adhérent qui est résiliable à tout moment moyennant un préavis de 3 mois. Il est toujours composé de 2 parties : les conditions générales (communes à tous les adhérents) et les conditions particulières propres à chaque entreprise. Ces dernières contiennent :

- Le champ d'action : activités et clients concernés
- Descriptif des créances achetées
- La quotité et les modalités de financement
- La tarification : commission, taux de financement, grille, frais annexes
- La durée des crédits accordés (maxi 120 jours pour les contrats domestiques)
- Les garanties et cautions éventuelles

La subrogation est l'opération juridique triangulaire par laquelle, le titulaire d'un droit de créance (le subrogeant), transmet au bénéficiaire de la subrogation (le subrogataire), la créance que le premier détient sur un tiers qui est son propre débiteur (le subrogé).

En clair, c'est la mention inscrite sur la facture du client lui précisant qu'il doit payer celle-ci non pas à son fournisseur mais au Factor.

Définition du mot Factor : celui qui contribue à un résultat, qui agit pour le compte d'autrui, qui accepte des factures en contrepartie de financements court terme.

Les 3 piliers de l'analyse du Factor sont la qualité des créances, le risque "cédant" et le risque "acheteur".

L'audit du fonctionnement et des risques du poste clients est une compétence que les Factors ont élevée au rang de science. Voici quelques-uns des éléments les plus importants :

- Risque de concentration (répartition clients)
- Risque de crédit (nature, localisation et solvabilité des clients)
- Risques liés au processus de facturation (acompte, facturation échue, facturation intermédiaire ou à l'avancement, facturation terme à échoir, facturation intra-groupe)
- RFA / PP (remise de fin d'année, participation publicitaire)
- Taux de non-valeur (avoirs, notes de débit, litiges)
- Risque de sous-traitance
- Risque de compensation
- Risque d'action directe

Il existe 2 grandes catégories de Factoring : les solutions notifiées (avec mention de subrogation) et les solutions non notifiées (sans mention de subrogation). Ces dernières permettent au Factor de financer le poste clients en toute confidentialité.

2.3.3. Les 3 briques du Factoring

La gestion du poste clients

Les solutions proposées intègrent tout ou partie des opérations suivantes :

- Traitement des factures (achats de factures, avoirs, règlements et escomptes...)
- Relance et recouvrement (respect des échéances, détection des litiges avant échéance, gestion des impayés)
- Gestion des encaissements, imputation, puis archivage
- Procédures précontentieuses et contentieuses
- Edition de statistiques et de tableaux de bord d'aide à la gestion de l'entreprise (compte courant, évolution CA, montant et délais de règlement clients, ...)

L'assurance crédit

Il s'agit de la prévention contre le risque de défaillance de droit et de fait des clients (cessation de paiement, redressement ou liquidation judiciaire). Avant de transmettre ses factures, l'entreprise interroge le Factor sur la solvabilité de ses clients via des demandes d'approbation. Suivant la qualité des clients et leur montant d'encours, une garantie totale ou partielle peut être octroyée, ou refusée.

Généralement, le délai de prise en charge est immédiat. Les entreprises peuvent donc être couvertes par anticipation à hauteur de 100% du montant des créances garanties, et ce, sans plafond de décaissement. Il peut cependant exister une franchise à l'export.

N.B. : si le Factor préfère sous-traiter cette partie ou si l'entreprise est déjà couverte, un contrat de Factoring peut être proposé en délégation de police d'assurance crédit. Les assureurs crédit les plus importants sont : Heller Hermes SFAC, Atradius, Coface et AXA.

Le financement

Les créances cédées au Factor constituent un encours clients pouvant être financé par anticipation des encaissements suivant une quotité de financement prédéterminée qui peut être dé plafonnée. Le financement s'effectue à la demande suivant les besoins de chaque adhérent. A tout moment, il peut mobiliser tout ou partie de son poste clients. Les sommes non utilisées sont portées dans un sous compte appelé "réserve disponible".

* Délai de traitement : quelques heures à 24 heures (quittances dématérialisées). De 24 à 48 heures (quittances papier).

* La quotité de financement est le pourcentage de l'encours clients financé. Elle se situe généralement à 90% et peut aller jusqu'à 95%. Cette dernière dépend du fonds de garantie et d'un compte de réserve éventuel.

* Le fonds de garantie est la sécurité prise par le Factor contre les risques de non-valeur inhérents au fonctionnement du contrat. Il s'élève généralement à 10% de l'encours financé et peut descendre à 5%. Il se constitue progressivement par tranches de 5 ou 10% sur chaque facture cédée. En cas de baisse d'activité, il peut descendre à 50-70% du montant prévu dans le cadre d'un fonctionnement normal.

* Compte de réserve à disponibilité différée est un fonds de garantie complémentaire mis en place dans le cadre de contrats comportant des risques spécifiques. A la différence du fonds de garantie, il disparaît dès lors que les financements cessent.

* La dématérialisation (e-factoring) est aujourd'hui proposée par de nombreux Factors. Cette technique permet de transmettre les quittances subrogatives et les factures par Internet (en temps réel) sans avoir à les envoyer au format papier. Les délais s'en trouvent améliorés et la charge de travail administrative allégée (remplissage écrit, envoi par courrier).

L'e-factoring fonctionne grâce à la signature électronique à laquelle le cadre juridique reconnaît aujourd'hui la même valeur que la signature manuscrite.

* Plafond de financement : les Factors les plus influents n'imposent aucun plafond global d'encours financé dans leur solution (Eurofactor, GE Capital, Facto CIC...). La part de cash mobilisée peut ainsi évoluer proportionnellement à l'évolution, même brutale, du cycle opérationnel de l'entreprise.

En revanche, il peut exister un plafond par client suivant les approbations (garanties) octroyées par le service crédit (ou l'assureur crédit). Ainsi, une société travaillant avec une clientèle de TPE⁶⁶ dans un secteur sinistré, aura beaucoup plus de mal à exploiter la totalité de sa quotité de financement.

* Définancement de créance

Un retard de paiement peut avoir 4 causes : litige commercial, litige technique, mauvaise foi ou difficulté financière avérée. Dans les 2 derniers cas, et si les justificatifs de vente sont corrects, le Factor prend le recouvrement à sa charge. Dans le cas d'un litige commercial ou technique non résolu par l'adhérent, il pourra être amené à définancer les créances 30 à 60 jours après échéance si le litige n'est pas résolu.

Le plus souvent, les factures de petit montant (moins de 500-1 000 €) ne font pas l'objet d'opérations de recouvrement et sont débitées 30 à 60 jours après échéance.

Exemple 1 : pour une facture de 10 000 € HT avec une quotité de financement de 90% (fonds de garantie : 10%, pas de réserve) : $10\,000 \times 1,196 \text{ (TVA)} \times 90\% = 10\,764 \text{ €}$.

=> L'entreprise bénéficie d'un apport immédiat de cash supérieur au prix de vente hors taxe.

Exemple 2 : société réalisant 12 M€ de CA TTC en France avec un DSO de 67 jours (220 K€) et une quotité de financement à 90% (fonds de garantie : 10%, pas de réserve)

=> L'entreprise dispose d'un encours financé moyen de 2 M€ ($12 \text{ M€} \times 67 / 365 \times 90\%$), ce qui lui permet de toucher la globalité de son CA immédiatement à facturation. Le fonds de garantie moyen est de 220 K€.

En cas de hausse de l'encours à 500 K€, le financement serait de 4,5 M€ ($500 \times 90\%$) et si l'encours redescend à 1,5 M€, le fonds de garantie passera à 150 K€.

2.3.4. Les acteurs du marché

Les Factors indépendants d'un réseau bancaire

Bibby Financial Services - <http://www.bibbyfinancialservices.fr/>

GE Factofrance (groupe General Electric) - <http://www.gecapital.fr>

Cofacredit (groupe General Electric) - <http://www.cofacredit.fr/>

GE Factobail (groupe General Electric) - <http://www.gefactobail.fr/gefactobail/gefactobail.html>

GE Factor (anciennement RBS Factor) - <http://www.gefactor.fr/>

Banca Ifis - <http://www.bancaifis.it/bancaifis/>

Les Factors filiales d'un réseau bancaire

HSBCFactoring France - <http://www.hsbc.fr/1/2/hsbc-france/>

IFN Finance (Groupe ABN Amro) - <http://www.ifn-finance.fr/>

⁶⁶ Très Petites Entreprises (commerçants, artisans, professions libérales, sociétés en création ...).

Natixis / Factorem (groupe Banque Populaires) - <http://www.factor.natixis.com>
 CGA (groupe Société Générale) - <http://www.c-g-a.fr/>
 Eurofactor (groupe Crédit Agricole) - <http://www.eurofactor.com/>
 Fortis Financial Services - <http://www.bnpparibasfortis.com/>
 BNP Factor (Groupe BNP Paribas) - <https://factor.bnpparibas.com/>
 Facto CIC (Groupe Crédit Mutuel) - <http://www.factocic.fr/affacturage/>
 GCE Solutions Clients (groupe Caisse d'Épargne) - <http://www.caisse-epargne.facturea.fr/>
 Delubac-Factor (démarrage au 1^{er} février 2011) - <https://www.delubac.com/>

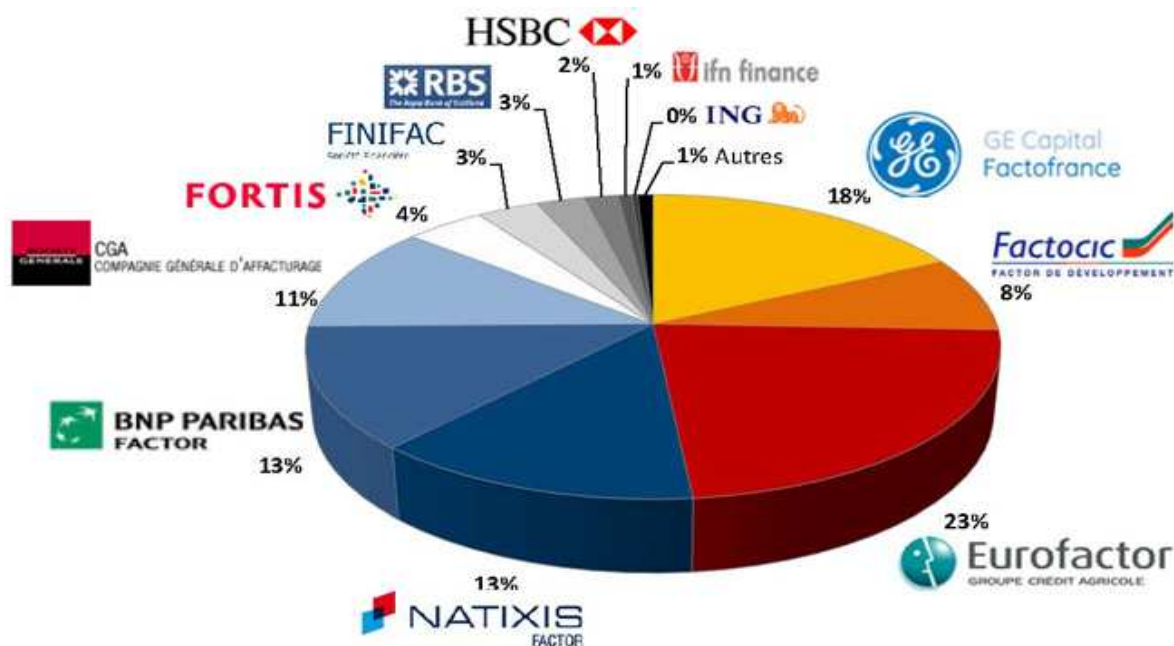
Entre 75 et 80% du marché est détenu par des Factors qui appartiennent à des groupes bancaires. La majorité d'entre eux sont des généralistes. Quelques Factors ont développé des spécificités afin de coller au plus près des attentes de leurs clients.

En ce qui concerne les PME innovantes, nous pouvons notamment citer :

- GE Capital Factobail : numéro 1 sur le high-tech et les TIC
- Le département Clientèle Risques spéciaux de BNP Paribas Factor
- Bibby Financial Services : spécialisé sur les TPE et PME en forte croissance
- Eurofactor dans les sociétés en création et les prestations technologiques et intellectuelles

N.B. : un seul Factor intervient exclusivement sur l'export, il s'agit de Cofacredit dont le capital est détenu à hauteur de 64% par GE FactoFrance et 36% par Coface.

Parts de marché en 2010



2.4. Panorama des solutions existantes

Le dynamisme suscité par le marché a permis de faire germer de nombreuses innovations se rapprochant au plus près des attentes des clients. Leurs recherches de solutions flexibles et réactives ont été relayées par les réseaux de conseillers financiers et de courtiers qui gravitent autour du monde du Factoring. Pour autant, l'indigence dont font preuve les Factors en matière de créativité (ces structures de parfois 1 000 salariés commencent tout juste à instituer des départements Marketing Produit ou Marché) présage de futurs développements plus ambitieux encore.

2.4.1. Les solutions notifiées

Le Full Factoring (affacturage classique)

C'est la forme de Factoring la plus répandue et la plus accessible. Elle consiste à transférer des créances commerciales à un Factor contre financement, gestion, recouvrement et garantie des comptes clients.

Exemple : solution choisie par la société Sequans Communications chez Natixis Factor, mais aussi par Viadeo, Exalead et Dailymotion chez GE Capital Factobail. A l'export, nous pouvons citer la société 3S Photonics chez Cofacredit.

Le Maturity Factoring (affacturage à maturité)

Solution permettant de déléguer au Factor la gestion du poste clients ainsi que l'assurance crédit, mais sans le financement. L'adhérent confie au Factor le suivi, l'encaissement et le recouvrement des factures incluant la garantie des créances en cas d'impayés. Deux types de "Maturity" peuvent être proposés :

- A l'encaissement : le Factor est chargé du recouvrement sans aucun financement
- A échéance convenue (30 jours, 60 jours) : le Factor se charge du recouvrement et, si nécessaire, les créances dont l'échéance dépasse les conditions prévues sur la facture

Exemple : solution choisie par la société SQLI Group chez GE Capital Factobail.

