

Finance d'entreprise

Jonathan Berk – Peter DeMarzo

Gunther Capelle-Blancard – Nicolas Couderc – Nicolas Nalpas

ISBN : 978-2-7440-7275-8

Avant-propos

Lorsque nous avons annoncé à nos collègues que nous allions écrire un manuel de finance d'entreprise, la plupart d'entre eux ont posé une seule et même question : « Pourquoi ? » Trois raisons nous ont décidés.

Une approche pédagogique nouvelle

Tous les étudiants peuvent le confirmer : la finance d'entreprise n'est pas un sujet facile ! Le sujet les intéresse de plus en plus, et les manuels existants tentent de le rendre accessible en se concentrant sur les résultats empiriques, parfois au détriment de la théorie sous-jacente. Après 30 ans d'expérience (cumulée) d'enseignement, nous sommes parvenus à la conclusion que le passage sous silence de la théorie, prétendument « trop complexe », obscurcissait paradoxalement la compréhension des étudiants. Les principes de base de la finance sont simples et intuitifs. Mais les étudiants ont parfois du mal à séparer ces principes d'approches qui paraissent également intuitives, mais n'en sont pas moins fausses... Ne pas présenter les fondements théoriques de la finance empêche les étudiants d'acquérir les réflexes et les méthodes dont ils ont besoin pour adopter le *bon* mode de raisonnement. Le premier objectif de ce manuel est de fournir à ses lecteurs un bagage suffisant pour qu'ils soient capables de prendre les bonnes décisions financières, grâce à leur compréhension de la théorie financière.

Une approche originale

La Loi du prix unique comme principe unificateur

Nous pensons que les étudiants apprennent plus vite, et mieux, lorsque le cours est présenté sous la forme d'un tout unifié plutôt que sous la forme de chapitres ou de modèles sans liens entre eux. C'est pourquoi ce manuel présente la finance d'entreprise comme une application d'un petit nombre d'idées simples avec un fil conducteur. Il est tout entier fondé sur l'idée que la finance d'entreprise repose sur la **Loi du prix unique**, qui procède de l'absence d'opportunités d'arbitrage. Cette Loi est l'objet de la première partie de l'ouvrage et est à la base de tous les chapitres et de tous les raisonnements financiers. Grâce à cette méthode, il est possible de présenter en même temps éléments théoriques et empiriques et surtout de présenter la finance d'entreprise comme un ensemble cohérent, et non comme la somme d'idées et de formules sans lien entre elles.

Des bases solides : échéanciers et taux d'intérêt

L'échéancier des flux est un outil important pour le financier. Malgré sa simplicité, il permet de résoudre un grand nombre de problèmes. Une fois que l'échéancier est construit, les calculs d'actualisation deviennent simples, puisqu'il suffit de trouver le taux d'intérêt adapté à la périodicité de l'échéancier. Ces deux étapes essentielles permettent de calculer des valeurs actuelles nettes (voir chapitres 4 et 5). Les traiter séparément garantit une compréhension améliorée de tout raisonnement financier portant sur des flux de trésorerie.

Une présentation des choix d'investissement en deux étapes

Les choix d'investissement sont probablement les décisions qui portent le plus à conséquence pour les entreprises. C'est également un sujet complexe, et le cœur de nombreux cours de finance d'entreprise. Afin que les choses soient claires, la présentation de cette décision est faite en deux étapes.

La première étape consiste à identifier les flux de trésorerie relatifs à un projet ou une entreprise. Pour cela, il faut être capable de passer du résultat net aux flux de trésorerie disponibles d'un projet d'investissement (c'est l'objet du chapitre 7). Il est également possible de raisonner au niveau de l'entreprise tout entière. La valorisation est alors celle de ses actions (voir chapitre 9). Cette première étape introduit le concept de coût du capital, notion qui sera ensuite utilisée dans le cadre de l'arbitrage entre risque et rentabilité. Grâce à cette façon de procéder, il est possible de relier le coût du capital et l'arbitrage entre risque et rentabilité, ce qui est d'autant plus important que ce lien est souvent obscur pour les étudiants.

