



Par

Pascal Quiry &
Yann Le Fur

PIERRE VERNIMMEN

**FINANCE
D'ENTREPRISE**

5^e ÉDITION PAR PASCAL QUIRY ET YANN LE FUR



Présentation à l'IMA

Quel regard les financiers portent-ils sur la comptabilité ?

23 avril 2003



Plan

- I. Introduction : quelle est la spécificité des financiers ?
- II. Que cherchent les financiers dans les rapports annuels ?
- III. L'approche financière de quelques points complexes
- IV. Quelles évolutions de la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?



I. INTRODUCTION : quelle est la spécificité des financiers ?



Introduction : quelle est la spécificité des financiers ?

- Un financier s'intéresse à la valeur pour prendre position : acheter ou vendre.
- C'est donc fondamentalement un marchand, ... dans la réalité ou dans l'état d'esprit.
- La valeur est une synthèse entre :
 - la rentabilité attendue de l'investissement et aux flux qu'il va (peut-être) générer dans le futur ;
 - le risque lié à l'incertitude pesant sur les flux futurs.
- Le temps est donc une dimension fondamentale pour un financier car il est porteur d'opportunités (la rentabilité) et d'aléas (le risque).



Introduction : quelle est la spécificité des financiers ?

- Le financier est :
 - soit un investisseur qui cherche à valoriser au mieux les fonds investis ;
 - soit un prêteur qui cherche à déterminer la capacité qu'aura son client à rembourser l'emprunt consenti.
- Entre ces deux approches, l'espérance de rentabilité et le niveau de risque sont structurellement différents, mais le raisonnement est fondamentalement le même.
- L'actionnaire comme le prêteur se retrouvent autour du tableau de flux de trésorerie / plan d'affaires qui mesurent la capacité de l'entreprise :
 - à rembourser sa dette ;
 - à rémunérer ses capitaux propres ;
 - à créer de la valeur.



Introduction : quelle est la spécificité des financiers ?

- Les deux approches convergent vers les mêmes objectifs :
 - apprécier la récurrence des résultats et leur niveau de risque ;
 - distinguer les flux de trésorerie des écritures comptables ;
 - comprendre la capacité de l'entreprise à générer des flux de trésorerie ;
 - déterminer le vrai niveau d'endettement ;
 - apprécier la rentabilité.
- Un financier ne peut pas être bon dans son domaine s'il ne maîtrise pas d'abord correctement la comptabilité.



II. Que cherchent les financiers dans les rapport annuels ?



II. Que cherchent les financiers dans les rapport annuels ?

- Les premiers réflexes vitaux :
 - comprendre l'activité ;
 - lire le rapport des commissaires aux comptes / auditeurs (en particulier les éventuelles réserves ou observations) ;
 - lire les principes comptables :
 - quels sont les principes comptable adoptés ;
 - quels sont changements de principes comptables ;
 - quel traitement du goodwill, des stocks, des provisions, ...
- On pourra alors lire les documents comptables proprement dits : compte de résultat, tableau de flux, bilan, notes et annexes.



II. Que cherchent les financiers dans les rapport annuels ?

- Apprécier la récurrence des résultats :
 - retraitement de l'exceptionnel, participation des salariés ;
 - volatilité du résultat d'exploitation ainsi retraité ;
 - volatilité du flux de trésorerie disponible ;
 - appréciation du risque (et du β du groupe) ;
 - avec comme objectif de pouvoir faire des prévisions.
- Distinguer les flux de trésorerie des simples écritures comptables :
 - provisions / amortissements ;
 - mais aussi les profits de dilution, mali de fusion, plus-values lors d'apport d'actifs, ...



II. Que cherchent les financiers dans les rapport annuels ?

- Comprendre la capacité de l'entreprise à appréhender les flux de trésorerie :
 - repose sur l'analyse du périmètre de consolidation et des méthodes de consolidation retenues ;
 - ex : Lagardère / EADS.
- Déterminer le vrai niveau d'endettement :
 - saisonnalité (ex : Bonduelle) ;
 - titrisation, factoring (ex : Alstom) ;
 - dette dans des filiales non consolidées (ex : Coca-cola) ;
 - opérations de fin d'exercice sur les éléments du besoin en fonds de roulement ;
 - analyse des provisions pour risques et charges (ex : Alstom).



II. Que cherchent les financiers dans les rapport annuels ?

- Apprécier la rentabilité :
 - la rentabilité économique ^{*} est le point d'orgue de l'analyse financière ;
 - problème du goodwill.

