***CHAPITRE 3 : SOURCES ET CHOIX DE FINANCEMENT***

Pour financer ses investissements et son besoin en fonds de roulement, l’entreprise a besoin de ressources permanentes.

Ces  ressources financières se composent  des fonds propres et de l’endettement.

Les fonds propres comprennent essentiellement l’autofinancement qui est une ressource générée par l’activité de l’entreprise après rémunération des apporteurs des capitaux (les dividendes).

L’endettement se fait par recours directement au public (obligations) ou aux organismes spécialisés et aux banques.

 Chaque  mode de financement présente un coût dont il faut tenir compte pour l’évaluation de la rentabilité des projets d’investissement.

Ce chapitre a pour objectif de présenter les différentes sources de financement et d’analyser le coût de ces différentes sources ainsi que la diversité des choix de financement.

***1 . SOURCES DE FINANCEMENT***

***1.1. Le financement par fonds propres***

Le financement par capitaux propres peut avoir une origine interne ou externe à l’entreprise.

**A- L**'**autofinancement**

**L**'**autofinancement** est le fait pour l'entreprise de se financer elle même sans ressources extérieures. Il faut pour cela qu'elle dispose de disponibilités importantes qui lui permettront d'investir dans des projets rentables.

On distingue deux composantes au sein de l’autofinancement :

* L’autofinancement de maintien : qui doit permettre de renouveler le potentiel de production (c’est le rôle des amortissements) et de faire face au risque de dépréciation d’actifs, de pertes ou de charges (c’est le rôle des provisions).
* L’autofinancement de croissance : Le solde dégagé (autofinancement total – autofinancement de maintien) constitue l’autofinancement de croissance qui doit permettre de couvrir les besoins liés à l’expansion de l’entreprise (c’est le rôle du bénéfice mis en réserve). Il constitue le véritable enrichissement de l’entreprise.

La capacité d'autofinancement, calculée année par année, inclut les amortissements comptables de l'année et le bénéfice net de l'année.

***Avantages***

* L'autofinancement protège l'entreprise des charges financières trop importantes qu'elle aurait eues en cas de recours à la dette et donc une diminution du risque de faillite qui est souvent lié à un endettement trop lourd.
* L’autofinancement assure une certaine indépendance à l’entreprise, qui ainsi n’a pas à solliciter des financements externes dont l’octroi nécessite l’accord des préteurs sur le bien fondé de l’opération.
* En augmentant le montant des capitaux propres l’autofinancement améliore la capacité d’endettement.

***Limites***

* Le cout financier : versement des dividendes aux actionnaires
* La fiscalité ne lui est cependant pas favorable
* L'autofinancement réduisant le risque, la rentabilité exigé est donc moins

**B- Les capitaux propres**

On parle de capitaux propres ou fonds propres pour définir tout ce que l'entreprise possède à l'exception de ses dettes. Les capitaux propres constituent une ressource stable pour l'entreprise.

Selon le plan comptable, on appelle capitaux propres la valeur totale des actifs

(terrains, usines, machines, marques rachetées, trésorerie, etc.) diminué du total des dettes.

Les capitaux propres sont enregistrés au passif du bilan de l'entreprise et sont constitués par :

* Le capital social
* Les primes liés au capital
* Les réserves légales et statutaires (bénéfices antérieurs non distribués)
* Le report à nouveau (bénéfices antérieurs non distribués et non mis en réserve)
* Le résultat de l'exercice

Il s'agit donc des **capitaux apportés par les actionnaires/ associés** (capital social) ou laissés à la disposition de la société pour la gestion de son exploitation.

***Avantages***

* L’entreprise est propriétaire du bien qui peut donc être amorti comptablement et permettre des économies d’impôt.
* L’entreprise peut récupérer la TVA payée leur de l’achat (sauf exception).
* La capacité d’endettement de l’entreprise reste intacte puisque pas d’emprunt.
* Plus les capitaux propres sont élevés, plus le risque de faillite est faible.
* représenter un matelas de sécurité pour les créanciers de l'entreprise.

***Limites***

* L’entreprise peut perdre une partie de son indépendance vis-à-vis des apporteurs de capitaux, dans le cas d’une augmentation de capital.
* le coût des capitaux propres est plus élevé que celui de la dette
* La sous-capitalisation, peut se traduire par une crise de solvabilité.

***1.2 Le financement par emprunt***

***1-2-1 Endettement à terme***

C’est le complément du financement par fonds propres et peut se faire par emprunt classique ou obligataire.