La seconde étape revient sur le sujet en prenant en compte le prix du risque et les effets de la structure financière de l'entreprise sur les choix d'investissement. Le chapitre 18 présente ainsi les trois méthodes les plus utilisées pour opérer des choix d'investissement lorsque le financement repose partiellement sur de la dette et qu'il existe des imperfections de marché. Ces trois méthodes (méthode de la valeur actuelle nette ajustée, méthode du coût moyen pondéré et méthode des flux de trésorerie pour les actionnaires) sont présentées à partir d'un cas intégrateur (voir chapitre 19), qui insiste sur leurs différences et leurs avantages respectifs, tout en utilisant tous les outils présentés dans les chapitres précédents de l'ouvrage.

Une présentation repensée de l'arbitrage entre risque et rentabilité

Le chapitre 3 introduit l'arbitrage entre risque et rentabilité, grâce au concept d'absence d'opportunité d'arbitrage : le risque d'un actif doit être évalué par rapport à celui d'un actif de référence. La partie IV permet ensuite aux enseignants d'adopter l'approche qu'ils préfèrent pour présenter cet arbitrage fondamental.

Pour ceux qui désirent une approche rapide avant d'en passer à la finance d'entreprise proprement dite, le chapitre 10 fournit l'intuition de la relation entre risque et rentabilité, définit risque systématique et risque spécifique et présente le MEDAF sous l'angle « pratique », en insistant sur l'utilisation de ce modèle pour évaluer le risque systématique d'un actif et donc sa prime de risque. Il est ainsi possible de sauter les chapitres suivants, consacrés à l'arbitrage entre risque et rentabilité, sans nuire à la compréhension de la finance d'entreprise.

Pour ceux qui préfèrent une analyse plus poussée de cet arbitrage (et qui en ont le temps !), les chapitres 11 à 13 le permettent. Le chapitre 11 présente le modèle espérance-variance et l'optimisation de portefeuille. Le chapitre 12 expose le MEDAF de façon détaillée, tandis que le chapitre 13 propose une étude des modèles alternatifs au MEDAF. Le MEDAF ayant été présenté indépendamment de l'optimisation risque-rentabilité, ce chapitre insiste à la fois sur les principes fondateurs communs des modèles, qui n'ont pas été remis en cause par les études empiriques, et sur les applications pratiques de ceux-ci, qui ont parfois été invalidées : à titre d'exemple, la rentabilité anticipée d'une action dépend de son bêta calculé par rapport à un portefeuille efficient, mais ce dernier n'est probablement pas le portefeuille de marché tel qu'il est habituellement défini en pratique.

De l'importance de la structure financière

Les chapitres 14 à 17 sont intégralement consacrés à la deuxième décision financière la plus importante que doit prendre une entreprise : le choix de sa structure financière. L'organisation de cette partie favorise un traitement de la question en deux temps, d'abord en marchés parfaits puis en marchés imparfaits. Le modèle de Modigliani-Miller est tout d'abord présenté à l'aide de la Loi du prix unique. L'ouvrage propose ensuite une analyse détaillée des effets de la fiscalité, des coûts liés aux difficultés financières et des conflits d'agence sur le choix d'une structure financière. Cette démarche insiste sur les imperfections de marché les plus importantes dans la réalité, dont l'influence est quotidienne (ou presque) sur les décisions financières et la valeur des entreprises.

Structure de l'ouvrage

L'ouvrage est conçu pour couvrir l'intégralité des thèmes traités par un cours de finance d'entreprise à destination d'étudiants de troisième année de licence, de master ou de MBA. Sur chaque thème, l'accent est mis sur le mode de raisonnement à adopter pour penser et agir comme un financier ; le traitement des sujets est suffisamment détaillé et précis pour que l'ouvrage puisse être utilisé comme manuel de référence dans des cours d'approfondissement.

Un premier aperçu de la matière...

