

# Quelques éléments de "corporate finance"

(Financement de l'entreprise)

## 1 Les différentes parties prenantes

Le financement et le contrôle d'une entreprise est, sauf cas exceptionnel, l'affaire de plusieurs parties prenantes (stakeholders). Les actionnaires y ont apporté du capital (stock holders), et à ce titre sont les "propriétaires" de l'entreprise. Les prêteurs (debt holders), ont des créances sur l'entreprise qui leur emprunte des fonds. Les dirigeants de l'entreprise, choisis par les actionnaires, prennent les décisions au nom de ceux-ci, décisions qui, évidemment, ont une incidence sur la vie de l'entreprise.

Très schématiquement, pour assurer la production, l'entreprise a besoin de financement. Pour simplifier on peut imaginer que ce financement est simplement égal au besoin de fonds de roulement qui représente l'avance permanente de dépenses que l'entreprise doit faire avant de réaliser des recettes. Capital et endettement sont les deux principales sources de financement.

La rémunération de ces "créances" (claims) se fait grâce au bénéfice (excédent d'exploitation) réalisé par l'entreprise. Les différentes formes de financement (capital, dette, dette convertible, action prioritaire....) sont simplement des contrats qui spécifient les droits des détenteurs (claim holders) sur ce revenu généré par l'entreprise. La structure de financement d'une entreprise doit s'interpréter comme la façon qui a été choisie de partager le gâteau entre les "convives". Le problème principal qui se pose est alors le suivant : la structure de financement a-t-elle une incidence sur l'activité de l'entreprise? La façon de partager le gâteau a-t-elle une influence sur sa taille? C'est le principal problème examiné par la "corporate finance". Nous verrons ici quelques intuitions sur ce problème.

A ce de financement s'ajoute celui de séparation plus ou moins grande entre financement et contrôle. Les actionnaires délèguent la gestion à des managers qui n'ont pas nécessairement des intérêts en ligne avec ceux des propriétaires. Dans un monde où l'information serait parfaite, c'est à dire dans lequel l'actionnaire pourrait observer parfaitement le comportement des dirigeants et ainsi lui imposer sa ligne, le problème de délégation ne se pose pas. En revanche, dès lors que l'information est asymétrique, il faut prévoir des instruments incitatifs dont l'objectif est d'aligner les intérêts des actionnaires

et des dirigeants.

## 2 Les deux formes basiques de financement

Dans ce paragraphe nous donnons une vision statique sur une période, évidemment caricaturale de l'entreprise. Imaginons une entreprise dont le revenu (excédent d'exploitation) est aléatoire donné égal à  $\tilde{R}$ .

L'ensemble des parties prenantes (claim holders) doivent se répartir  $\tilde{R}$ .

### 2.1 Dette

Par définition de la "dette simple", les prêteurs ont un droit prioritaire sur  $R$  : si  $D$  est le montant de la dette (ce que doit l'entreprise), la rémunération des prêteurs s'établit à :

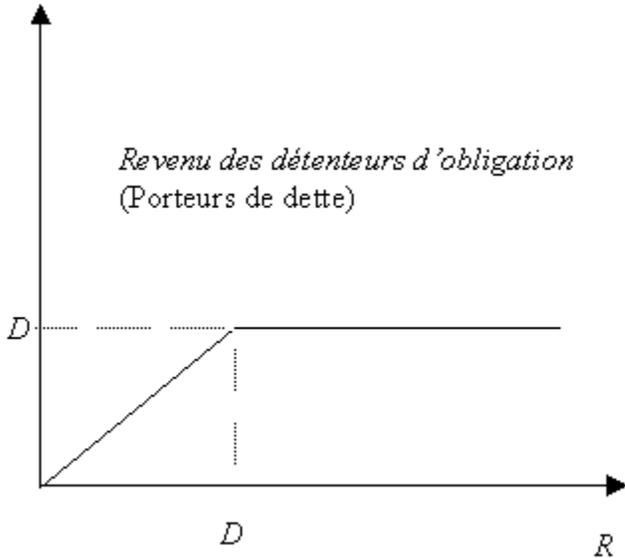
$$\tilde{a}_d = \min(\tilde{R}, D)$$

La dette, dans ce cas devient un actif financier incertain du fait du risque de défaut ( $R < D$ ) de l'entreprise. La signature d'une obligation (bond) est justement associée à la probabilité de défaut. Une bonne signature signifie que la probabilité de défaut est faible. Il existe des agences de notation (Moody's, Standard & Poors) dont l'activité est de noter (AAA,AA,A,BBB,.....) les entreprises en fonction de leur capacité de remboursement de leur dette. Les "Junk bonds" sont les titres (dette émises) par les entreprises dont la signature n'est pas bonne.