^{*} Résultat d'exploitation x (1 - taux IS) / (immobilisations + besoin en fonds de roulement).



III. L'approche financière de quelques points complexes :

- . La titrisation / le factoring sans recours
- . Les locations opérationnelles
- . Les provisions pour restructurations / litiges
- . Les provisions pour retraites
- . Les impôts différés
- . Les stock-options
- . Le goodwill

- **La titrisation / le factoring sans recours**

- Les effets escomptés non échus (problème des financiers d'il y a 20 ans) n'est plus un sujet ! Mais la titrisation et le factoring sans recours permettent encore de « sortir » des créances ou des stocks du bilan.
- Ces opérations représentent néanmoins indiscutablement un financement souvent moins cher en apparence :
 - elles sont d'ailleurs particulièrement prisées par les investisseurs financiers lors de la mise en place de LBO
 - ces financements assis sur des actifs relativement liquides renchérissent mécaniquement les autres dettes financières
 - leur niveau dépend du niveau d'activité de la société
- Il convient donc financièrement de réintégrer les montants sortis dans la dette. Ce n'est pas toujours possible car l'information n'est pas toujours disponible même en annexe !

- **Les locations opérationnelles / locations financières**

- La distinction entre location financière et location opérationnelle est de plus en plus difficile à apprécier.
 - Dans certains secteurs (transport, exploitation de salles de cinéma, ...) les acteurs opèrent avec un mix de (i) location opérationnelle, (ii) location financière, (iii) propriété en propre. Les mix de modes opérationnels différents ne permettent pas une comparaison des soldes d'exploitation, des multiples de valorisation.
 - Un raisonnement fréquemment fait :
 - « je possède une immobilisation d'exploitation qui vaut 100 ;
 - je la vends pour ce prix et la reloue pour un loyer annuel de 9 ;
 - dans mon secteur, l'actif économique vaut 7 fois l'EBE.
- ➔ Résultat : la valeur des capitaux propres monte de $100 - 7 \times 9 = 37$ »



L'approche financière de quelques points complexes

- Quelle justesse arithmétique, quelle fausseté et naïveté financières !
 - l'actif économique en location est plus risqué que l'actif économique en pleine propriété : loyers = débours fixe de trésorerie qui élèvent le point mort en trésorerie
 - d'où un multiple de valorisation plus faible.

- Les financiers (en particulier les analystes boursiers ou crédit sur ces secteurs) ont donc pris l'habitude d'intégrer dans la dette une capitalisation des loyers. Un coefficient plus ou moins arbitraire de capitalisation est utilisé (entre 6 et 8 x). Le solde pris en considération au compte de résultat est alors l'EBITDAR (*earnings before interests, taxes, depreciation, amortization and rentals*)



L'approche financière de quelques points complexes

- **Un peu de recul avant d'aborder d'autres points :**
 - Les deux exemples précédents montrent que le financier cherche à reconstituer l'actif économique normal (immobilisations et besoins en fonds de roulement) afin :
 - de faire des comparaisons ;
 - de déterminer le « vrai » niveau d'endettement (valorisation / solvabilité).
 - Ceci implique de s'abstraire des considérations :
 - de saisonnalité : BFR moyen et non BFR à la clôture ;
 - juridiques (propriété ou location, avec ou sans recours) ;
 - comptables (bilan / hors bilan).



L'approche financière de quelques points complexes

- **Les provisions pour risques et charges**

- Les provisions pour retraites (voir plus loin)
- Les provisions pour restructuration. L'approche financière consiste avant tout à distinguer les provisions qui :
 - auront un impact cash (licenciements, déménagements, frais de fermeture d'usine) : grossièrement la valeur comptable peut être considérée comme de la dette, plus finement la valeur actualisée suivant l'écoulement. Dans le cadre d'une valorisation par actualisation de flux, il convient soit d'intégrer les dépenses dans les flux de trésorerie soit d'intégrer le stock dans la dette (mais pas les deux!) ;
 - et celles qui n'auront pas d'impact cash (principalement les provisions d'actifs immobilisés pour dépréciation) ;
 - les provisions « fictives » ? En existe-t-il encore ?