La **partie I** de l'ouvrage pose les fondements de la finance d'entreprise. La première étape est d'en définir l'objet : la façon dont les entreprises peuvent se financer et les problèmes que les différentes sources de financement

posent (voir chapitre 1). Les états financiers, documents nécessaires à toute décision financière, sont présentés au chapitre 2. Le chapitre 3 détaille les principes de base de la finance d'entreprise. Ces concepts sont la Loi du prix unique et le principe de la valeur actuelle.

La **partie II** détaille les outils : les opérations d'actualisation et de capitalisation, liées à la valeur temps de l'argent (voir chapitre 4), le choix du taux d'actualisation approprié (voir le chapitre 5, consacré au taux d'intérêt), les critères de choix d'investissement (voir chapitre 6).

La **partie III** applique les outils présentés précédemment à différents actifs, réels ou financiers. Cette partie étudie donc successivement la planification financière (voir chapitre 7), l'évaluation des obligations (voir chapitre 8) et des actions (voir chapitre 9).

La **partie IV** revient sur l'arbitrage fondamental en finance entre risque et rentabilité. Le chapitre 10 y est intégralement consacré. Les chapitres 11 à 13 présentent les principaux cadres conceptuels relatifs à la modélisation du risque en finance, le modèle risque-rentabilité et le modèle d'évaluation des actifs financiers en particulier.

La **partie V** traite de la décision relative à la structure financière des entreprises : comment une entreprise peut-elle (doit-elle) obtenir les capitaux nécessaires au financement de ses investissements ? Ce choix influence-t-il la valeur de l'entreprise ? La réponse à cette question est fournie en partant d'une hypothèse de marchés parfaits au chapitre 14, puis en levant cette hypothèse aux chapitres 15 et 16 (prise en compte de la fiscalité et du risque de faillite). La politique de distribution est traitée au chapitre 17.

La **partie VI** a pour objet l'évaluation des choix d'investissement, en intégrant cette fois la complexité du monde réel. Le chapitre 18 présente trois méthodes utilisées pour évaluer en pratique des projets d'investissement ; le chapitre 19 propose un cas pratique détaillé d'évaluation d'entreprise.

La **partie VII** traite des options et du rôle que ces produits jouent dans les décisions d'investissement et de financement. Le chapitre 20 en présente le principe, le chapitre 21 est consacré aux modèles simples d'évaluation optionnelle et le chapitre 22 traite des options réelles, c'est-à-dire l'application à la finance d'entreprise des raisonnements optionnels.

La **partie VIII** est consacrée à la présentation de la façon dont les entreprises peuvent obtenir des capitaux : capitaux propres (voir chapitre 23), endettement (voir chapitre 24) et crédit-bail (voir chapitre 25).

Après les opérations financières de long terme, la **partie IX** s'intéresse au court terme : la gestion du besoin en fonds de roulement (voir chapitre 26) et la planification financière à court terme (voir chapitre 27).

Enfin, la **partie X** ouvre sur différents thèmes relatifs à la finance d'entreprise : les fusions et acquisitions (voir chapitre 28), la gouvernance d'entreprise (voir chapitre 29) et la gestion des risques (voir chapitre 30).

Une utilisation souple

Rares sont les professeurs qui suivent linéairement un manuel de son introduction à sa conclusion. Le contenu d'un manuel est en général couvert par différents cours, les thèmes étant répartis en fonction des approches et des thèmes de prédilection des enseignants. De même, il n'est pas rare que certains thèmes fassent l'objet d'approfondissements plus poussés que d'autres, en fonction de l'orientation des professeurs, des étudiants et de l'organisation de la formation.

Pour permettre une utilisation de l'ouvrage aussi flexible que possible, les chapitres ont été rédigés de manière à être aussi indépendants que possible les uns des autres. Ainsi, un cours semestriel d'introduction à la finance d'entreprise pourra couvrir les chapitres 3 à 15. Pour aller plus loin, il sera opportun d'y ajouter les chapitres 16 à 19. Si le cours est annuel, la quasi-totalité de l'ouvrage pourra être traitée. En cas de cours « accéléré », les chapitres 3 à 10 et 14 suffiront à donner aux étudiants une bonne vision des fondements de la finance d'entreprise.