***A. Emprunt classique***

Il désigne l’opération par laquelle une personne physique (particulier) ou morale

(entreprise ou association) demande à un prêteur (établissements de crédit) de mettre à sa disposition une certaine somme d’argent à certaines conditions

Il peut s'agir d'un emprunt pour une création de société ou encore d'un emprunt pour un investissement particulier tel l'achat de machines, etc. Conclu à long ou moyen terme, cette opération est matérialisée par un contrat conclu entre l'emprunteur et le prêteur dans laquelle figure :

* Le montant du prêt
* La durée du prêt et les modalités de remboursement
* Le taux d’intérêt
* Les garanties demandées
* Les conditions d’un remboursement anticipé

***Avantages***

* L’entreprise est propriétaire du bien qui peut donc être *amorti* comptablement et permettre des *économies d’impôt*.
* L’entreprise peut récupérer la TVA payée lors de l’achat (sauf exception).
* Les intérêts payés constituent des économies d’impôts
* L’entreprise converse ses disponibilités puisqu’il n’y a pas d’importance sortie d’argent.
* Les annuités sont modulables en fonction de la durée de remboursement et le montant emprunté (+ la durée est longue, + les annuités sont faibles).

***Limites***

* La capacité d’endettement de l’entreprise diminue car l’entreprise augmente son endettement (emprunt).
* L’entreprise doit prévoir au niveau de sa trésorerie le paiement, aux dates d’échéance, des annuités (intérêt + remboursement du capital).

Pour des financements d’un montant élevé, il est quelque fois difficile de recourir à un seul prêteur : l’emprunt obligataire peut constituer une solution.

**B. L’emprunt obligataire**

L’emprunt obligataire est un emprunt, à long terme et d’un montant important, émis le plus souvent par des grandes sociétés désirants se procurer des moyens de financement par appel public à l’épargne.

Il est divisé en un nombre plus ou moins grand de titres numérotés de valeur

nominale égale, appelés "obligation" qui est un titre de créance négociable coté ou non en bourse de valeurs mobilières et souscrit par un grand nombre de prêteurs nommés obligataires ou souscripteurs.

Ces derniers sont de simples créanciers de la société émettrice et ne participent donc pas à sa gestion, contrairement aux actionnaires.

Enfin les obligataires ont droit au remboursement de leurs prêts augmenté d’un intérêt.

***1.2.2- Le crédit bail***

***1.2.2.1 Définition***

Le crédit-bail est une ***technique contractuelle*** par laquelle une entreprise, dite de crédit-bail acquiert, sur la demande d'un client (crédit - preneur), la propriété de biens d'équipement mobiliers ou immobiliers, en vue de les donner en location à ce dernier pour une ***durée déterminée*** et en contrepartie de ***redevance***s ou de ***loyers***, assorti d'une ***promesse de vente à prix fixé à l'échéance du contrat.***

Pendant toute la durée du contrat, l'entreprise n'est pas propriétaire du bien et celui-ci n'apparaît donc pas dans son bilan.

***1.2.2.2 Les caractéristiques d’un crédit - bail***

* Le C B n’est pas une simple location car le locataire dispose d'une faculté de

rachat.

* Le C B n'est pas une location-vente car le locataire n'est pas obligé d'acquérir le bien loué après un certain délai.
* La durée du contrat de bail est généralement inférieure à la vie économique du bien
* A l’expiration de la période de location, le locataire dispose d’une triple option :
* soit rendre l'équipement
* soit le racheter pour sa valeur résiduelle fixée au départ dans le contrat
* soit continuer à le louer moyennant un loyer très réduit
* La société de crédit-bail reste propriétaire du bien jusqu'au paiement de la valeur résiduelle à l'échéance du contrat.
* La location commence à la réception du matériel constatée par la signature d'un procès-verbal.
* Il n'y a pas d'immobilisation au bilan du locataire puisqu'il s'agit de location.

***1.2.2.3 Les avantages du crédit- bail***

* Il permet un financement à 100 % du montant de l'investissement.
* L'utilisateur étant locataire du bien n'a pas à fournir de garantie réelle.
* Les loyers sont passés en charges d’exploitation, par conséquent, le résultat avant impôt diminue d'autant et avec lui les impôts
* L'avantage fiscal est d'autant plus important que la durée du remboursement soit rapide.
* La TVA est récupérable sur les redevances
* L’option d’achat en fin de contrat permet de moduler le montant des loyers : plus la valeur résiduelle sera forte, moins les loyers seront élevés.
* La capacité d’endettement de l’entreprise reste intacte puisqu’il n’y a pas réellement un emprunt.

***1.2.2.4 Les inconvénients du crédit- bail***

* Le C B est une technique de financement d'un coût élevé surtout pour les petits investisseurs.
* Les biens financés ne peuvent être donnés en garantie.
* Le locataire doit faire assurer le matériel et le maintenir en bon état pendant toute la durée du contrat
* Par sa facilité d’obtention, il peut entraîner l’entreprise dans des opérations peu rentables.
* L’entreprise n’est pas propriétaire du bien, elle ne peut donc pas l’amortir.

**2- LE CHOIX DE FINANCEMENT**

* 1. **Méthode des décaissements nets actualisés**

Pour déterminer le coût d’une source de financement, il faut comparer le capital mis à la disposition de l’entreprise et l’ensemble des sommes qu’elle doit verser en contrepartie en prenant en considération les économies d’impôt pouvant être réalisées.

Le raisonnement doit se faire sur les décaissements réels, c’est-à-dire que l’on prend en compte les économies d’impôt liées à la source de financement considérée.

Le choix portera sur la source de financement qui présente des décaissements réels les plus faibles.