L'approche financière de quelques points complexes

- Les provisions pour litiges. Généralement considérées comme ayant un impact cash (et donc comme de la dette) et étant bien évaluées par les auditeurs. Lorsqu'un litige particulièrement important existe une étude spécifique est faite et conduit éventuellement à différents scénarios/fourchettes de valorisation.
- Les impôts différés passifs (voir plus loin)

- **Les provisions pour retraite**

- Au passif du bilan, la provision représente la valeur actuelle brute des engagements de l'entreprise. Sous déduction des actifs éventuels affectés à la couverture de ce passif, on obtient une dette de nature financière.
- Au compte de résultat, la variation des provisions pour retraites est de deux natures :
 - financière : *interest cost* : revalorisation annuelle due au passage du temps des engagements actuels, et produits des actifs de couverture ;
 - d'exploitation : nouveaux droits acquis de l'année sous déduction des paiements de l'année aux retraités actuels.
- Traitement : l'*interest cost* sort de l'exploitation pour aller en résultat financier.

- **Impôts différés passifs et actifs**

- De manière générale les impôts différés représentent un poste obscur pour les financiers !
- Les impôts différés actifs importants sont généralement constitués largement de reports fiscaux déficitaires activés. Financièrement, ceux-ci sont traités « à part » notamment dans les valorisations. Les étapes sont alors :
 - localiser ces reports fiscaux ;
 - apprécier la capacité bénéficiaire de la ou des sociétés concernées ;
 - valoriser par actualisation de flux.
- Nous extournons les autres impôts différés (actifs et passifs) contre les capitaux propres.

- **Les stock-options**

- Un sujet à polémiques où la rigueur intellectuelle a parfois du mal à se faire entendre.
- Pour un financier, les stock-options appauvrissent non l'entreprise mais l'actionnaire.
- Indépendamment du traitement comptable qui sera in-fine retenu, le traitement financier est celui du *fully diluted*.
- Produit probable actuel de l'exercice des stock-options :
 - nombre d'options d'un plan $\times$ delta $\times$ prix d'exercice (Delta : mesure la probabilité que l'option achève sa vie dans la monnaie).



L'approche financière de quelques points complexes

- Le produit probable sert :
 - soit à racheter des actions existantes pour leur valeur actuelle (*treasury method*) ;
 - soit à rembourser une partie de la dette ou à accroître les disponibilités (méthode du placement de fonds).
- Le nombre d'actions est naturellement ajustée en conséquence.
- De la même façon en matière de valorisation, la valeur des capitaux propres de l'entreprise qui a émis un nombre important de stock-options est égale à la valeur des actions majorée de la valeur des stock-options.



L'approche financière de quelques points complexes

- **Le goodwill**

➤ Dans un passé encore récent un vrai problème :

- comment traiter la dotation aux amortissements du goodwill dans le compte de résultat ?
- l'imputation du goodwill sur les capitaux propres pose le problème de la mesure fiable des rentabilités économiques et des capitaux propres. Des pans entiers de capitaux ont disparu, d'où des taux de rentabilité comptables anormalement élevés dans bon nombre de sociétés.

➤ La situation actuelle dans les normes américaines et probable dans les normes françaises et internationales paraît beaucoup plus satisfaisante :

- permet des calculs de rentabilité plus fiables ;
- réduit l'écart entre la comptabilité et les flux de trésorerie, non récurrence des pertes de valeur du goodwill.



L'approche financière de quelques points complexes

- Par contre, il est faux de prétendre que la dépréciation du goodwill ne correspond pas à un appauvrissement au prétexte qu'il n'y a pas de flux de trésorerie :
- l'actionnaire de l'entreprise qui rémunère une acquisition par remise d'actions a été dilué. Il l'a accepté parce qu'il escomptait que la taille du gâteau croîtrait plus vite (plus de 30 % par exemple) que le nombre de convives entre lesquels il est partagé (plus 25 % par exemple) ;
 - maintenant on lui annonce que la taille du gâteau ne s'accroît plus de 30 % mais simplement de 10 % parce que des actifs achetés se sont révélés valoir moins que prévu ;
 - malheureusement pour lui, le nombre de convives ne se réduit pas pour autant. La taille de la part unitaire du gâteau s'est réduite de 12 % ($110 / 125 - 1$). Il y a donc bien eu appauvrissement de l'actionnaire.



IV. Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

- . Sur l'existant
- . Sur les projets



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

- **Les évolutions récentes ont déjà permis de grands progrès !**
 - La convergence des normes comptables permet maintenant sans faire trop d'erreur de comparer un EBIT, un operating profit et un résultat d'exploitation.
 - Avec la généralisation et la modernisation des comptes consolidés les retraitements classiques que nous avons appris à l'école ne sont plus d'actualité (crédit-bail, effets escomptés) car intégrés dans les comptes.
 - Les comptes sont disponibles de plus en plus rapidement et l'analyse financière est donc de moins en moins en retard sur la réalité économique.