Le Factoring allégé ("l'allégé")

C'est un contrat avec mandat de recouvrement permettant à l'adhérent de conserver le contact avec ses clients en les relançant lui-même. Le financement, l'assurance crédit et la gestion des comptes clients (lettrage, encaissement) sont délégués au Factor.

Le Home Factoring (notifié non géré ou semi-confidentiel ou "le délégué")

Un double mandat de gestion permet à l'adhérent de conserver la relation complète avec ses clients, à savoir le recouvrement, l'imputation et l'encaissement. Ces derniers sont informés de l'existence du Factor sans autre changement dans la relation commerciale.

Exemple : solution choisie société Sagem Wireless chez Cofacredit.

2.4.2. Les solutions non notifiées

Le Factoring confidentiel (non notifié non géré -ligne à ligne- ou "le confidentiel")

L'adhérent bénéficie en toute discrétion du financement de ses comptes clients dont il conserve l'intégralité de la gestion. Les créances remises au Factor sont non notifiées.

Cette solution n'implique aucun changement dans les procédures internes de l'entreprise. Elle suppose néanmoins l'ouverture d'un compte dédié à la domiciliation des paiements dans une banque de son choix. L'adhérent fournit 4 types de fichiers informatiques : factures / règlements / avoir / OD⁶⁷. Ceci permet au Factor de bénéficier d'une compta miroir en temps réel.

Exemple : solution choisie par Technicolor (anciennement Thomson Multimédia) chez GE Factofrance.

Le rachat d'encours (ou rachat de balance)

C'est un contrat de Factoring confidentiel de masse qui s'adresse aux sociétés bénéficiant d'une structure financière solide et d'une gestion performante du poste clients. C'est le solde de la balance qui est financé et non chaque facture comme en Factoring classique. Le Factor sera le seul bénéficiaire des fonds, rapatriés quotidiennement du compte dédié à la domiciliation des paiements. Le financement s'effectue sur la base du "grand livre clients".

Exemple : solution choisie par Hewlett Packard chez CGA.

La titrisation de créances commerciales / titrisation hybride

La titrisation de créances commerciales consiste à mobiliser son poste clients en émettant des titres sur les marchés financiers. Cette technique suppose l'existence d'un véhicule titrisation (Single Purpose Vehicle) pour loger les actifs titrisés. Ce type de transaction s'appelle un CLO⁶⁸. Comme pour d'autres solutions de MPC, le facteur de risque clé de la titrisation réside plutôt dans le portefeuille sous-jacent que dans le bilan de l'émetteur. Cette offre peut s'inscrire en complément d'une solution de Factoring, auquel cas, on parlera de "titrisation hybride" qui peut être considérée comme l'aboutissement du savoir-faire des Factors. Les créances mal notées mais jugées de qualité peuvent être transférées au Factor tandis que les créances dépassant un certain plafond seront titrisées.

Après une baisse en 2008-2009, le nombre de fonds communs de créances est aujourd'hui en forte augmentation. De plus en plus de sociétés de notation moyenne ou des PME-TPE non cotées sont intéressées par la titrisation.

"Grâce au principe de cession des créances qui sécurise le risque, la transaction aboutit de plus en plus à un financement où la marge sur la ligne de liquidité est inférieure à celle que représenterait un crédit bancaire équivalent" : Olivier Talvard, directeur de Bfinance.

⁶⁷ Opérations diverses (opérations qui ne peuvent être enregistrées dans les journaux classiques, TVA, salaires,)

⁶⁸ Collateralized Loan Obligations.

2.4.3. Les solutions spécifiques

Le reverse-Factoring (affacturage inversé ou affacturage fournisseur)

Cette technique de financement, encore peu connue en France, est surtout utilisée par les centrales d'achat des grandes et moyennes surfaces (GMS), les centrales d'achat des chaînes de magasins ou par les services achat des groupes industriels. L'approche est inversée par rapport à celle du Factoring. Au lieu de financer les créances clients, les créances des fournisseurs sont financées via un contrat tripartite entre l'acheteur, le ou les fournisseur(s) et le Factor.

Les avantages du reverse Factoring sont multiples. Le coût d'un reverse Factoring est généralement très intéressant, car dans ce système, le fournisseur est payé comptant par le Factor. Dans ces conditions, une négociation commerciale avec le fournisseur aboutira facilement à l'accord d'un escompte sur les factures. Cet escompte viendra réduire le montant à payer de la facture. Bien évidemment, le client peut espérer négocier un escompte commercial supérieur au taux d'intérêt prélevé par sa banque dans le cadre d'un affacturage inversé. Le client peut donc couvrir ses frais financiers grâce à l'escompte commercial accordé par le fournisseur pour paiement anticipé. Il améliore ainsi sa marge opérationnelle.

Exemple : solution choisie par C-discount mais aussi par Auchan chez CGA

Le Factoring Pan-européen

Contrat à l'échelle européenne pouvant exister sous deux formes différentes : intervention multi-locale à travers différentes sociétés d'un groupe, ou, gestion centralisée d'une plate-forme avec une seule interface pour l'ensemble des pays.

Exemple : solution choisie par le groupe KME chez GE Factofrance

La Syndication

C'est une opération de financement réalisée par un pool de plusieurs banques ou sociétés financières qui s'associent pour partager les risques ainsi que le montant global d'un prêt. Une des banques prend la tête du syndicat. La syndication peut intervenir dans le cadre de solutions de mobilisation du poste clients de grande ampleur.

Le Financement sur stock

Il s'agit de la mobilisation d'un autre actif circulant : le stock. C'est une activité connexe parfois proposée par les Factors. Il s'agit d'un prêt "revolving" limité en montant et dans le temps combiné avec un gage sur un stock de produits finis ou de matières premières.

Le Factoring déconsolidant

C'est un système de financement qui permet en sortant de l'actif tout ou partie du poste clients de mieux présenter les états financiers de l'entreprise. Cette technique de Factoring est souvent utilisée par les sociétés cotées en bourse car la déconsolidation permet de diminuer le montant

des créances du bilan. Ceci a pour effet d'améliorer certains indicateurs du bilan comme le DSO et d'optimiser le BFE par rapport aux autres entreprises cotées dans le même secteur. En diminuant l'endettement, elle a aussi pour effet d'améliorer les ratios du bilan comme l'autonomie financière et le niveau de leverage⁶⁹.

Normes IAS / IFRAS⁷⁰ et Window Dressing⁷¹

Les conditions de transfert de risque encore peu règlementées à l'heure des normes comptables françaises et des US GAAP ont facilité l'essor des techniques de déconsolidation. C'est une forme moderne du Window Dressing qui a toujours été pratiquée avec assiduité par les sociétés ayant recours au Factoring.

Afin de mieux contrôler les excès liés aux montages déconsolidants et de rétablir une certaine transparence financière, les normes IFRS encadrent désormais étroitement ces pratiques. Ces normes internationales sont produites par un organisme indépendant : l'International Accounting Standards Board (ou IASB). Dans le cas où les normes internationales sont applicables, les montages déconsolidants ne peuvent être effectués que si le risque attaché à l'opération de Factoring est parfaitement maîtrisé (IAS 39). Pour déconsolider un élément du bilan, le cédant doit transférer les droits des créances, mais également tous les risques qui y sont attachés, sans aucun recours (de manière irréversible).

Ces nouvelles normes ont fortement impacté le traitement comptable des opérations déconsolidantes. Il faut désormais s'en remettre à une analyse du risque crédit pour chaque opération. C'est donc bien souvent l'interprétation des normes par les commissaires aux comptes qui fait foi. Les traitements comptables des opérations déconsolidantes varient donc bien souvent d'un commissaire aux comptes à un autre.

2.4.4. Modalités de mise en place

Sociétés éligibles

Le Factoring s'adresse à toutes les entreprises qui travaillent elles-mêmes avec des entreprises ou des organismes publics situés en France ou à l'étranger, et ce, quels que soient leur taille et leur secteur d'activité.

Critères d'inéligibilité :

- Clientèle de particuliers
- Société projetant de réaliser un CA inférieur à 100-200 K€
- Absence de justificatifs de facturation
- Mode de règlement par prélèvement
- Facturation intra groupe ("papier de famille")

⁶⁹ Ratio d'endettement.

⁷⁰ International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards.

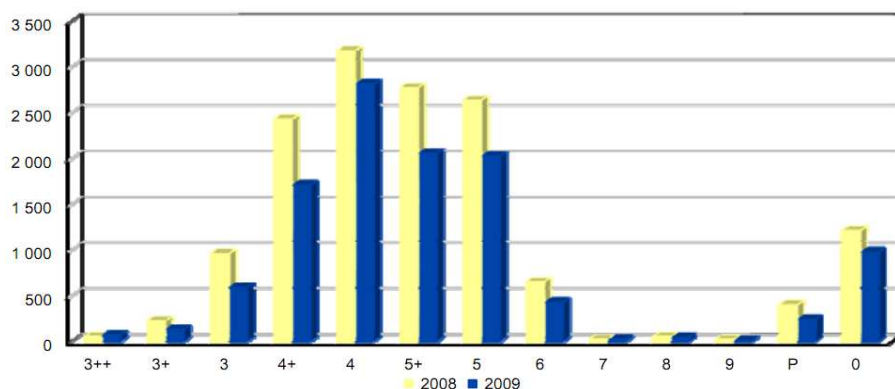
⁷¹ Toilettage de bilan (ou habillage de compte).

- Activité de commissionnaire (de mise en relation)
- Ventes financées (Leasing, Crédit bail)
- Poste clients nantis au profit d'un bailleur de fonds

Critères rendant la mise en place complexe :

- Forte concentration de la clientèle (exemple : un client = 80% des ventes)
- Cotation banque de France 7, 8 et 9 (voir ci-après répartition des adhérents par solvabilité)
- Activités : "bétail sur pieds", produits frais et "trading"
- Financement sur commande (avant facturation)
- Sous-traitance importante

Répartition par côte de crédit Banque de France au 31 décembre
(en millions d'euros)



Source : Banque de France – Service Central des Risques

Pièces permettant la constitution d'un dossier :

- Tableau de trésorerie
- Journal des ventes
- Balances âgées clients et fournisseurs
- Plaquette commerciale et/ou descriptifs de l'entreprise et de ses produits
- Exemples de factures et de justificatifs de vente (contrat, bon de commande, PV de livraison ou de recette)
- Extrait KBIS (moins de 6 mois) / statuts de l'entreprise
- Bilans et comptes d'exploitation des 2 derniers exercices et/ou prévisionnel d'activité (Business Plan) et/ou carnet de commandes
- Rapport du commissaire aux comptes (Général & Spécial) pour les SA et SAS
- CV du (des) dirigeant (s)
- Cotation Banque de France (entreprise et dirigeant)

Les pièces exigées dépendent des solutions proposées. Un contrat avec mandat de recouvrement nécessitera par exemple l'audit préalable des processus administratifs de gestion des comptes clients.

Dans quelques cas, des garanties supplémentaires dépendant du "standing" de l'entreprise peuvent être demandées : caution des dirigeants, des actionnaires ou de la maison mère.

D'après une enquête que nous avons menée auprès des principaux Factors, le ratio d'acceptation moyen des dossiers en Comité d'Engagement ou de Crédit est de 7 sur 10 (2 sont refusés et 1 ajourné pour présentation ultérieure éventuelle).

N.B. : à la demande de l'adhérent ou du Factor, il peut arriver d'exclure certaines activités ou clients du périmètre étudié. C'est par exemple le cas de la solution mise en place pour Viadeo dont a été exclue la clientèle de particuliers abonnés réglant par prélèvement.

Etapas de la mise en place

Evaluation des besoins => présentation d'une offre adaptée => phase d'audit et de montage de dossier => comité de crédit => édition du contrat => signature et démarrage

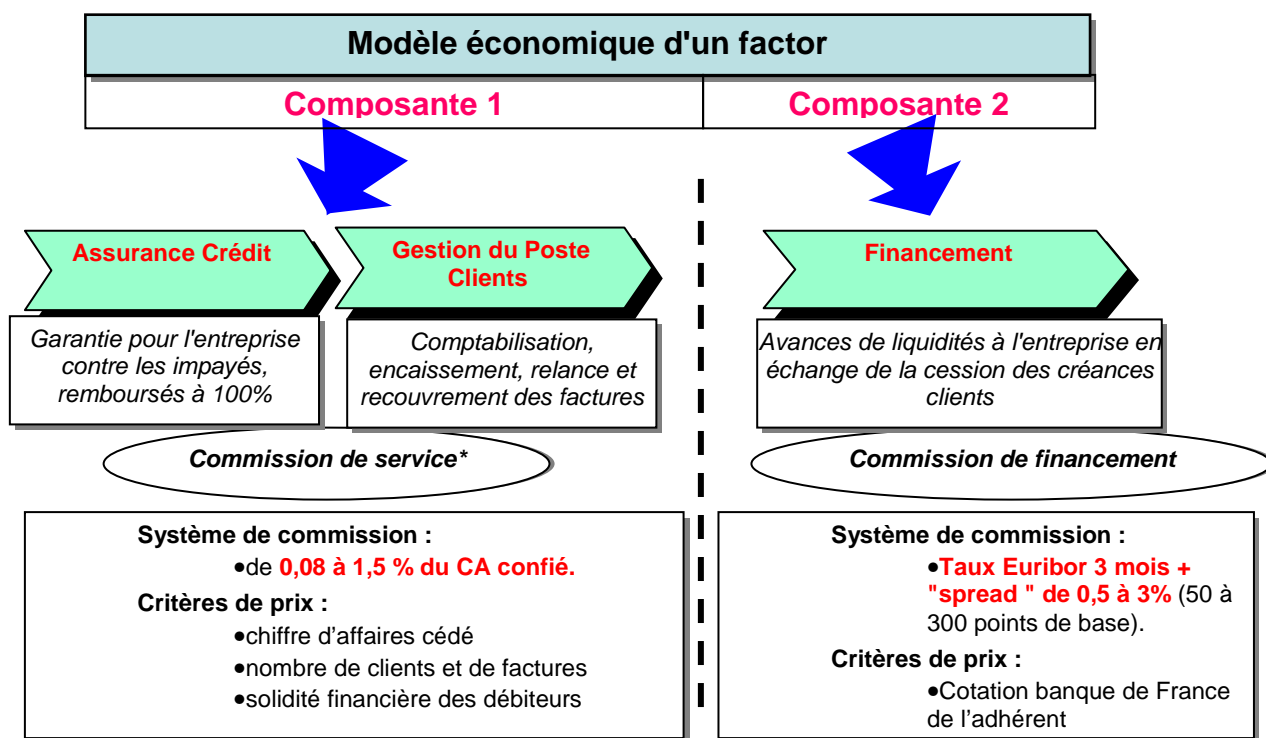
Délais : de 1 semaine à 1 mois environ suivant la taille, l'urgence et la complexité des dossiers. Pour les contrats confidentiels ou notifiés non gérés, il faut prévoir 1 semaine de plus pour la réalisation d'un audit complémentaire.