La comparaison des décaissements nécessite leur actualisation.

Le taux d’actualisation peut être  le coût du capital ou le taux de rentabilité exigé par les actionnaires. A défaut de ce coût on peut prendre comme référence le taux pratiqué sur le marché financier.

**2. 2 Valeur actuelle nette ajustée (VANA)**

La Valeur Actuelle Nette Ajustée consiste à actualiser différemment les flux de liquidités économiques des autres flux, notamment ceux qui relèvent de l’impact des choix de financement et des avantages accordés par un pays d’accueil

Contrairement à la VAN classique, la VAN ajustée intègre plusieurs taux d’actualisation : coût des fonds propres, coût de la dette et taux sans risque. Cette méthode est un outil intéressant car très intégrateur, permettant de prendre en compte l’ensemble des risques.

Valeur actuelle nette ajustée, VANA une méthode de valorisation d’un investissement financé au moins partiellement par endettement.

Elle consiste à calculer la valeur de l’investissement à endettement nul, puis à y retrancher les coûts et à y ajouter la valeur actualisée des économies d’impôts réalisées grâce à l’endettement

Le principe d’application consisteàla séparation des décisions d'investissement et de Financement.

Il existe des cas où l'entreprise obtient un financement particulier (Avantageux) des pouvoirs publics en raison de la nature même de l'investissement.

Ces Financements se présentent notamment sous la forme de prêts à taux d'intérêts bonifiés, l'État Prenant en charge la différence de taux. Or, l'obtention de ces financements pour l'entreprise est subordonnée à la réalisation de l’investissement prévu.

On ne peut donc pas séparer les décisions d'investissement et de Financement.

On calcule alors une VAN composée qui sera:

|  |
| --- |
| **VAN ajustée = VAN projet + VAN financement** |

L’étude de la rentabilité de projets d’investissement se fait généralement abstraction faite de l’incidence du mode de financement sur cette rentabilité. Plus précisément elle est faite dans l’hypothèse d’un financement à 100% par fonds propres.

Le critère de la VAN ajustée consiste à tenir compte de l’effet qu’aurait le mode de financement sur les flux de liquidité (VAN) générés par le projet

Caractéristiques de la méthode: VANA

Myers propose de mesurer la VAN ajustée d'un projet d'investissement qui représente l'enrichissement des actionnaires en la décomposant de la façon suivante:

VAN ajustée = VAN de base + VAN des effets annexes liés au financement

**La VAN de base🡺** s'obtient en actualisant les flux de liquidités d'exploitation au taux de rentabilité requis sur capitaux propres par les actionnaires d'une entreprise non endettée. Elle ne dépend que des aspects industriels du projet d'investissement.

**La VAN des effets annexes** liés au financement 🡺 s'évalue à partir des gains (ou des pertes) procurés par les financements compte tenu en particulier de la déductibilité fiscale.

L'actualisation se fait au coût normal de la dette financière compte tenu de la classe de risque où se situe l'entreprise.

Pour résumer :

**La VAN de base :**

La VAN de base s’obtient en actualisant les recettes nettes d’exploitation (après impôt/IS taux « i » requis par les apporteurs de capitaux propres (les actionnaires) en dehors de tout endettement externe

**La van du financement :**

La VAN du financement est obtenue en actualisant uniquement des flux de trésorerie propres au mode de financement externe retenu dans le projet. Dans le cas d’un financement partiel par emprunt ces flux sont :

* + la recette totale provenant de l’emprunt (le montant de l’emprunt) ;
  + les dépenses induites par les annuités de remboursement de l’emprunt ;
  + L’économie d’impôt induite par la déductibilité des intérêts du résultat fiscal.

*Du fait que ces flux sont connus et ne comportant pas d’incertitude, le taux d’actualisation à retenir est le taux sans risque. Dans la pratique, on retient souvent le taux de l’emprunt.*

Le calcul de la VAN A

La VAN ajustée se décompose en deux volets : VAN de base et VAN de l’emprunt

VAN ajustée = VAN de base + VAN de l’emprunt

**VAN de base** = VAN ordinaire (financement par fonds propres; taux d’actualisation taux de rentabilité requis par les actionnaires).

**VAN de l’emprunt** = montant de l’emprunt - Valeur actuelle des annuités nettes des économies d’impôt (taux d’actualisation taux d’intérêt du marché).

Pour calculer la VAN ajustée, on doit tout d’abord calculer la VAN de base et la VAN de l’emprunt.

|  |
| --- |
| ***VAN DE BASE* = Σ Cash-flows actualisés – le montant de l’emprunt** |
| **VAN DE L’EMPRUNT = montant de l’emprunt- valeur actuelle des annuités nettes des économies d’impôts-remboursement actualisés** | |

**Conclusion**

Pour conclure, dans la méthode de la valeur actuelle nette ajustée, la préoccupation centrale est d’apprécier les projets d’investissement et satisfaire les actionnaires par la maximisation de la valeur mais aussi satisfaire les attentes du créancier qui sont ignorées dans les autres méthodes d’évaluation.