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

- **Par rapport à l'existant :**

- Boucler le tableau de flux sur la variation de l'endettement bancaire et financier net plutôt que sur la trésorerie :
 - la trésorerie est un concept de liquidité qui est « bâtard » dans un tableau de flux et sur la définition de laquelle il n'y a pas de consensus ;
 - permet de rendre intelligible la dernière partie du tableau de flux : financement par capitaux propres / financement par dettes.
- Avoir le détail de certains passages dans le tableau de flux :
 - résultat net à capacité d'autofinancement : OK ;
 - variation des capitaux propres à augmentation de capital : OK ;
 - reste à faire : besoin en fonds de roulement à variation du besoin en fonds de roulement et variation des immobilisations à investissement (parfois donné).



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

- Présenter le compte de résultat en ligne.
- Rattacher la participation des salariés aux frais de personnel, devrait aller de soi si les stock-options sont traités comme des frais de personnel ...
- Pas d'avis tranché sur le choix entre présentation par nature ou par destination du compte de résultat, l'idéal étant d'avoir les deux !
- Mieux distinguer dans le bilan les dettes financières, les dettes d'exploitation et les dettes hors exploitation.
- A terme, réfléchir à présenter le bilan en 5 blocs ?

Im m o b i l i s a t i o n s	C a p i t a u x p r o p r e s
B e s o i n s e n f o n d s d e r o u l e m e n t d ' e x p l o i t a t i o n	E n d e t t e m e n t b a n c a i r e e t f i n a n c i e r n e t
B F R h o r s e x p l o i t a t i o n	



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

- **Sur les projets de l'IASB ⁽¹⁾ :**

- Un malentendu ? Bon nombre des projets de l'IASB sont présentés comme répondant mieux aux besoins des apporteurs de capitaux propres et donc, dans la logique IASB, à la plupart des besoins des autres utilisateurs.
- Mais les financiers ne sont pas demandeurs :
 - de la généralisation de la juste valeur ;
 - de la primauté du bilan sur le compte de résultat !
- Au contraire !

⁽¹⁾ Voir la conférence à l'IMA de Dominique Thouvenin du 4 mars 2003.



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

➤ La généralisation de la juste valeur :

- les financiers n'ont jamais attendu que le bilan traduise la valeur de l'entreprise. Il doit permettre au contraire de mesurer avec rigueur des rentabilités ce qui nécessite des valeurs historiques, d'autant que l'inflation n'est plus un sujet ;
- de surcroît une juste valeur calculée au 31.12.n et connue / exploitable au mieux en mars $n + 1$ n'a plus d'intérêt

➤ La primauté du bilan sur le compte de résultat :

- les conséquences sont pour l'instant assez floues mais à priori inquiétantes car pour un financier s'il doit avoir primauté c'est du compte de résultat ou du tableau de flux mais pas du bilan qui ne permet pas de prévoir l'exploitation de l'entreprise.

Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

➤ La présentation de la performance (projet IAS) :

	TOTAL	Résultat avant ajustement de valeur	Ajustement de valeur
Opérations			
. Exploitation			
(...)	XXX	XXX	XXX
(...)	XXX	XXX	XXX
Résultat d'exploitation	XXX	XXX	XXX
. Autres opérations			
(...)	XXX	XXX	XXX
. Financier			
(...)			
- résultat des entités mises en équivalence	XXX	XXX	XXX
RESULTAT DES OPERATIONS	XXX	XXX	XXX
FINANCEMENT	XXX	XXX	XXX
IMPÔTS	XXX	-	-
ACTIVITES ARRÊTEES	XXX	-	-
RESULTAT GLOBAL	XXX	XXX	XXX



Quelles évolutions pour la comptabilité pouvons-nous suggérer en tant qu'utilisateurs ?

➤ Quelle utilité ?

- Quel intérêt de séparer dans le résultat des opérations des éléments financiers (intérêts et charges sur éléments à court terme ?) qui s'y rattachent et des éléments de financement (intérêts et charges sur éléments à moyen / long terme) qui ne s'y rattachent pas ? Conception dépassée en finance.

➤ Un scénario catastrophe :

- une comptabilité tellement sophistiquée et déconnectée de la gestion de l'entreprise qu'elle ne sert plus à rien, ni pour gérer l'entreprise, ni pour mesurer sa rentabilité et apprécier son risque.