2.4.5. Les Coûts

Contrairement à une idée très répandue, héritée d'une époque où le marché était encore oligopolistique, le coût d'une solution de Factoring est loin d'être prohibitif.

Les services du Factor sont rémunérés à travers deux composantes principales, définies dans le contrat : la commission de financement qui représente les intérêts payés pour le paiement anticipé des créances et la commission de service qui comprend la gestion du poste clients ainsi que l'assurance crédit.

Les coûts dépendent de l'étendue des services intégrés et de différents paramètres propres à chaque dossier.



* Détail des opérations prises en charges dans la commission de services : enregistrement et suivi des factures, relance des clients, traitement des litiges, lettrage et remise des en banque paiements, restitution des éléments de comptabilité clients, garanti contre le risque d'insolvabilité des clients.

N.B. : le TBB (taux de base bancaire) et l'EONIA⁷² ne sont quasiment plus utilisés par les Factors.

Ces deux composantes peuvent faire l'objet de facturations annexes, en fonction des services proposés par chaque Factor :

- Frais de dossier (de 0 à 2 000 €, peuvent parfois aller jusqu'à 50 000 € pour un gros dossier)
- Frais télématiques et Internet (de 0 à 100 € par mois)
- Demandes d'ouverture de compte débiteur (de 0 à 50 € par client)
- Demandes d'approbation ou de garantie (de 0 à 50 € par demande)

Exemple : société en Full Factoring ayant un CA factoré de 12 M€ TTC en France avec un DSO de 67 jours (2,2 M€). Sa commission de service est de 0,33% et sa commission de financement, Euribor 3 mois + 1,2%, soit à ce jour 2,74%. Quotité de financement : 90%.

- Calcul de sa commission de service : $12\,000\,000 \times 0,33\% = 39\,600 \text{ €}$ (0,33% du CA)
Si elle ne mobilise pas ses créances, le coût global de la solution n'ira pas au-delà.
- Calcul de sa commission pour le financement de la globalité des créances : $12\,000\,000 \times 67 \div 365 \times 90\% \times 2,74\% = 54\,319 \text{ €}$ (0,45% du CA).

N.B. : pour une facture de 1 000 €, le coût est : $1\,000 \times 90\% \times 2,74\% \times 67 \div 365 = 4,5 \text{ €}$, soit, un taux de 0,45% du montant de la facture pour règlement immédiat.

⁷² Euro overnight index average (taux de référence quotidien des dépôts interbancaires en blanc).

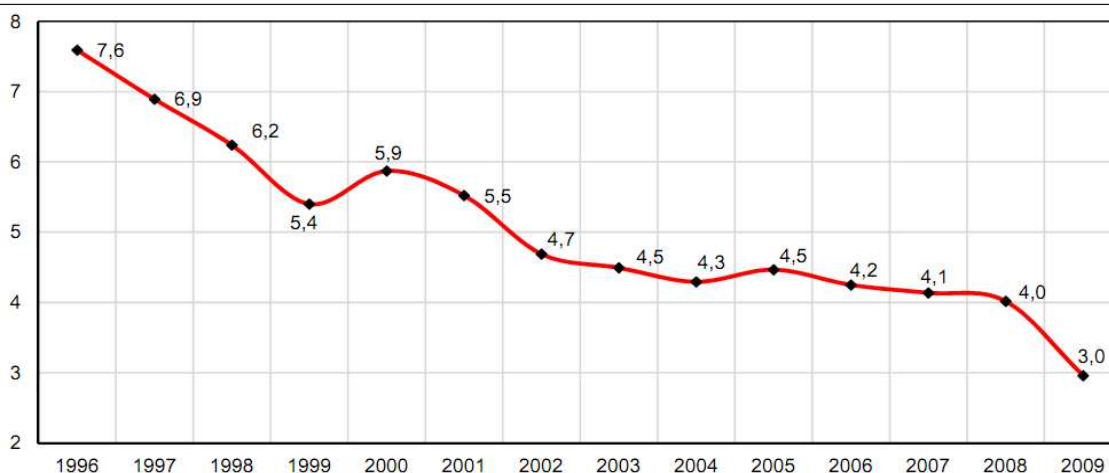
- Calcul du coût de la solution incluant gestion du poste clients, assurance crédit et financement de l'intégralité du poste clients : $39\,600 + 54\,319 = 93\,919$ €, soit 0,78% du CA de la société. Outre les services et assurance associés, cette option lui aura permis de toucher la globalité de son CA de façon immédiate (2 M€ de financement "revolving").
- Calcul du coût de la solution incluant gestion du poste clients, assurance crédit et financement de la moitié du poste clients : $39\,600 + 27\,159 = 66\,759$ €, soit 0,56% du CA de la société. Outre les services et assurance associés, cette option lui aura permis de toucher 50% de son CA immédiatement (1 M€ de financement "revolving").

GE Capital Factobail propose une solution destinée aux PME innovantes (Netline) qu'elles soient en phase de création ou de lancement. Le taux de financement proposé est Euribor 3 mois + 1,5%, soit à ce jour 3,04% l'an.

Depuis la publication du décret 2008-449 du 7 mai 2008, le TEG (taux effectif global) doit figurer sur les propositions commerciales et les contrats de Factoring. Ce dernier augmente de 10-15% environ le taux affiché (exemple : une commission de financement de 2,5% l'an correspond environ à un TEG de 2,8% l'an). Formule du TEG :

$$T_j = \frac{C_f + \sum C_{px} + \sum C_x - B_o}{N_e + N_{px} - N_r - \sum C_x D_x - \sum C'_x D'_x - \sum C_{px} D_{px}}$$

Évolution du taux de marge des opérations d'affacturage au 31 décembre



Source : Données BAFI (états 4080 – mai 2010)

III. Leviers et limites de la mobilisation de poste clients

Qu'est-ce qu'un levier en physique ? C'est un point d'appui à partir duquel il est possible de déplacer une masse substantielle en ayant recours à une force modeste.

Le Factoring pourrait mériter ce qualificatif pour les entreprises de croissance. Même s'il ne peut se substituer à toutes les ressources, c'est le seul mode de financement à conjuguer les atouts suivants : non plafonné, immédiat, flexible et évolutif selon le cycle d'exploitation de l'entreprise.

Il permet d'obtenir une ligne de financement revolving⁷³ dans la durée. C'est aussi un financement irrévocable : *"les sommes versées ne sont pas de simples avances de fonds, elles sont la contrepartie d'une vente ferme de créances au Factor. C'est un gage de continuité pour l'entreprise qui ne risque pas de revoir mis en cause le financement ainsi obtenu, hormis circonstances exceptionnelles"* : Aussavy et Berthelier (1996).

Même si l'engagement du Factor est garanti par un contrat à durée indéterminée, divers événements peuvent le conduire à stopper ses financements, faisant planer un risque de liquidité sur l'entreprise. Dans la pratique, le nombre de résiliations observé est extrêmement faible et les raisons à invoquer dans ce cas par le Factor doivent être justifiées et circonstanciées. D'après la plupart des Factors interrogés, les résiliations de leur fait sont excessivement rares.

N.B. : pour 100 contrats, GE Factofrance, GE Factobail et Cofacredit ont enregistré entre 4 et 8 résiliations, dont à peine 10% à leur initiative (soit, moins de 1 contrat résilié sur 100 de leur fait).

Dans cette dernière partie, nous vous invitons à découvrir en quoi le Factoring peut constituer un levier de développement pour les entreprises de croissance, et ce, à plusieurs titres ; nous verrons également quelles sont les limites et les risques de cette technique de financement.

Ces différents leviers seront illustrés au moyen d'un cas concret : la société Belink Interactiv (architecte et intégrateur de solutions numériques) qui a signé un contrat de Factoring fin 2009. Elle intervient dans le domaine du marketing digital. Son CA est de 3,5 M€. Nous analyserons sa croissance qui est de 30% en 2010 avec et sans Factoring.

3.1. Leviers opérationnels

3.1.1. Levier de croissance

Dans les entreprises en croissance forte et durable, l'ETE est insuffisant pour couvrir les charges car leurs décalages d'exploitation secrètent constamment une variation positive de BFE. Dans certains ouvrages de finance, il arrive de lire que le développement des firmes doit être maîtrisé,

⁷³ Crédit permanent accordé par un organisme financier.

voire freiné, afin de garantir leur équilibre financier. Cette hypothèse part du principe que la dégradation de la situation financière présente un risque plus grand que la décélération de la croissance. Pour les entrepreneurs de la nouvelle économie, il s'agit d'une hérésie car la conscience que le marché n'attend pas est prégnante (cf. problématique des PME innovantes).

Croissance organique

Toute croissance exponentielle entraîne de fortes hausses du BFE qui perdurent tant que l'entreprise n'est pas parvenue à maturité, ce qui peut prendre plusieurs années. Cette situation hypothèque sa capacité à sécréter des excédents de trésoreries propres à financer à la fois les variations de BFE mais aussi les charges salariales et courantes (OPEX⁷⁴).

Lever des fonds externes en conséquence (dette, capitaux propres) permet de pallier temporairement à cette situation... jusqu'à une nouvelle panne de cash si la croissance est très rapide. Il faut alors de nouveau lever des fonds. Chaque opération peut prendre plusieurs mois et expose la structure au risque d'une croissance en dents de scie.

Dans le cas de fonds prolifiques, dès le lancement du projet, 2 types de risques peuvent survenir : celui d'engager des montants surdimensionnés par rapport aux besoins réellement constatés et celui d'engendrer un aléa moral dans le comportement des dirigeants (gestion dispendieuse). A chaque fois, le coût du capital s'en trouve augmenté.

Le Factoring remplit pourtant cette fonction de ressource évoluant en corrélation avec la croissance des ventes de l'entreprise. Le gonflement de l'encours clients, perpétuel et proportionnel aux besoins, constitue une manne mobilisable permettant d'assurer le financement du BFE. Ce levier est d'autant plus important qu'il intègre à la fois la marge sur les ventes et la TVA collectée. Ces 2 derniers éléments n'intervenant pas dans le BFE, un surplus de financement peut être dégagé. La mobilisation de la partie stable de l'encours clients peut s'apparenter à un quasi fonds de roulement, elle est alors affectée aux charges courantes alors que la partie cyclique de l'encours est affectée au BFE.

Croissance externe / opportunités d'investissement

Outre son financement interne, l'entreprise doit veiller à faire de sa trésorerie le bras armé de sa croissance. Certains investissements inopinés et stratégiques nécessitent de disposer d'un réservoir de cash propre à financer l'acquisition d'une activité complémentaire, d'une technologie ou d'un concurrent.

Comme nous l'avons vu, une entreprise de croissance ne dégagera un DAFIC⁷⁵ que si elle est à même de mobiliser son poste clients. L'excédent de cash ainsi obtenu permet de renforcer sa trésorerie parallèlement à l'augmentation de ses fonds propres. Même si la dette court terme suscitée par le Factoring n'est pas vouée à réaliser des acquisitions par nature risquée, elle

⁷⁴ Operational Expenditures.

⁷⁵ Disponible après financement interne de la croissance : EBE – variation BFE – invest interne (G. de Murard, 1970).

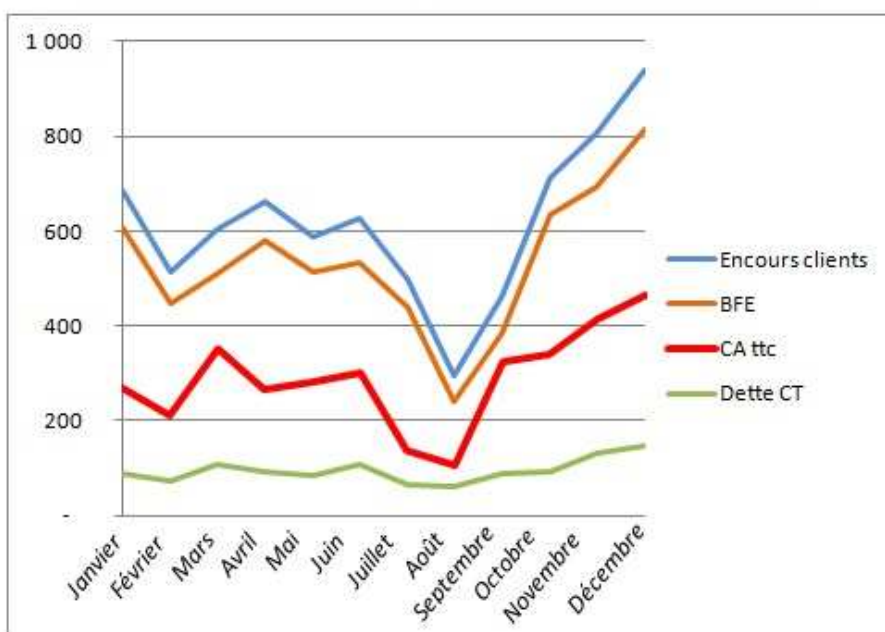
permet de préserver la capacité d'endettement moyen-long terme de l'entreprise en lui évitant d'assécher les liquidités issues de ses fonds propres tout en améliorant la présentation globale du bilan (en particulier avec une solution déconsolidante). L'entrepreneur reste ainsi en mesure de faire des choix entre plusieurs options d'investissement externes (report, abandon, expansion).