Jonathan Berk et Peter DeMarzo

Quelques mots sur l'adaptation française

Lorsque nous avons annoncé à nos collègues français que nous allions adapter un manuel de finance d'entreprise, la réaction a été la même qu'outre-Atlantique : « Pourquoi ? » Trois raisons, parfaitement valables, auraient dû nous en dissuader : 1) il existe d'excellents manuels de finance d'entreprise en français ; 2) si les étudiants veulent lire Berk et DeMarzo, autant qu'ils le fassent dans la langue de John Wayne – ils amélioreront de surcroît leur niveau d'anglais ; 3) si nous tenons à écrire un manuel sur ce thème, autant en écrire un original.

Adapter un ouvrage est d'abord une contrainte : il faut pouvoir lui donner une touche personnelle, sans pour autant trahir la version originale. Pour des universitaires, habitués à une grande liberté de plume, c'est un véritable défi ! Et ce, d'autant plus que l'approche pédagogique française est à l'opposé de l'approche américaine : en France, traditionnellement, on met d'abord l'accent sur les développements théoriques avant d'examiner leurs conséquences pratiques ; outre-Atlantique, c'est le contraire. En fait, ce qui pourrait être perçu comme une contrainte nous a paru au contraire une source d'enrichissement : l'adaptation de ce manuel nous a poussés à réfléchir à nos méthodes d'enseignement, à la structure de nos cours. Un exemple parmi d'autres : à notre connaissance, tous les ouvrages français qui traitent de décisions financières font référence au calcul de la somme des n premiers termes d'une suite géométrique pour évaluer les projets d'investissement, ce qui rebute plus d'un étudiant ! Cet ouvrage parvient au même résultat à l'aide d'un simple raisonnement d'arbitrage... Cela ne signifie pas que nous ayons abandonné la rigueur et l'élégance des mathématiques, bien au contraire. Mais les démonstrations n'apparaissent que dans un second temps, la priorité étant donnée à l'intuition.

Le travail d'adaptation ne se limite évidemment pas à la pédagogie. Le fonds a également été sensiblement « francisé » : tous les chapitres ont été adaptés, certains presque intégralement, lorsqu'ils traitent, de près ou de loin, d'aspects institutionnels ou comptables. En outre, la plupart des exemples et des études de cas s'appuient maintenant sur des entreprises françaises ou européennes. À chaque fois, nous sommes restés proches de l'esprit de la version originale, tout en soulignant les (nombreuses) spécificités françaises ou européennes. Nous avons aussi ajouté de nombreux encadrés qui reprennent des thèmes d'actualité spécifiques à la France.

Toujours dans le cadre de l'adaptation à un public francophone, nous avons sollicité des interviews de plusieurs acteurs importants de la place financière de Paris. Notre conviction, partagée avec les auteurs de la version originale, est qu'il faut présenter la finance d'entreprise dans toute sa diversité, en mélangeant l'approche adoptée par les académiques à celle des praticiens. Dans la même optique, il faut, selon nous, utiliser les connaissances dont disposent les étudiants sous toutes leurs formes, fussent-elles acquises lors de la lecture de romans/récits¹ et de la presse, du visionnage de films² et de séries télévisées³, ou de discussions avec leur conseiller financier. En effet, la finance est partout : qui aurait pensé il y a 20 ans voir un article de *L'Équipe* consacré aux introductions en Bourse des clubs de football ? La logique sous-jacente à cet ouvrage est qu'il serait dommage de ne pas construire sur ces connaissances « innées », possédées par les étudiants.

Au final, de ce double « choc des cultures » (États-Unis/France ; praticiens/universitaires) naît, nous l'espérons, un ouvrage tout à fait original, riche et accessible.

Ressources pédagogiques supplémentaires

Un site Internet compagnon, appelé à s'enrichir au fil du temps et des demandes des lecteurs, a été créé à l'occasion de la publication en français de ce manuel : www.financedentreprise.pearson.fr

Ce site met notamment à disposition en libre accès :

- des thèmes supplémentaires qui viennent compléter le livre (la gestion des projets internationaux, la finance islamique, l'activisme actionnarial,...) ;
- un glossaire de plusieurs centaines de termes ; chacun avec sa traduction en anglais et une définition précise.