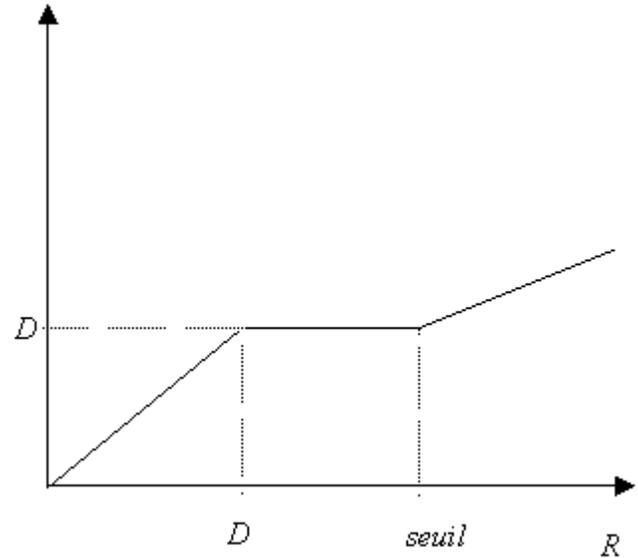
### 2.2 Actions/capital

Les détenteurs du capital sont alors "créanciers résiduels" (residual claimants) : leur revenu est ce qui reste après avoir servi la dette :

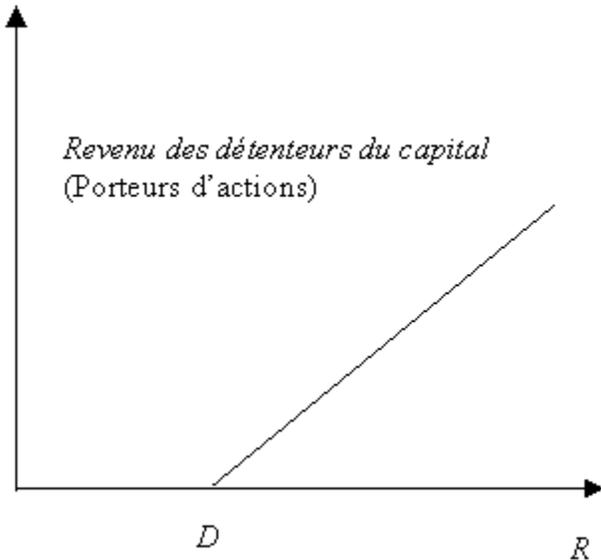
$$\tilde{a}_c = (\tilde{R} - D)^+$$



Revenu des porteurs en fonction de l'excédent de l'entreprise



dette convertible en actions



### 2.3 Autres créances

On peut concevoir tout un ensemble de créance intermédiaires entre la dette et l'action. Par exemple il existe des degrés de priorité dans les dettes. Les dettes prioritaires seront servies en premier puis les dettes secondaires, puis enfin les actionnaires.

Les obligations convertibles en action (selon un taux fixé à l'avance) permettent au détenteur de dette de prendre une option en cas de résultats favorables. Le profil de revenu de ce type de créance est alors le suivant.

### 2.4 Valeur totale de l'entreprise

Par définition, la valeur totale de l'entreprise est la somme des valeurs des titres (obligations et actions) qu'elle a émis. Si par exemple on représente l'aléa par un ensemble d'états de la nature  $E$ , la valeur des titres peut se calculer par la formule des chapitres précédents ( $q(e)$  représente le prix d'un euro dans l'état  $e$ ), la valeur des obligations est:

$$P_d = \sum_E q(e) \min(R(e), D)$$

La valeur des actions :

$$P_a = \sum_E q(e) (R(e) - D)^+$$

On voit alors immédiatement que :

$$\begin{aligned} P_a + P_d &= \sum_E q(e) \{ (R(e) - D)^+ + \min(R(e), D) \} \\ &= \sum_E q(e) R(e) \end{aligned}$$

C'est à dire que la valeur de l'entreprise ne dépend pas de  $D$  c'est à dire de la structure de financement. Elle est égale à la valeur (de marché) de l'excédent d'exploitation.

Ce résultat théorique connu sous le nom de "théorème de Modigliani-Miller", énonce que dans une

économie où l'information est parfaite, la structure de financement est indépendante de la valeur totale de l'entreprise. Ce résultat est évidemment en contradiction avec l'expérience commune, et une grande partie de la finance d'entreprise est consacrée à l'analyse des situations dans lesquelles il ne s'applique pas, c'est à dire de situations dans laquelle, la taille du gâteau est affectée par la méthode de partage!

En effet lorsque l'information est imparfaite, les prêteurs peuvent mal connaître le risque associé à l'entreprise. Ils peuvent aussi avoir des difficultés à contrôler l'efficacité du management, en particulier l'effort que celui ci engage pour rembourser les dettes. Ces deux types d'imperfection de marché sont telles que la structure de financement aura des implications incitatives et le résultat de l'entreprise ne sera pas indépendant de sa structure de financement.

### 2.5 *Prise de risque*

La forme des revenus touchés par les différentes parties prenantes a une importance en matière de prise de risque. En particulier, le revenu des actionnaires est une fonction convexe du résultat. Il en résulte que les actionnaires sont poussés, entre deux décisions donnant la même espérance (la même valeur totale) à choisir la plus risquée! Il en résulte évidemment une perte pour les détenteurs d'obligation qui eux ont une fonction concave du résultat!

Pour se protéger de ce genre de "déconvenues", dans un monde où l'information est parfaite, les porteurs de dettes complètent le contrat par des "covenant" qui contraignent le management à contenir le risque. La convertibilité des obligations en action est une autre manière de se protéger contre ce phénomène.

## 3 **Information imparfaite : structure de financement et incitations**

L'augmentation de de  $D$  peut être désincitative : augmenter le taux d'inté

Le capital comme collatéral

Le capital comme signal

$$\Delta p(R - D) > C$$

$$\begin{aligned} \frac{d}{dE} \int_{D-E}^{\infty} (E + \epsilon - D) f(\epsilon) d\epsilon &= \int_{D-E}^{\infty} f(\epsilon) d\epsilon = (1 - F(D - E)) = \\ -f(D - E)dD + f(D - E)dE &= dE \end{aligned}$$