Enfin, certaines sociétés de Factoring ont été jusqu'à proposer des outils de croissance externe à leurs adhérents pour leur permettre de faire des acquisitions ciblées. C'est notamment le cas de GE Capital Factobail qui, pour séduire sa clientèle de SSII dont le marché était en pleine concentration fin 2000, a mis en place la solution "cash acquisition" consistant à autoriser la libération momentanée de leur fonds de garantie, ce dernier pouvant être reconstitué sur plusieurs mois. Cela implique une grande confiance et connaissance du Factor dans la qualité des créances confiées et la situation financière de l'adhérent. Le cash issu de l'encours clients et des ventes de la cible peut être simultanément rapatrié vers la maison mère afin d'accélérer la reconstitution de son fonds de garantie.

Croissance à l'internationale

A plus forte raison, le Factoring est un vecteur de développement très efficace pour des PME peu armées face aux barrières que représentent les langues, les devises, les comportements de paiement et les risques de crédit propres à chaque pays.

Evolution de quelques indicateurs financiers en 2010



□ L'encours clients de Belink Interactiv évolue en corrélation avec le besoin en financement d'exploitation. Son volume étant en moyenne légèrement supérieur au BFE, sa mobilisation permet de le couvrir intégralement.

3.1.2. Levier de liquidité et de flexibilité financière

D'après la publication d'avril 2011 du ministère de l'économie (observatoire du financement), et, contrairement à une idée répandue, la part de capitaux propres dans le financement des PME a augmenté régulièrement ces dernières années pour atteindre près de 40% du total de leur bilan. Cette évolution n'a pas empêché le nombre de défaillances d'augmenter en parallèle. Pourquoi ? Parce que les fonds propres ne sont pas obligatoirement synonymes de cash disponible dans les caisses de l'entreprises pour faire face à ses échéances !

L'entreprise est un organisme vivant dont les besoins sont en perpétuelle évolution. Afin de satisfaire sa croissance, elle doit donc être en mesure d'adapter ses ressources en temps réel : *c'est le temps qui constitue désormais le principal avantage concurrentiel des firmes*, extrait du rapport de General Electric (1995).

Disposer d'une ligne de crédit mobilisable à tout instant est devenu ô combien vital pour faire face à tout changement dans une économie en pleine effervescence (numérisée, instantanée, mondialisée).

Delannay & Dietsch (1999) montrent que le crédit interentreprises remplit une fonction d'amortisseur financier en cas d'aléas. En particulier les PME qui font de leurs fournisseurs des banquiers malgré eux (mais sans qu'ils soient maîtres de l'évolution de leur concours). Cependant, le rôle de cette variable tend à diminuer (activités à forte valeur ajoutée dans les services, les prestations intellectuelles et dans l'industrie immatérielle en général).

Par ailleurs, l'effet d'éviction dont sont victimes les "PME risquées" sur les marchés action et crédit les incitent à trouver de nouveaux leviers de flexibilité financière.

Même dans une société dont le capital économique est dominé par des actifs intangibles qui ne répondent pas aux critères de la flexibilité financière (divisibilité, disponibilité, mobilité), le poste clients peut constituer une source de liquidité alternative qui présente deux gros avantages pour une entreprise de croissance : elle se régénère et se dilate continuellement.

Comparativement, un immeuble de grand standing situé rue de la Bérotrie dans le 8^{ème} arrondissement de Paris est beaucoup moins liquide qu'un assortiment de créances de qualité. Certes, il est facilement cessible mais sous quels délais et moyennant quels frais connexes (taxes sur les cessions, commissions) ?

Enfin, le changement de structure des coûts que suscite la mise en place d'une solution de Factoring (baisse des charges fixes tant sur le plan opérationnel que financier) parachève l'agilité financière de l'entreprise.

Prééminence du cash

"Profit is an opinion, cash is a fact". Cet aphorisme prononcé par les analystes américains dès 1992 met en exergue la prééminence de la réalité factuelle apportée par la trésorerie sur l'opacité des états financiers.

"En rachetant leurs créances clients, les Factors permettent aux entreprises ayant peu de trésorerie de créer des liquidités" explique Thierry Duval, président du cabinet Duval Consulting, la gestion du cash doit être le socle de la stratégie d'entreprise. Suivant l'usage qui en est fait, elle peut permettre de réduire le coût du capital mais aussi l'augmenter.

Convertir les résultats comptables en cash

L'enrichissement théorique intervient au moment où la vente est réalisée, et pourtant, la facturation et encaissement n'appartiennent pas à la même dimension temporelle. Tout comme le projet SEPA va permettre de réduire le Float⁷⁶ exercé par les banques et de limiter l'écart entre date d'opération et date de valeur, le Factoring permet de réconcilier en partie la comptabilité d'engagement (flux affichés) et la comptabilité de caisse (flux réels) en gommant l'écart entre date de facturation et date de règlement.

L'un des rôles du Factoring, en agissant au cœur du processus de génération du cash, est d'optimiser la production et la gestion des liquidités de l'entreprise. En y intégrant la notion de risque liée aux flux réels de trésorerie, ce procédé rend l'usage des indicateurs comptables plus pertinents (CA, EBE, RN, CAF⁷⁷, ...) en les rapprochant d'indicateurs financiers qui tiennent compte du risqué lié aux flux réels (ETE, FTE⁷⁸, FTD, FCF to the Equity⁷⁹, ...).

Exemple : société de services clôturant son exercice avec les chiffres suivants : CA : 1,8 M€ HT, REX = 400 K€, résultat = 200 K€, CAF = 600 K€, variation de BFE = 300 K€, encours clients : 600 K€ (TTC).

En tenant compte des décalages d'exploitation, le CA ne générera en réalité que 1 500 K€ de cash sur l'exercice, le REX 100 K€, la CAF 300 K€ et la caisse enregistrera un débit de 100 K€.

En mettant en place une solution de Factoring lui permettant de mobiliser 90% de son poste clients, elle aurait pu engranger une variation positive de trésorerie de 440 K€.

(600 K€ x 90% - 100 K€).

Améliorer la situation de la trésorerie et de la trésorerie nette

"Le seul poste du bilan qui peut amener l'entreprise au dépôt de bilan, c'est la trésorerie !"

Une solution pérenne de financement par le Factoring permet d'injecter du cash en complément des disponibilités et des valeurs mobilières de placement.

⁷⁶ C'est le temps (en jours) pendant lequel l'argent «flotte» d'un compte à l'autre lors d'une transaction.

⁷⁷ Capacité d'autofinancement : résultat net + charges non décaissées (formule simplifiée).

⁷⁸ FTE : Flux de Trésorerie d'Exploitation. FTD : Flux de trésorerie disponible.

⁷⁹ Flux de trésorerie disponibles destinés aux actionnaires.

En transformant l'actif circulant (hors stock) en cash, le Factoring permet de transformer le ratio de liquidité réduite⁸⁰ en ratio de liquidité immédiate⁸¹.

Exemple : Encours clients = 3 M€, Trésorerie = 1 M€, Exigible court terme = 2 M€

Ratio de liquidité réduite = 3 M€ + 1 M€ - 2 M€ = 2M€

Ratio de liquidité immédiate = 1 M€ - 2 M€ = -1 M€

Ratio de liquidité immédiate avec le Factoring = 1 M€ - 2 M€ + 3 M€ x 90% = 1,7 M€.

N.B. : par la confiance que cela inspire, le fait même de pouvoir disposer de cash permet de trouver de nouveaux apporteurs de capitaux.

Rester maître de l'affectation de sa CAF

La capacité d'autofinancement permet à une société d'allouer ses flux en fonction des priorités d'investissement (capacités de production, sécurité, croissance du BFE...) et des obligations envers ses investisseurs (dividendes). Le choix d'affectation de cette dernière peut être ruiné par la sécrétion prolongée d'ITE⁸² ; la CAF risque alors d'être intégralement consacrée au financement du BFE sans possibilité de lever des fonds externes complémentaires pour financer les autres investissements nécessitant parfois davantage de couverture en fonds propres. Ce constat risque d'être fait à postériori alors qu'une grande partie de la CAF aurait pu être mobilisée par anticipation.

Vitesse de circulation du cash

Dans la théorie économique : la relation d'équivalence $Mv = pY$ souligne que la création de richesse dépend de la vitesse de circulation de la monnaie. Il en va de même dans une entreprise. La Factoring peut contribuer à fluidifier et à accélérer la circulation du cash créant ainsi des opportunités.

Coûts d'opportunités

Un réservoir de cash important et inemployé peut représenter des "coûts d'opportunités" élevés. En théorie, les sommes immobilisées dans la trésorerie de l'entreprise lui offriraient une plus grande rentabilité si elles étaient utilisées dans son actif d'exploitation. Il lui est donc nécessaire de se rapprocher d'un niveau de trésorerie égal à zéro afin de maximiser ses résultats. Le juste équilibre entre les différentes priorités de la trésorerie constitue donc une équation aussi délicate à résoudre que fondamentale. La Factoring permet de se rapprocher de cet objectif en substituant l'encours clients mobilisable à une partie de sa trésorerie (non rentable).

⁸⁰ Poste clients + Trésorerie - passif exigible court terme.

⁸¹ Trésorerie (disponible + valeurs mobilières de placement) - passif exigible court terme.

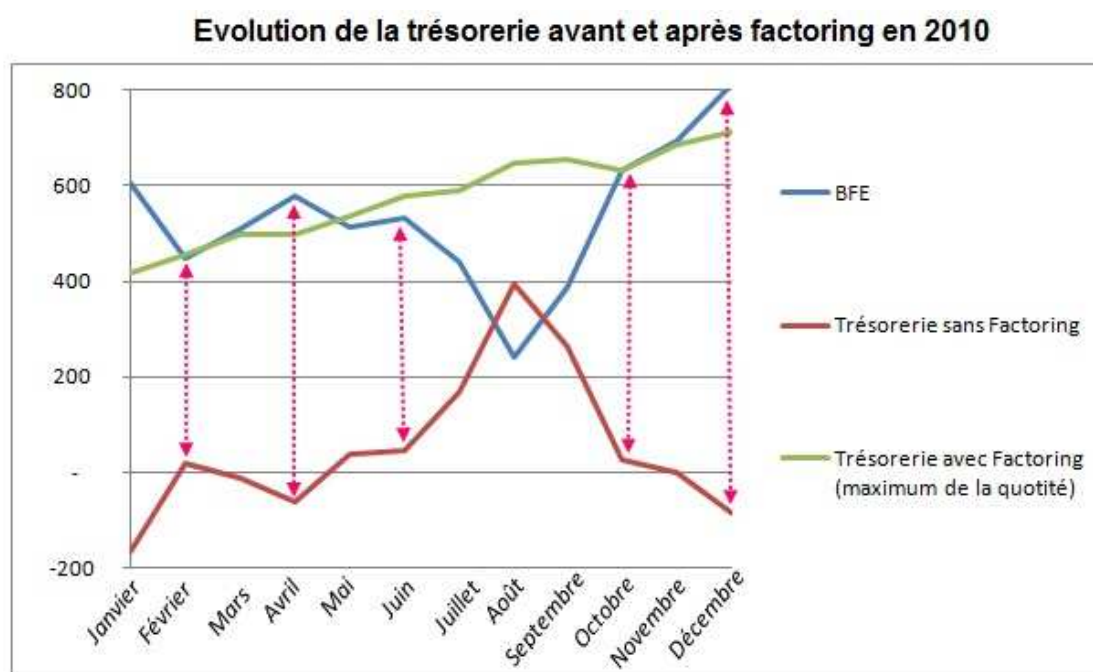
⁸² Insuffisance de trésorerie d'exploitation.

Substitut de fonds de roulement

L'ESMA (autorité européenne des marchés financiers) et l'AMF obligent les sociétés, dont les financements sont jugés insuffisants au lancement d'une offre publique de titres, à faire une "déclaration de fonds de roulement" sur le prospectus. En cas d'insuffisance, la société doit faire mention de solutions complémentaires : notamment, financement des créances commerciales (c'est le cas d'Infogrames qui a signifié disposer de ligne de financement par affacturage de 60 à 70% de son encours clients).

Cash Pooling⁸³ ou Pool Factoring

Certains groupes internationaux rencontrent des conditions d'emprunt différentes suivant les zones géographiques. Il arrive que ces deniers fassent remonter du cash par l'intermédiaire de filiales bénéficiant de contrats de Factoring dans des pays à faible taux. La centralisation de ses flux permet à l'ensemble du groupe de bénéficier de liquidités bon marché.



□ La trésorerie de Belink Interactiv évolue en opposition avec le besoin de financement. Avec le Factoring, l'équilibre entre besoins et ressource est trouvé permettant à la trésorerie de se stabiliser.

3.1.3. Levier d'optimisation des risques

Au-delà de la structure financière qui garantit la solvabilité de l'entreprise en cas de liquidation, la détention et la génération immédiate de cash sont les meilleurs garants de sa pérennité. Une PME innovante est un actif pouvant être considéré comme très risqué par un investisseur alors que son poste sera jugé sûr par un Factor. Il n'existe pas de corrélation entre ces 2 aspects.

⁸³ Gestion centralisée de trésorerie.

A plusieurs égards, un contrat de Factoring peut renforcer la résilience globale de l'entreprise.

Risque financier

La dette bancaire, par les charges fixes qu'elle implique, expose l'entreprise à un risque financier. Le recours au Factoring permet paradoxalement de réduire ce risque. D'une part, parce que mobiliser son poste clients ne crée pas de "service de la dette" (les sommes avancées sont recouvrées par le Factor auprès des clients, non de l'adhérent et les intérêts sont prélevés au financement, non étalés dans le temps) ; d'autre part, parce que la possibilité d'actionner ce levier de cash lorsque survient une échéance peut éviter la cessation des paiements.