Le site contient, en accès réservé aux professeurs :

- le corrigé détaillé des exercices de l'ouvrage ;
- une banque de QCM corrigés originaux ;
- des diaporamas reprenant les différents chapitres de l'ouvrage, soit plusieurs centaines de diapositives qui peuvent être directement utilisées lors des cours.

¹ De *L'Argent* d'Émile Zola à *American Psycho* de Bret Easton Ellis, en passant par *Liar's Poker* de Michael Lewis ou *L'Homme qui valait cinq milliards*...

² *Rogue Trader, Wall Street*...

³ *Scalp*...

Un dernier mot avant de passer aux choses sérieuses : n'hésitez pas à nous écrire pour nous donner votre sentiment à propos de ce manuel et de ce que vous aimeriez trouver sur le site ou dans les prochaines éditions.

Gunther Capelle-Blancard et Nicolas Couderc

Les auteurs

Jonathan Berk est professeur de finance à l'université de Berkeley en Californie (Haas Business School) et chercheur associé au NBER. Avant d'embrasser la carrière académique, il a été associé chez Goldman Sachs. Il est éditeur associé du *Journal of Finance*. Ses centres d'intérêt portent sur l'évaluation et la structure financière des entreprises, sur les fonds d'investissement, la valorisation des actifs financiers et l'économie expérimentale. Il a reçu de nombreuses récompenses académiques (*TIAA-CREF Paul A. Samuelson Award, Smith Breeden Prize, Graham and Dodd Award of Excellence...*).

Peter DeMarzo est professeur de finance, titulaire de la chaire « Mizuho Financial Group » à l'université de Stanford et chercheur associé au NBER. Auparavant, il enseignait à la Haas Business School et à la Kellogg Graduate School of Management. Il est ou a été éditeur associé de la *Review of Financial Studies*, de *Financial Management* et du *B.E. Journals in Economic Analysis and Policy*. Ses travaux récents portent sur la structure optimale des contrats financiers, la réglementation des délits d'initié et l'influence des asymétries d'information sur les décisions d'investissement. Il a reçu un grand nombre de récompenses académiques (*Western Finance Association Corporate Finance Award, Barclays Global Investors/Michael Brennan Award...*) ainsi que le *Sloan Teaching Excellence Award* en 2004 et 2006.

Gunther Capelle-Blancard est professeur d'économie à l'université Paris 1 *Panthéon-Sorbonne* et conseiller scientifique au Conseil d'analyse économique. Il enseigne aussi la finance à Sciences-Po et au Collège d'Europe à Bruges. Auparavant, il a été professeur à l'université Paris X *Nanterre* et maître de conférences à l'université de Lille 2. Ses thèmes de recherche portent sur l'évaluation des produits dérivés, l'efficacité des marchés, la comparaison des systèmes financiers et l'investissement socialement responsable. Il a reçu le prix de thèse de la Chancellerie des universités de Paris et le prix AFFI-Euronext en 2001.

Nicolas Couderc est économiste de marché. Il est professeur affilié à l'ESCP-EAP et enseigne également la finance à Sciences-Po. Il est ancien élève de l'École normale supérieure de Fontenay-Saint-Cloud, diplômé de Sciences-Po et docteur en économie. Ses centres d'intérêt portent sur les déterminants des politiques financières des entreprises, la stabilité des marchés financiers et les liens entre stratégie et finance d'entreprise.

Nicolas Nalpas est professeur de finance au Groupe ESC Toulouse. Il enseigne également la finance à Supaéro et l'université d'Aix-Marseille II. Il a été professeur adjoint de finance à HEC Montréal et a enseigné à l'université Paris 1 *Panthéon-Sorbonne*, Paris 12 et à Orléans. Ses recherches portent sur la théorie du risque et l'évaluation des actifs financiers.