Le Factoring est rendu très souple par la double propriété qui le caractérise : c'est à la fois un prêt et une ligne de crédit. En fonction des besoins, les financements peuvent être stoppés ou partiellement utilisés.

Risque de crédit

Un impayé de 50 000 € nécessite de réaliser un CA additionnel de 1 M€ pour être compensé. Le risque de ne pas être payé à terme ou de ne pas être payé du tout peut être éliminé en totalité. Non seulement le Factor ne prend pas de franchise sur les créances domestiques (à la différence d'une assurance crédit classique), mais également, il les indemnise par anticipation (puisqu'elles ont été préalablement financées). L'entreprise n'aura ainsi à souffrir d'aucun décaissement ultérieur.

N.B. : SFAC, Coface et Atradius dédommagent leurs assurés dans un délai de 2-3 mois suivant la déclaration du sinistre. Une franchise est également prélevée.

Tableau indicatif du coût d'un impayé en fonction du taux de marge

	Montant des créances impayées						
Taux de marge	300 €	900 €	2 000 €	8 000 €	20 000 €	60 000 €	100 000 €
3 %	10 000 €	30 000 €	66 666 €	266 640 €	666 600 €	1 999 800 €	3 333 000 €
6 %	5 000 €	15 000 €	33 333 €	133 280 €	333 200 €	999 600 €	1 666 000 €
9 %	3 333 €	10 000 €	22 220 €	88 880 €	222 200 €	666 600 €	1 111 000 €
12 %	2 500 €	7 500 €	16 666 €	66 666 €	166 666 €	500 000 €	833 333 €
15 %	2 000 €	6 000 €	13 333 €	53 333 €	133 333 €	400 000 €	666 666 €
18 %	1 666 €	5 000 €	11 111 €	44 444 €	111 111 €	333 333 €	555 555 €
21 %	1 428 €	4 284 €	9 520 €	38 080 €	95 200 €	285 600 €	476 000 €
	Chiffre d'affaires à réaliser						

Risque économique

Les fluctuations opérationnelles et les pertes à caractère exceptionnel peuvent mettre en péril l'équilibre financier de l'entreprise, que ce soit de façon ponctuelle ou structurelle, et mener au dépôt de bilan. Préserver son réservoir de cash permet de piloter le risque global de l'entreprise en réduisant la "Distance to Default"⁸⁴ (c'est même déterminant en temps de crise).

Le Factoring peut jouer un rôle de tampon entre flux d'exploitation et de trésorerie, permettant d'absorber les aléas de l'activité. Sa mise en place permet également d'abaisser la sensibilité (ratio de "flow through"⁸⁵) de l'entreprise aux risques exogènes en substituant des coûts variables à certains coûts fixes (cf. opérations de relance, recouvrement, encaissement, analyse crédit, garantie...).

Risque d'illiquidité

Ce risque traduit l'impossibilité de faire face au passif exigible avec l'actif disponible, d'où, le spectre de la liquidation.

Le Factoring favorise la liquidité de l'entreprise en optimisant le processus de liquéfaction des actifs : vitesse de rotation des emplois face aux ressources exigibles à court terme. Cela lui permet aussi de recouvrer la maîtrise et la définition des dates de règlement. Seules 11% des PME ont déjà appliqué des pénalités pour règlement tardif (source : association des Experts Comptables).

En période critique (procédure de prévention ou de conciliation par exemple), il ne faut pas oublier la menace de suppression ou de réduction de ligne de crédit bancaire. Lever de nouvelles dettes peut par ailleurs se révéler difficile, voir impossible. A l'inverse, il est beaucoup plus aisé de mobiliser son poste clients. Des structures en situation de LBO parviennent ainsi à éviter un "breach de covenant"⁸⁶ qui les amènerait au dépôt de bilan.

Risque de change

C'est un risque de perte de valeur lié à la variation du cours d'une devise par rapport à une autre sur le marché des changes (de gré à gré). Les taux de change dépendent à la fois du facteur temps, de la conjoncture et de la volatilité des monnaies les unes par rapport aux autres. Souvent imprévisibles, les variations sont parfois négligeables mais elles peuvent aussi être très élevées, notamment lorsque le crédit client est long. L'année passée, on a observé des variations de près de 10% sur 3 mois entre l'Euro et le dollar (cf. graphique). Elles peuvent s'effectuer aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Pour les factures libellées en devises, le Factor prend les risques de change à sa charge entre l'émission de la facture à son règlement effectif. Il s'agit en quelque sorte d'une avance en devises puisque l'adhérent est financé par anticipation sans risque de perte de valeur.

⁸⁴ Probabilité de défaut / distance du défaut.

⁸⁵ Ratio de sensibilité : Flow-Through = Variation du Résultat ÷ Variation Chiffres d'affaire.

⁸⁶ Rupture de clause de sauvegarde.

Ainsi, une solution en Full Factoring à l'export intègre à la fois la gestion du poste clients à l'international, la garantie contre les risques d'insolvabilité des clients et la couverture contre les risques de change.



Evolution des taux de change EUR /USD sur une année

3.1.4. Levier organisationnel

La gestion globale du poste clients requiert des compétences multiples. La mise en place d'une solution de Factoring conduit l'entreprise à sous-traiter un certain nombre de tâches n'appartenant pas à son cœur de métier. Toute chose égale par ailleurs, leur prise en charge par des sociétés de financement spécialisées en fait un vecteur d'efficacité tant sur le plan des délais, de la qualité que du coût.

Gestion des comptes clients

Quelles que soient les variations d'activité ou la saisonnalité, seul un prestataire externe est capable d'allouer le bon niveau de ressources en fonction des besoins.

Les plus grands Factors (BNP Factor, CGA, GE Capital, Eurofactor) disposent de leurs propres équipes de recouvrement. Le processus de gestion du cycle d'encaissement est parfaitement orchestré par des personnels régulièrement formés. Les courriers partent de façon automatisée, les relances prennent le relais dès l'échéance (jusque 100 000 appels sont passés par mois). Certains Factors ont même organisé leur département "recouvrement" en plusieurs cellules d'agents spécialisés par typologies de clientèle : PME, grands comptes, administrations.

Le rayonnement et la taille de ces sociétés financières, travaillant étroitement avec la Banque de France, rétablit le rapport de force entre les PME qu'elles représentent et les grands comptes. La connaissance aigüe des débiteurs leur confère une bien plus grande force de négociation qu'une entreprise isolée, ce qui conduit à une réduction de son DSO.

A l'export, s'appuyer sur une équipe d'agents polyglottes au fait des pratiques commerciales locales, se révèle plus précieux encore.

L'enjeu est immense pour les adhérents, se libérer des tâches administratives mais aussi obtenir des résultats : réduire les délais de paiement, les situations de litige et les créances douteuses.

Une entreprise réalisant 45 M€ de CA, si elle est payée 1 jour plus tôt, économise 125 K€ de mobilisation financière par an (European Payment Index) améliorant d'autant son ratio d'endettement. D'après FactoCIC, il existe une corrélation entre délai de règlement et taux de défaut client. D'ailleurs, les créances non recouvrées depuis plus de 90 jours représentent statistiquement un risque de non règlement de 10% et de 25% pour les créances de plus de 180 jours. BNP Paribas Factor s'engage à réduire les délais de paiement de ses adhérents (ils mettent en avant la certification ISO 9001 obtenue en la matière). Quant à GE Factofrance, ils parviennent à réduire en moyenne de 5 à 8 jours les délais de paiement de leurs clients PME. Les améliorations peuvent également porter sur l'ACD⁸⁷.

Dans le cadre des relations hebdomadaires, voire quotidiennes, des jeunes entreprises avec leur Factor (chargé de clientèle), elles peuvent bénéficier de conseils d'experts du bas de bilan sur les aspects administratifs et juridiques relatifs à leur processus de facturation.

Concernant les relations commerciales, plusieurs cabinets d'audit recommandent la mise en place d'une rémunération variable déclenchée à l'encaissement et non à la facturation. Ils estiment qu'impliquer la force de vente dans le recouvrement améliore le DSO.

Cette pratique, par l'ambivalence de la relation qu'elle instaure avec le client, peut conduire à une certaine confusion et à une relative démotivation.

Le CIC explique : *"La gestion du poste clients oppose des intérêts contradictoires entre les financiers et les commerciaux. En optant pour son externalisation vous vous libérez des contraintes administratives et vous vous concentrez sur le développement de votre activité [...] vous permet de générer des gains de productivité"*.

Assurance crédit

Quelle justification économique peut avoir le recrutement d'un Crédit Manager pour une entreprise de moins de 50 salariés ? Dans les faits, ces fonctions sont rarement représentées dans les entreprises de croissance, et lorsqu'elles le sont, les résultats ne sont pas obligatoirement à l'avenant : 55% des groupes faisant plus de 300 M€ de CA n'ont pas fixé de limite de crédit par client (source : Vernimmen).

Ce luxe est toutefois possible au moyen d'une solution en Full Factoring. Les prestations vont de la tenue du dossier client (comportant des données historiques, financières, commerciales et comportementales) à la gestion des contentieux et des impayés en passant par les enquêtes de solvabilité.

En cas de désapprobation d'une ligne de garantie sur un client, des mesures peuvent être prises pour se prémunir contre les risques de défaillance de son client (règlement comptant ou acompte à la commande couvrant les sommes hors garantie). Il vaut mieux éviter le risque que le gérer de façon inconfortable.

⁸⁷ Average cost of delinquency (délai moyen de retard / de délit).

Systemes d'information

57% seulement des DAF tiennent un "reporting" dédié à la gestion de leur BFR ; 1/5 des DAF connaît l'indice de performance du BFR de son entreprise (source : Ernst & Young - BFR Management).

Là encore, la mutualisation des moyens pour un ensemble de sociétés permet au Factor de développer et d'exploiter des outils adaptés à son métier : RAO (recouvrement assistée par ordinateur), Extranet fonctionnant en mode SaaS⁸⁸, logiciels d'accrochage des règlements (lettrage automatique), tableaux de bord de suivi du poste clients, dématérialisation des créances commerciales...

3.2. Leviers économiques

3.2.1. Levier financier et fiscal

Comment surfer sur l'effet de levier procuré par la dette lorsque l'on est une entreprise rationnée au niveau du crédit bancaire ? Afin de contourner cette contrainte, il est possible de griffer le marché du financement en mobilisant son poste clients, ce qui peut procurer un avantage comparatif déterminant dans la course à la croissance.

Effet de levier financier

Une entreprise en fort développement peut d'autant plus faire jouer l'effet de levier que le coût de ses capitaux propres est extrêmement élevé. Ses opportunités d'investissements sont importantes, elles peuvent être satisfaites tant que le coût de la dette n'excède pas la rentabilité économique ou ne l'impacte pas négativement par un ratio d'endettement excessif.

Le recours au Factoring s'inscrit idéalement dans ce schéma : d'une part, il profite à plein du levier financier du fait de l'écart significatif entre coût modéré de la dette et TRI des capitaux propres très élevé ; d'autre part, il permet un usage presque illimité de l'effet de levier dans la mesure où les financements ne sont pas plafonnés (seule la quotité de financement est figée). Enfin, le fait de pouvoir "déléverager"⁸⁹ la structure financière à tout moment sécurise le pilotage de l'entreprise.

Effet de levier fiscal

La déduction des intérêts d'emprunt vient en diminution du coût de la dette accentuant d'autant l'effet de levier financier (l'IS est généralement de 33% en France).

En cas de baisse d'activité, non seulement le levier fiscal ne joue plus, mais à l'inverse, "l'effet de levier" peut se transformer en "effet de massue"⁹⁰ du fait des charges financières qui grèvent le

⁸⁸ Software as a Service : abonnement à un logiciel proposé en ligne (plusieurs SaaS forment le Cloud Computing).

⁸⁹ Réduire le financement à effet de levier / réduire sa proportion d'endettement au passif.

⁹⁰ Lorsque le coût de la dette est supérieur à la rentabilité économique.

résultat de l'entreprise. Dans une telle situation, une société factorée pourra, si sa trésorerie le lui permet, moduler les montants mobilisés en faisant la balance entre urgence financière et rentabilité inhérente à chaque projet.

Enfin, la MPC autorise une société dont les ETE sont durablement négatifs, malgré des marges positives, de libérer de la trésorerie en neutralisant l'impact des variations de BFE tout en bénéficiant d'économies d'impôts qui éviteront des décaissements futurs.

Dans certaines opérations de LBO, il est possible d'adjoindre à une dette structurée un financement par Factoring en complément de dette mezzanine⁹¹ qui est souvent très chère et assortie de conventions très strictes.

3.2.2. Levier de rentabilité et de profitabilité

Le Factoring peut avoir un impact substantiel sur la rentabilité de l'entreprise. Il agit simultanément sur l'abaissement du coût du capital et sur la maximisation du rendement de l'actif économique.

Coût des ressources

La mobilisation du poste clients permet à la fois de bénéficier de l'économie d'impôts et de l'attractivité des taux d'intérêt pratiqués (3,5% l'an en moyenne contre 5% pour les emprunts moyens-long terme).

Avant même l'application du Spread⁹², le taux de référence du court terme (Euribor 3 mois) est inférieur de 130 points de base au taux de référence de l'OAT⁹³ (à septembre 2011, l'Euribor 3 mois est à 1,54% l'an tandis que l'OAT 10 ans est à 2,84% l'an).

Sa propriété étant de s'ajuster en temps réel avec le cycle d'exploitation de l'entreprise, l'efficacité du Gearing⁹⁴ sur l'optimisation du WACC est amplifiée par la souplesse d'utilisation de ce mode de financement. La sous ou sur mobilisation de trésorerie par la levée d'un montant de dette (ou de fonds propres) figé dans le temps est ainsi évitée, faisant économiser de fait les coûts d'opportunité et les intérêts fixes d'une dette dormante.

N.B. : plus l'horizon d'emprunt est long, plus il est considéré comme risqué pour le prêteur et plus il est cher.

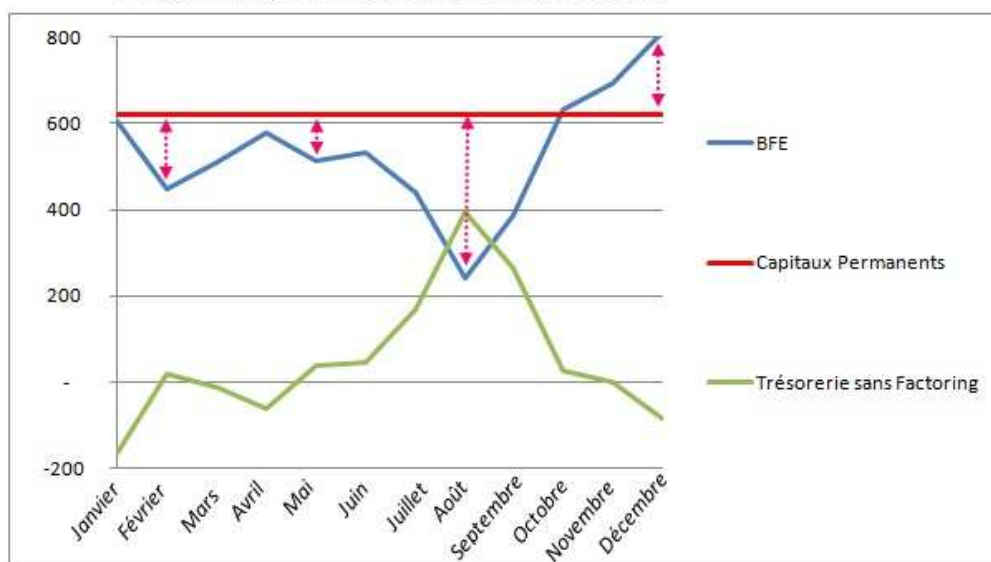
⁹¹ Dette Junior subordonnée qui s'interpose entre dette Senior et capitaux propres.

⁹² Différence entre taux sans risque et taux facial (marge de la banque).

⁹³ Obligation Au Trésor : taux sans risque long terme 7-10 ans.

⁹⁴ Rapport endettement net / capitaux propres.

Evolution du BFE et de la trésorerie en 2010



□ Financer son BFE uniquement par des capitaux permanents (fonds propres + dette moyen-long terme) entraîne une sur mobilisation ponctuelle de cash, d'où, des intérêts additionnels.

Gains liés à l'externalisation des risques et des opérations

Le taux moyen d'insolvabilité enregistré par les entreprises françaises est de 0,56% du chiffre d'affaires, il s'élève même à 0,66% pour les PME de moins de 50 salariés. Le coût moyen de la gestion du poste clients est estimé à 1% du CA par la plupart des experts.

Le cabinet de courtage Anexi-Finance estime de son côté le coût global moyen de la gestion du poste clients et du recouvrement à 3% du CA selon la décomposition suivante :

- Coût de gestion administrative des comptes clients : 0,8% du CA environ
- Coût moyen des créances irrécouvrables : 0,6% du CA environ
- Coût de l'inflation sur le retard de paiement : 0,2% du CA environ
- Coût du recouvrement des créances : 1,4% du CA environ

Exemple : une société réalisant 10 M€ de CA aurait un coût global de gestion, de recouvrement et de pertes liées aux créances de 300 000 €.

Chaque entreprise peut déterminer son propre ratio, celui-ci dépend de l'activité, de la taille et de l'organisation et de chaque entreprise :

Exemple de calcul : salaire brut + charges patronales + formation + frais de fonctionnement (téléphone, courrier), frais de structure (locaux, bureautique) + frais juridiques (avocat, huissier) + frais d'assurance + frais financiers dus aux retards de paiement + base de données financière.

Un autre indicateur prend en compte le coût moyen de traitement par facture : il est évalué à 17 € par la société B-Process.

N.B. : le temps nécessaire au traitement de chaque facture est par ailleurs évalué à 8,6 jours par la société Iron Mountain.

Exemple : une société de 10 M€ de CA ayant une valeur moyenne de facture de 3 K€, avec une clientèle de grands comptes et une situation financière moyenne aurait un coût de gestion de 56 000 €, soit, 0,56% de son CA (hors assurance crédit).

Sur ce même exemple, la grille de tarification de GE Capital ressort à 0,53%, ce taux incluant l'ensemble des services gestion ainsi que l'assurance crédit. Bien loin des 3% vus plus haut.

Au regard de ces résultats, que penser des commissions prises par les banques d'affaires sur les opérations d'introduction en bourse (2,8% en moyenne) ou sur les produits de couverture de change (3% pour une simple option, 2% pour un Tunnel⁹⁵) qui ne couvrent pourtant qu'un seul et unique risque et ne comportent pas de prestations de services.

Si le Factor parvient à faire gagner 5 jours de délais de règlement à notre société de 100 M€ de CA, celle-ci s'endettant à 5% l'an, le gain sur les charges financières sera de 68 500 € ($100 \text{ M€} \times 5 \div 365 \times 5\%$).

Une autre source de gain résulte de l'utilisation des surplus de cash mobilisés pour négocier le versement d'escomptes en contrepartie de règlements anticipés auprès des fournisseurs. 1% d'escompte sur un règlement avec 30 jours d'avance équivaut à un placement financier à 12% !

Outre les coûts de gestion, gérer son risque de façon autonome suppose d'être en mesure d'aligner des fonds propres en conséquence. Eu égard à la rareté et au coût desdits fonds propres (jusque 30-50% de rendement dans les secteurs du high-tech), il semble préférable de passer ce poste en charges pour éviter un gonflement du WACC.

Exemple : prenons le cas d'une entreprise factorée ayant un fonds de garantie de 10% (quotité de financement 90%) et une assurance crédit. Si elle estime que son poste clients porte un risque nécessitant une allocation de 25% de fonds propres, alors, elle économise 15% de fonds propres en le sous-traitant.

N.B. : tout comme les compagnies d'assurance, le Factor lisse le risque et les variations d'activités par la diversification et la mutualisation de créances provenant d'une multitude d'entreprises.

Abaissement du point mort⁹⁶ ("break even point")

Au-delà des coûts relatifs à chaque poste de dépense, le Factoring intervient à plusieurs niveaux dans la structure de profitabilité de l'entreprise.

- Impact simple sur le point mort opérationnel : la "variabilisation" d'une partie des charges fixes (gestion, recouvrement, assurance crédit) au profit de charges variables a pour conséquence d'abaisser le taux de marge sur coût variable.
- Impact double sur le point mort financier⁹⁷ : abaissement simultané des charges fixes à la fois opérationnelles et financières : intérêts d'emprunts optimisés, fiscalement déductibles, et surtout, pouvant être suspendus à tout moment.

⁹⁵ Combinaison de Cap et de Floor permettant de réduire le coût de la couverture contre le risque de taux ou change.

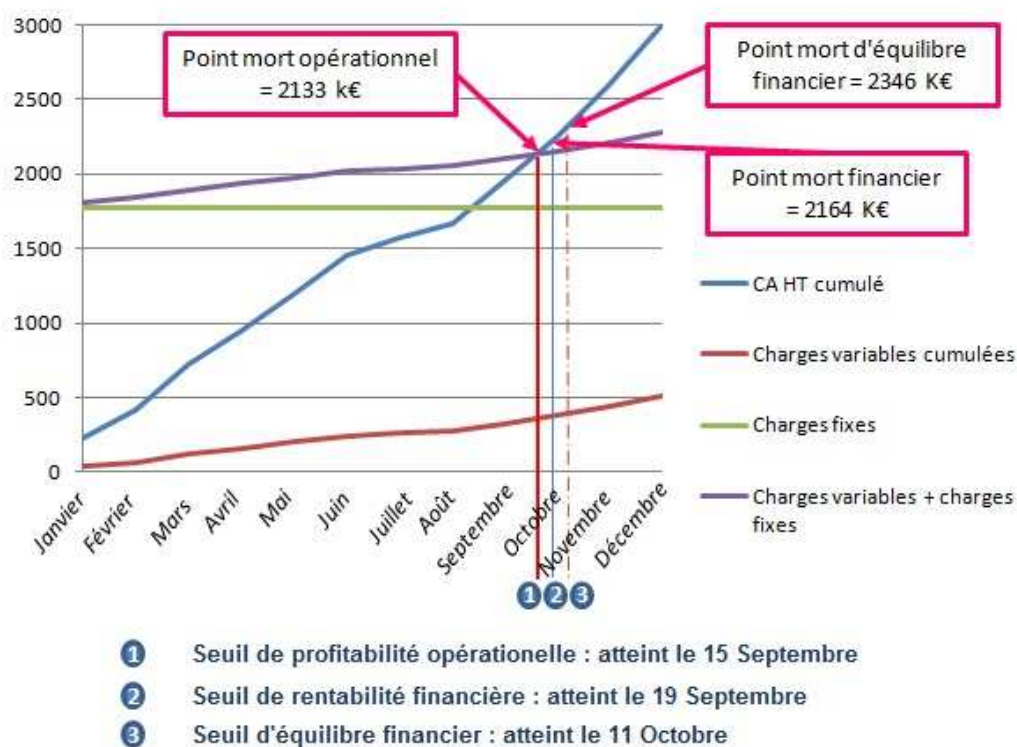
⁹⁶ Appelé "break even point" : volume d'activité à partir duquel les produits couvrent les charges fixes et variables.

- Impact triple sur le point mort d'équilibre financier⁹⁸ : ce point mort tient compte des deux précédents mais aussi des décalages entre encaissements et décaissement. Il consiste donc à dégager suffisamment de marge sur les ventes pour couvrir tous ces aspects (charges opérationnelles, financières et décalages en caisse). Une entreprise de croissance peut voir ses marges systématiquement absorbées par les variations du BFE, cet effet peut être en grande partie neutralisé par la mobilisation du poste clients en abaissant le taux de marge d'encaissement sur décaissement variables.

N.B. : marge de caisse = CA encaissé – charges variables décaissées

Taux de Marge de caisse sur charges variables décaissés = marge de caisse ÷ CA x 100.

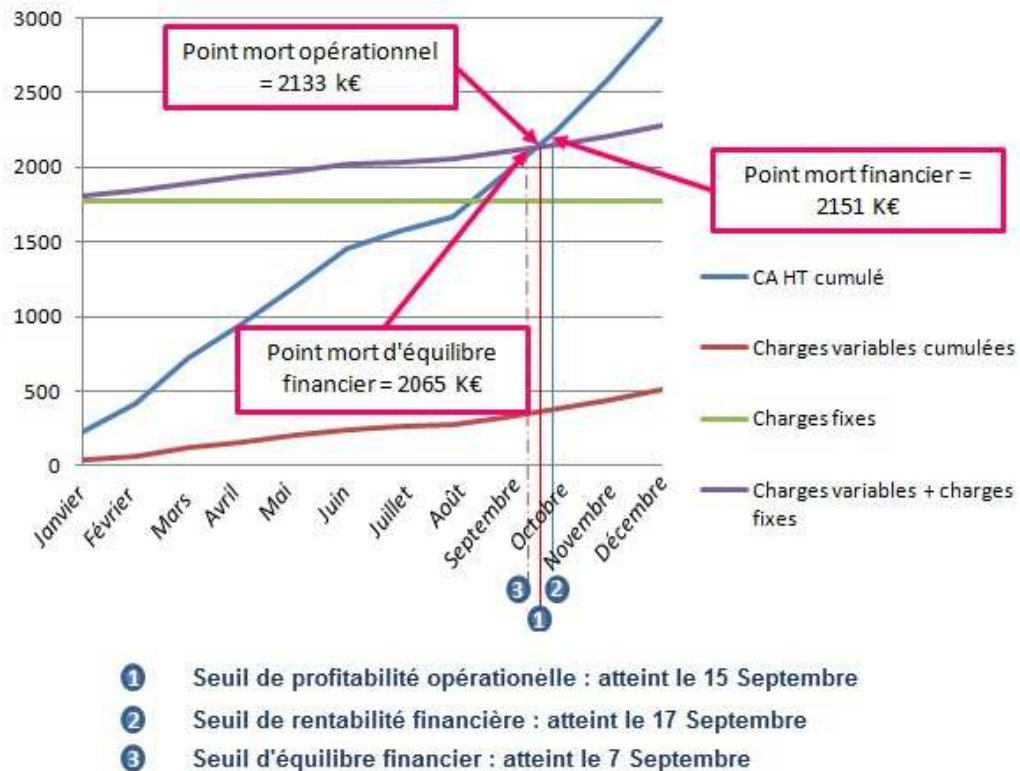
Simulation des différents points morts sans Factoring



⁹⁷ Point mort intégrant les charges financières.

⁹⁸ Aussi appelé "cash flow break even point" : point mort intégrant l'ensemble des charges ainsi que les décalages temporels liés à l'accomplissement du cycle d'exploitation.

Simulation des différents points morts avec Factoring



3.2.3. Levier de valorisation

Les leviers précédents ont évidemment une influence directe ou indirecte sur la valorisation des entreprises bénéficiant d'une solution de Factoring efficiente.

Valorisation des actifs immatériels

Le Capital Clients, tout d'abord, profite de l'instauration d'une gestion optimisée, d'un suivi rigoureux et d'un recouvrement professionnalisé. Si la qualité des produits vendus est importante, la qualité de la relation commerciale l'est aussi (en s'affranchissant des délais de paiement, l'entreprise se montre plus souple sur les modalités de règlement exigées par ses clients).

De même, les préconisations méthodologiques (notamment au niveau de la facturation), l'utilisation d'outils adaptés et de tableaux de bords appropriés renforcent le Capital Organisation.

Enfin, le Factoring apporte un gage de sécurité aussi bien aux banques (en éliminant une part des risques portés par son client) qu'aux fournisseurs (moindre risque de défaillance pouvant affecter la bonne fin des commandes passées) ce qui valorise le Capital Partenaire.

Valorisation par la méthode des DCF⁹⁹

Avec les méthodes basées sur la génération de cash Flow futurs (DCF, les DDM¹⁰⁰ ou l'APV), la valeur de l'entreprise est obligatoirement dépréciée par les variations de BFR.

L'incertitude, pesant sur les revenus futurs, est plus grande encore dans une entreprise de croissance puisque son évolution dépend de facteurs exogènes très difficiles à anticiper pour les investisseurs (débouchés, comportement des clients, concurrence et autres risques idiosyncratiques), ce qui hypothèque sa valorisation future.

Sachant que Facebook a attendu 6 ans avant de générer ses premiers cash Flow positifs, quelle aurait été sa valorisation à ses débuts avec un prévisionnel de CA sur 5 ans ? Heureusement, Facebook jouit d'apports de fonds conséquents de la part d'investisseurs tels que Goldman Sachs. Mais tout le monde n'a pas cette chance !

Par la captation systématique du cash provenant de l'EBE, le Factoring annihile en partie ces effets cycliques donnant ainsi plus de crédibilité et de précision dans la prise de décision face aux choix d'investissement.

Création de valeur mesurée par les méthodes Economic Value Added et Shareholder Value Added¹⁰¹

Le gros avantage du Factoring est que le Gearing évolue concomitamment avec les variations d'activité impactant à la fois les résultats et le taux d'actualisation.

* Vision entreprise (EVA) : toute chose égale par ailleurs, en cas de baisse du CA, le REX (numérateur du ROCE¹⁰²) fait baisser la rentabilité économique. Dans le même temps, la baisse du BFE permet de réduire la MPC faisant décliner mécaniquement la dette et les capitaux engagés (dénominateur du ROCE), la rentabilité économique est ainsi stabilisée. Par ailleurs, le désendettement de la société allège le TRI exigé par les actionnaires (le risque de la structure financière s'ajuste en temps réel). L'augmentation du CMPC est aussi atténuée par la baisse du rendement espéré sur les capitaux propres.

=> En cas de chute d'activité, on constate que la création de valeur est préservée grâce à la MPC.

N.B. : $EVA = \text{capitaux investis} \times ((\text{REX-IS} \div \text{capitaux investis}) - \text{CMPC})$

* Vision actionnaire (SVA) : toute chose égale par ailleurs, en cas de baisse du CA, le REX diminue, donc, le résultat net aussi (numérateur du ROE¹⁰³). La baisse du résultat net est cependant atténuée par la diminution des charges financières liées au désendettement simultané de la société (dégonflement de la MPC). La rentabilité financière de l'actionnaire est ainsi

⁹⁹ Discounted Cash Flow analysis : évaluation d'un investissement par les flux de trésorerie futurs avec prise en compte de la valeur du temps au travers du taux d'actualisation.

¹⁰⁰ DDM : Discounted Dividend Model, APV : Actual Present Value.

¹⁰¹ EVA : création de valeur économique, SVE : création de valeur pour l'actionnaire.

¹⁰² Return On Capital Engaged : rentabilité économique = $(\text{Rex} - \text{IS}) \div \text{capital économique}$.

¹⁰³ Return On Equity : taux de rentabilité des capitaux propres = $\text{résultat net} \div \text{capitaux propres}$.

stabilisée. Les capitaux permanents ne changent pas (dénominateur du ROE), en revanche, la baisse du risque attaché à la structure financière fait baisser le CMPC.

La rentabilité financière de l'actionnaire est ainsi maintenue.

=> En cas de chute d'activité, on constate que la création de valeur pour l'actionnaire est également en partie préservée grâce à la MPC.

N.B. : $SVA = CP \times ((\text{résultat net} \div \text{Capitaux propres}) - \text{CMPC})$

Ce phénomène peut être amplifié si l'externalisation de la gestion de poste clients conduit à son optimisation. Une baisse du DSO entraîne une diminution du BFE, donc, des capitaux à investir pour financer le projet. De plus, les charges financières économisées sur cette baisse de la valeur de roulement¹⁰⁴ entraînent une augmentation du résultat net.

Création de valeur calculée par la VAN

Prenons le cas d'une société en phase de "cash burning" dont la VAN est évaluée sur les 5 prochaines années avec un taux d'actualisation de 12%. Malgré des EBITDA positifs tout au long de la période, ses cash flow sont négatifs les 3 premières années du fait des variations de BFE.

1/ Calcul de la VAN sans mobilisation du poste clients : $-10 \times (1+0,12)^{-1} - 5 \times (1+0,12)^{-2} + 5 \times (1+0,12)^{-3} + 15 \times (1+0,12)^{-4} + (25+25) \times (1+0,12)^{-5} = \mathbf{25,4}$.

2/ Calcul de la VAN avec neutralisation de la variation de BFE (5/an) au moyen de la MPC = $-5 \times (1+0,12)^{-1} + 0 \times (1+0,12)^{-2} + 10 \times (1+0,12)^{-3} + 20 \times (1+0,12)^{-4} + 30 \times (1+0,12)^{-5} = \mathbf{32,4}$.

On constate que, même avec une somme de flux similaires, on obtient une VAN 55% supérieure en mobilisant le poste clients. La valeur du cash est plus élevée à un horizon de temps court. On en déduit également, que la valeur de roulement se déprécie au fil du temps s'il n'est pas immédiatement employé. Cette observation est particulièrement vraie lorsque le rendement exigé par les actionnaires est élevé, ce qui est le cas des entreprises de croissance.

Valeur patrimoniale par le renforcement de l'assiette

Même si l'accès aux solutions déconsolidantes est désormais plus contrôlé, elles n'en demeurent pas moins séduisantes puisqu'elles permettent au cédant de transformer les créances clients en trésorerie à l'actif, sans aucune contrepartie au passif. Ce "nettoyage" de bilan influence la valeur patrimoniale des capitaux propres. En effet, dans le cadre des retraitements financiers, la trésorerie est agrégée avec la dette financière pour donner la dette financière nette. Les ratios financiers d'endettement et de liquidité s'en trouvent améliorés.

¹⁰⁴ "Working Capital". Capital permanent nécessaire au financement de l'impasse de trésorerie.

Valorisation de la société Belink Interactiv par la méthode des DCF

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
I. <u>Free Cash Flow sans Factoring</u>	198	213	292	366	459	575
II. <u>Free Cash Flow avec Factoring</u>	236	228	306	384	481	603

Taux sans risque (OAT 10 ans - Juin 2011)	4%
Taux d'intérêt de la dette Factoring (Euribor 3 mois + 150 points)	3,5%
Taux d'intérêt de la dette LMT	6,0%
Bêta désendetté secteur high-tech	1,75
Ratio Dette / FP + Dette (leverage)	25%
Bêta "endetté" société $\beta \times (1 + ((1-t) IS) \times D / CP)$	2,14
Prime de risque marché	5%

	Taux actualisation (WACC)	Enterprise Value (k€)	
I. <u>Free Cash Flow sans Factoring</u>	100% Fonds Propres	12,75%	3 501
	Financement à 50% par Dette Financière MLT	9,36%	5 060
	Financement à 50% par Factoring	8,52%	5 645
	<i>Avec prise en compte de la flexibilité du financement</i>	7,78%	6 269
II. <u>Free Cash Flow avec Factoring</u>	Financement à 50% par Factoring	8,52%	5 748
	<i>Avec prise en compte de la flexibilité du financement</i>	7,78%	6 374

□ La mise en place de la solution de MPC impacte directement le WACC réduisant ainsi le taux d'actualisation des cash flow. On constate successivement l'incidence sur la valeur de l'entreprise du coût de la dette, de la flexibilité de la ressource et de l'anticipation des flux de trésorerie.

3.3. Limite

Malgré les différents avantages que présentent le Factoring et la mobilisation du poste clients en général, il apparaît nécessaire de souligner les limites de ces techniques de financement ainsi que les points de vigilance dans leur mise en œuvre.

3.3.1. Contexte rendant la solution inopérante ou dérisoire

Cash Pooling

Nombreuses sont les entreprises de croissance développées sous la houlette d'une maison mère financièrement puissante. Dans un tel cas, il est fréquent de voir les filiales alimentées en cash en fonction de leur besoins. Les filiales en phase de développement à fort besoin de trésorerie bénéficient des excédents de trésorerie dégagés par les filiales parvenues à maturité. Le cash Pooling permet d'économiser des frais financiers dus aux imperfections des marchés.

Avec un tel montage, le recours au Factoring peut se révéler inutile. Lorsque les flux de trésorerie consolidés sont insuffisants, il arrive toutefois qu'un groupe fasse remonter du cash par mobilisation de poste clients pour le gérer ensuite de façon centralisée.

Abondance de fonds propres

Comme lors de la bulle Internet de 2000, certaines sociétés offrent de telles perspectives de croissance et de revenus futurs que leurs acquéreurs les inondent de cash pour satisfaire leurs besoins. Dans ces circonstances, les cibles deviennent souvent indifférentes aux avances de cash que représente le Factoring.

Le cas de Dailymotion, star du "Web 2.0", illustre parfaitement ces 2 situations : la société a été factorée dès 2008 pour contribuer à son lancement ; en 2009, une nouvelle levée de fonds de 15 M€ auprès des fonds d'investissement Partech International et Atlas Venture ont pris le relais pour parachever sa croissance. Début 2011, alors que la société était enfin devenue profitable, Orange a racheté 49% de ses parts pour 59 millions d'€.

BFR négatif et trésorerie pléthorique

Un poste clients insignifiant rend évidemment le financement par Factoring caduque. De même, une situation de BFR négatif n'incite pas à le financer par le biais de son encours clients. Il existe quelques secteurs d'activité spécifique où les délais de règlement sont très courts. Certaines typologies de clients paient strictement à 30 jours nets permettant d'éviter l'inflation du poste clients. Parfois même, ce dernier est plus que compensé par les dettes d'exploitation court terme (fournisseur et Etat).

Poste clients déjà nantis

De nombreux contrats de dettes (financement LBO notamment) sont en partie garantis par nantissement des créances interdisant ainsi la mise en place d'une solution de Factoring.

3.3.2. Financement non conforme aux attentes

Clients insolubles

La quotité de financement est un point déterminant d'une solution de Factoring. Elle doit être calculée en prenant en compte les fonds et réserves constituées par le Factor au titre des risques inhérents à l'activité (non valeurs, processus de facturation, sous-traitance, concentration, litiges...) mais aussi, les risques de crédit découlant de la solidité des comptes clients factorés.

Exemple : société ayant un encours clients moyen de 2 M€ constitué à 100% de TPE dont la moitié est insoluble. Fonds de garantie : 10%, réserve complémentaire de 15% au titre de la sous-traitance. Elle ne pourra en réellement mobiliser que 750 K€ ($2 \text{ M€} \times 75\% \times 50\%$).

Minimum de fonds de garantie

Une période de crise peut entraîner un effet de ciseaux pour la société factorée. Les garanties octroyées par les Factors ou les assureurs crédits peuvent être subitement revues à la baisse, impactant ainsi la capacité de mobilisation de l'entreprise au moment où elle en a le plus besoin

pour pallier un ralentissement de son activité. Ce phénomène s'est produit en 2009, seule année de déclin (-3,6%) connue par le Factoring depuis les années 60.

Cet effet de ciseaux peut être amplifié par un mauvais calibrage du minimum de fonds de garantie. En cas de chute brutale et inopinée d'activité, l'encours clients peut évoluer sous son niveau moyen prévisionnel ; le fonds de garantie s'ajustant avec l'encours, il peut atteindre son seuil planché et se figer immobilisant dans les comptes du Factor une précieuse trésorerie.

Exemple : société ayant un encours clients moyen de 2 M€ avec une quotité de 90% et un fonds de garantie de 10% (le minimum de fonds de garantie est de $2 \text{ M€} \times 10\% \times 70\% = 140 \text{ K€}$). Si l'encours atteint 1 M€, ce dernier sera de 14% et non plus de 10%.

N.B. : ce cas de figure est extrêmement rare dans les entreprises de croissance. Si leurs prévisions sont avérées, le fonds de garantie sera généralement sous-dimensionné.

Le minimum de fonds de garantie peut faire l'objet d'une rémunération au même titre qu'un compte à vue. Il s'élève le plus souvent à 50% de la commission de financement.

Enfin, toute comme le font de nombreuses banques, les Factors appliquent des jours de valeur qui peuvent retarder de 1 à plusieurs jours le virement effectif des montants financés. C'est un des aspects qui doit être négocié lors de la conclusion du contrat.

Justificatifs inadéquats

Les pièces de ventes justificatives sont précisées dans les conditions particulières du contrat. Le manque de rigueur de la part de l'adhérent ou la méticulosité excessive du Factor peuvent amener ce dernier à refuser le financement d'une facture jugée non exhaustive.

Dans des activités aux processus de facturation atypiques, certains Factors se retrouvent démunis et bloquent une partie des financements. On retrouve ces problématiques dans les produits virtuels (sites Internet par exemple) qui ne font pas l'objet d'un bon de livraison conventionnel. Le justificatif sera alors une recette qualitative, un code d'accès ou encore une copie d'écran.

3.3.3. Frais non maîtrisés

Coûts fixes divers

Les frais de dossier sont variables suivant la taille de l'adhérent et l'appétit du Factor pour prendre le dossier. Les frais télématiques doivent aussi être comptabilisés dans le calcul du coût global de revient de la solution. Sans oublier les demandes d'approbation si elles ne sont pas couvertes par l'octroi d'un crédit prévu contractuellement.

N.B. : les frais annexes sont compilés dans une brochure régulièrement mise à jour. Les virements exprès y sont par exemple tarifés.

Minimum annuel de commissions

C'est le coût fixe le plus âprement négocié. Il s'agit de la somme minimum due au Factor pour une année de prestations. Suivant les dossiers, il correspond à 60-80% de la commission de service

générée par le niveau d'activité prévu initialement. En cas d'interruption du contrat avant la date anniversaire, la différence entre commissions déjà versées et minimum de commissions annuelles doit être réglée. La date de résiliation est donc cruciale pour l'adhérent.

Coûts variables

La commission de service peut évoluer en cours de contrat lorsqu'elle se réfère à une grille de tarification. Les éléments pris en compte sont le CA cédé et la valeur moyenne d'une facture.

Le Spread appliqué par les Factors sur le taux de financement est fixe, toutefois, le taux de référence Euribor servant à son calcul évolue perpétuellement. Même s'il est généralement inférieur aux taux longs, un retournement brutal de la courbe des taux peut le rendre momentanément moins attractif. De plus, il est très volatile et peut multiplier par 2 voire 3 en cas de tension du marché monétaire.

Le 24 septembre 1992, le cours de l'EONIA a atteint les 10% : la ratification du traité de Maastricht cumulée avec l'attaque de l'homme d'affaires George Soros sur la livre et le franc avait créé une grave crise de liquidité.

3.3.4. Effets indésirables

Clauses contractuelles

Les solutions de Factoring de type allégé, délégué et confidentiel supposent le respect par l'adhérent d'un certain nombre de conditions (covenants) assorties de seuils de déclenchements (Triggers) : clause d'anti-concentration, taux d'avoirs maximum, ratio de fonds propres, situation de la balance fournisseurs, évolution du DSO...

En cas de non respect de ces covenants, le Factor peut décider de reprendre la main sur la gestion du poste clients et notifier les débiteurs pour rétablir la situation. L'impact peut être désastreux en terme de coût mais aussi d'image pour l'adhérent dont les clients apprennent à leurs dépens que leurs créances ont été cédées.

N.B. : dans les contrats classiques (Full Factoring), il n'existe pour ainsi dire pas de covenants conduisant à ce type de situation (les clients étant déjà gérés et notifiés par la Factor).

Service inefficent

Externaliser la gestion des comptes clients à un organisme financier inefficent peut mener un résultat inverse de celui qui était escompté : une complication des circuits de traitement des factures, une surcharge de travail pour les équipes administratives, la dégradation du relationnel client, ou pire, une augmentation du DSO.

Cette situation se produit le plus souvent chez les Factors qui sous-traitent ces prestations car ils ne disposent pas de leurs propres agents de recouvrement.

Phénomène d'addiction

Une fois accoutumé au fonctionnement du Factoring et aux facilités de financement qu'il procure, il apparaît difficile de s'en défaire. Beaucoup d'adhérents sont exagérément dépendant de leur Factor. Une entreprise obtient généralement davantage de crédits auprès d'un factor qu'elle ne pourrait en décrocher auprès des banques. Résilier son contrat revient à prendre le risque de se retrouver subitement face à une insuffisance de trésorerie. Pour éviter ce scénario, elle doit simultanément réduire son niveau de mobilisation de créances et ses besoins de financement.

Conclusion

L'économie mondiale est en train de basculer dans une nouvelle ère. La vague numérique déferle irrémédiablement dans toutes les activités humaines accélérant le temps et comprimant l'espace. Si la fabrication des biens matériels reste conditionnée à l'accès aux ressources naturelles, la digitalisation des produits permet, elle, une créativité et une production sans limite. Un gisement d'opportunités vient de s'ouvrir pour les acteurs de la nouvelle économie, mais aussi, pour les entreprises traditionnelles qui sauront s'adapter au monde de l'immatériel.

Outre les formidables perspectives de croissance offertes par cette évolution, le temps est désormais le paramètre clé de toute stratégie.

"L'entreprise est assujettie au principe de la chrono-compétitivité, par lequel elle n'est plus organisée par des programmes d'opérations simples, répétitives et prévisibles, mais par des processus destinés à faire face à des événements complexes, uniques et imprévisibles" : Jean-Jacques Pluchart (2001).

Les maux dont souffre la France aujourd'hui (chômage, équilibre budgétaire, croissance fébrile, indice de pauvreté, balance des paiements) ne trouveront d'issue que dans l'émergence d'un tissu de PME dense et dynamique à même de surfer sur cette nouvelle donne économique. Malgré cette assertion acceptée par tous, peu de progrès sont enregistrés et il semble que seules les grandes entreprises parviennent à prospérer en intensifiant leurs activités internationales parfois au détriment de l'hexagone.

Les états généraux de l'industrie ont mis en évidence des lacunes en matière d'information sur le financement des entreprises. Pour y remédier, un Observatoire dédié a été créé en 2010.

Aux côtés des sources de financement conventionnelles que sont les fonds propres, l'autofinancement et la dette, la mobilisation du poste clients peut constituer une alternative judicieuse pour favoriser le développement des entreprises de croissance. Malheureusement, peu de dirigeants sont familiers avec cette technique de financement qui connaît pourtant un succès grandissant. Il leur faut disposer d'outils à la fois flexibles et appropriés pour piloter leur entreprise dans un environnement fluctuant.

Le Factoring est le seul mode de financement à conjuguer les 7 atouts suivants :

- Source de financement abondante qui se régénère perpétuellement (le poste clients représente en moyenne 40% du bilan des entreprises).
- Aucun plafond de financement quelle que soit l'évolution de l'encours clients en France et à l'export.
- Evolution de la capacité de financement en corrélation avec le cycle d'exploitation de l'entreprise.
- Financement quasi-immédiat (sous 24 heures).
- Souplesse d'utilisation (montant et date de financement à l'initiative de l'entreprise).
- Ressource pérenne de financement court terme (contrat à durée indéterminé).
- Intérêts d'emprunt compétitifs et fiscalement déductibles.

Le Factoring, c'est aussi une réponse globale à un ensemble de problématiques de gestion et de sécurité qui peut être façonnée suivant les attentes de chaque entrepreneur.

Les 7 leviers que nous avons identifiés favorisent la création de valeur en agissant simultanément sur l'abaissement du coût du capital et sur l'optimisation du rendement de l'actif économique.

Pour reprendre l'allégorie déjà évoquée, une entreprise de croissance est comme une voiture de course, elle a un moteur (les actifs), elle se développe rapidement (la vitesse), elle a besoin de cash (le carburant), son BFE est en surchauffe (le compte-tours minute), et surtout, elle a besoin d'un turbo¹⁰⁵ pour dépasser ses concurrents. Le Factoring peut remplir ce rôle de turbo en permettant d'injecter un maximum de cash pour faire avancer l'entreprise !

Toute mécanique de précision nécessite toutefois de savoir piloter pour déjouer les pièges, il est donc essentiel d'être parfaitement informé avant de mettre en œuvre une solution de Factoring.

Au-delà des entreprises de croissance, la mobilisation du poste clients tend à séduire de plus en plus de grandes entreprises en quête de liquidités rapidement disponibles (même quelques grands noms du CAC 40 circulent dans les corridors des Factors). Un épais brouillard entoure cependant ces solutions négociées en toute discrétion (la moitié des dossiers se font désormais en mode confidentiel).

Au vu des nouveaux segments qu'adresse le Factoring, l'engouement que suscite ce mode de financement ne semble pas près de s'estomper ; d'autant plus que le marché français offre encore de belles perspectives de développement (près de 400 milliards d'€ de créances seront par exemple cédés cette année au Royaume-Uni, soit, 2 fois plus qu'en France).

Souhaitons que nos écoles et universités, sensibles à l'évolution éclair de l'économie mondiale, donnent une place plus large aux techniques de mobilisation de poste clients dans leurs programmes et enseignements.

¹⁰⁵ Le turbo est un compresseur permettant d'augmenter la pression des gaz pour un meilleur remplissage des cylindres.

Bibliographie & sources

- *Equipes des départements commercial et exploitation d'Eurofactor, CGA GE Capital Factofrance, Factobail et Cofacredit*
- ASF (association française des sociétés financières)
- AMF (autorité des marchés financiers)
- Comité Richelieu
- AFIC (association française des investisseurs en capital).
- Syntec Informatique
- AFDEL (Association française des éditeurs de logiciels).
- AFG (Association française de la gestion financière)
- *Finance d'Entreprise – Pierre Vernimmen, Pascal Quiry / Yann Le Fur, 2011*
- *Les décisions financières dans l'entreprise , Roland Portait, Patricia Charlety, Denis Dubois, 2004*
- *Objectif Cash, David Brault / Michel Sion, avril 2008*
- *DSCG2 3^{ème} édition, Jacques Thauvron et Annaïck Guyvarc'h, 2009*
- *Tout savoir sur le capital-risque", éditions City & York Gilles Mougnot, 2002*
- *Diversité économiques et modes de financement des PME, Bernard Belletante / Nadine Levratto / Bernard Paranque, L'Harmattan, 2010*
- *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise (pages 107 à 119), Claude-Annie Duplat, Vuibert, 2004*
- *Financer la création et le développement de son entreprise (pages 178-181), Claude-Annie Duplat, Vuibert, 2005*
- *Trésorerie d'entreprise : Gestion des liquidités et des risques, Hubert De La Bruslerie et Catherine Eliez, Dunod, 2003*
- *La revue du Financier, n°166, juillet-août 2007 (page 8)*
- *La revue du Financier, n° 139, février 2003 : Manipulation comptable : le cas XEROX (page 44)*
- *Banque Magazine n°713 mai 2009 (pages 69-73)*
- *Coût des fonds propres, levier et déductibilité des charges financières, Michel Levasseur*
- *Analyse financière et inflation, Denis Dubois, 2000*
- *Comptabilité financière et analyse des flux, Denis Dubois, 2002*
- *Externalisation et creation de valeur, Denis Dubois, 2000*
- *Standard Cash-Flow Discounting based on Economic Capital, Jacques Tierny, 2010.*
- *Le financement des PME en France, Banque de France, juin 2011*
- *L'effet de levier Une relecture opérationnelle à destination des décideurs financiers d'entreprise, Christophe Thibierge / Philippe Thomas*
- *Evaluation du BFE et Trésorerie réelle/trésorerie potentielle, Hubert de La Bruslerie, 2005-2006.*
- *Guide du BFR, Sage, 2011*
- *Rapport de la Commission sur l'économie de l'immatériel, Jean-Pierre JOUYET, Maurice Levy, novembre 2006*
- *Rapport annuel de l'observatoire des délais de paiement, avril 2011*
- *Aubier M., Cherbonnier F. (2007), « L'accès des entreprises aux crédits bancaires », Trésor-Eco, n°7*
- *Bach. L. (2009), "Are small-and-medium-sized firms really credit constrained? Evidence from a French Targeted Credit Programme", Document de travail PSE*
- *Cayssials J-L., Chai F., Kremp E. (2010), « Entreprises cotées (PME et ETI) sur les marchés à faible capitalisation créés en 2005 (2005-2008) », Banque de France*
- *Cayssials J-L, Kremp E. (2010), « Les PME de l'industrie manufacturière en France : un positionnement intermédiaire par rapport à huit autres pays européens », Bulletin de la Banque de France, n°180*
- *Gabrielli D., (2007), « L'accès des PME aux financements bancaires », Bulletin de la Banque de France, n°165*
- *Glachant J., Lorenzi J-H., Quinet A., Trainar P. (2010), « Investissements et investisseurs de long terme », Rapport du CAE n°91*
- *Jensen M. et Meckling W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3, pp. 305-360*
- *Lelarge C., Sraer D. et Thesmar D. (2008), "Entrepreneurship and Credit Constraints*
- *Rapport sur le financement des PME-PMI et ETI en France, avril 2011*

- *Bien gérer le risque client* Bezançon (T.), Chatent (M.) et David (J.L.),
- *Revue fiduciaire comptable, dossier*, n°361, mai 2009, pp. 35-64
- *Brillet (F.)*, « Assurance-crédit, affacturage : les méthodes classiques sont devenues plus difficiles à utiliser », *Les Echos du jeudi* 15 octobre 2009
- *Gestion, Les facteurs ont le vent en poupe*, article du nouvel économiste, Olivier Burdeyron, avril 2011
- *La titrisation des créances commerciales a la faveur des banques pour le financement des PME/TPE*, CFO News, juillet 2011
- *Manager ses comptes clients avec l'affacturage*, Aussavy / Bertheliet, 1996.
- *Escaffre (L.)*, « Les cessions de créances en normes IFRS : les apports du projet de révision de la norme IAS 39 », *Option finance*, n° 1043, 14 septembre 2009, pp. 33-34
- *La Villeguérin (Y. de)* (sous la direction), « Affacturage », in *Dictionnaire comptable et financier 2008*, Groupe Revue Fiduciaire
- *Moulin (J.M.)*, « L'affacturage » in *Le droit de l'ingénierie financière*, Gualino éditeur, 2009, pp. 498-500
- *La montée en puissance du financement du poste clients*, CFO News Laurent Leloup, février 2010
- *Les SSII paient cher la réduction des délais de paiement*, 01 Informatique, mai 2009
- *Affacturage et LBO*, Antoine FRISO - Lettre MBA N°20 07/13, 1er semestre 2007
- *Les entreprises font fructifier leur poste clients*, AfeFi hebdo, septembre 2010
- *L'affacturage ne connaît pas la crise*, Mathieu Neu, CFO News, avril 2009
- *Reverse Factoring : panorama 2010 de sa progression en France*, CFO News, Fabien Jacquot, janvier 2011
- *Paper (X.)*, « Affacturage et déconsolidation selon les normes IFRS », *La lettre du trésorier*, n°259, juin 2009, p. 23
- *PWC*, « Contrats d'affacturage : peuvent-ils permettre aux entreprises de diminuer leur endettement en IFRS ? », *Les Echos* du 6 décembre 2007
- *Sociétés d'affacturage Exercice 2009 : activité, résultats et risques ACP (autorité de contrôle prudentiel)*

<http://www.affectassur.com/news/marche-affacturage-societe-d-affacturage.html>

<http://www.agefi.fr/articles/A-recherche-montages-deconsolidants-1149821.html>

<http://www.observatoireimmateriel.com>

<http://www.valueline.com>

<http://www.euribor.org>

<http://www.insee.fr/fr/default.asp>

<http://www.asf-france.com/>

http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_accueil.htm

<http://www.cfo-news.com/>

<http://www.vernimmen.net/html/lettre/index.php?need=login>

Remerciements

Nous remercions plus particulièrement notre Directeur de mémoire, Monsieur Fabrice PANSARD ainsi que le Responsable du Master, le Professeur Denis DUBOIS.

Pour la richesse des informations communiquées et le temps consacré, nous remercions également l'ensemble des personnes qui ont participé à la réalisation de ce mémoire.