

L'actualité du dirigeant finance-gestion

best of

tome 2

DFCG

L'actualité du dirigeant finance-gestion

**Financiers, des acteurs engagés
au service de l'entreprise**

EYROLLES

L'actualité du dirigeant finance-gestion

Cet ouvrage rassemble tout ce que le dirigeant finance-gestion doit connaître de l'actualité. Regroupant les meilleurs articles rédigés par les experts de la DFCG pour la revue *Échanges* et la *Blog du Directeur Financier*, il constitue un accompagnement indispensable dans la pratique des métiers finance-gestion pour :

- mieux analyser les thèmes d'actualité;
- approfondir les réflexions de fond;
- apporter des éclairages sur les évolutions du métier;
- fournir des solutions pratiques.

Ce best of propose ainsi des réponses aux préoccupations actuelles du dirigeant finance-gestion, permet d'appréhender au mieux les évolutions de son rôle – dans un contexte d'incertitude, de nécessité d'une gestion des risques encore plus efficiente – et de bénéficier d'une meilleure compréhension des processus de transformation de son métier.

La **DFCG** est l'Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion. Implantée dans toutes les régions de France, elle regroupe plus de 3 200 membres de tous les secteurs économiques du pays.

Best of DFCG
**L'actualité du dirigeant
finance-gestion**



Best of DFCG
**L'actualité du dirigeant
finance-gestion**

TOME 2

FINANCIERS, DES ACTEURS ENGAGÉS
AU SEIN DE L'ENTREPRISE

EYROLLES

A horizontal line with a small grey circle in the center, positioned below the publisher's name.

Éditions d'Organisation
Groupe Eyrolles
61, bd Saint-Germain
75240 Paris Cedex 05

www.editions-eyrolles.com

La collection « DFCG » est dirigée par François-Xavier Simon.

En application de la loi du 11 mars 1957, il est interdit de reproduire
intégralement ou partiellement le présent ouvrage, sur quelque support
que ce soit, sans autorisation de l'éditeur ou du Centre français d'exploitation du droit de
copie, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris.

© Groupe Eyrolles, 2013
ISBN : 978-2-212-55535-6

Sommaire

La DFCG.....	11
Finance, trésorerie : quelques bonnes pratiques pour une gestion optimisée	13
DAF dans la crise : le cash avant tout !.....	13
Un exemple de politique financière : celle de SEB	18
Les fusions-acquisitions, un outil de réduction du risque opérationnel ?	22
Financement des PME : quelles solutions alternatives ? ..	24
Une relation de confiance.....	31
La modélisation financière : utilisations et bonnes pratiques.....	34
Les immatériels actifs, de nouvelles approches pour le directeur financier	38
Performance sociale et évaluation financière.....	43
Pourquoi une option n'a pas la même valeur selon qu'elle porte sur une entreprise cotée ou non cotée..	45
Le contrôle de gestion au service de la performance de l'entreprise	49
Indicateurs de performance : évolution et perspectives.	49
Les méthodes d'aide aux choix d'investissements sont-elles utiles ?	53
Le contrôle de gestion du contrôle interne	59
Le contrôle de gestion a désormais une place centrale dans les banques	64
Le capital clients, un actif stratégique de valeur durable..	67

Comptabilité : des IFRS aux critères ESG	75
Des comptes : pour qui ? Pour quoi ?	75
Vers un grand nettoyage des <i>goodwills</i>	86
Dix ans après le lancement du projet IFRS, où en est la convergence mondiale des normes d'information financière ?	90
IFRS et Coran.....	94
Pour une entreprise, privilégier les critères ESG est déterminant	98
Le compte de résultat environnemental : un outil financier de demain	101
 Gouvernance : des enjeux renforcés pour l'entreprise	 105
Comment un directeur financier peut-il conjuguer éthique et profit ?	105
Les responsables comptables et financiers au cœur d'une gouvernance plus vertueuse	109
Quelques réflexions sur la rémunération des dirigeants	112
La fin des stock-options ? Pour en finir avec la confusion entre rémunération et association.....	116
« Le renouvellement des conseils sera un sujet majeur des AG 2012 »	118
 Droit et fiscalité	 121
Les chiffres et le droit : une nécessaire rencontre au sommet	121
Délégation de pouvoir, mode d'emploi	125
Taxer les prix de transfert : le nouveau protectionnisme	129
Informatique : où s'arrête la vie privée du salarié ?	131

La gestion des hommes : source de valeur ajoutée pour l'entreprise	137
Pourquoi devenir directeur financier ?.....	137
Être femme et professionnelle... dans l'univers financier..	140
Mutations autour de la notion de rémunération	145
Dilemme pour le DRH : augmentation générale ou individualisée ?	153
De la responsabilité des coûts salariaux dans la perte de compétitivité française	157
Savoir décider dans l'urgence	162
Un contexte économique et financier perturbé, source de tension pour les entreprises	169
L'euro et les crises financières	169
Le rôle inexorablement croissant de la BCE	173
L'année du Draghi, Monsieur mille milliards d'euros ...	178
BCE et agences de notation : une dangereuse partie de poker menteur !.....	183
Pourquoi la BCE refuse-t-elle d'être prêteur en dernier ressort ?	186
Des « stress tests » bancaires enfin crédibles ?	190
De la crise financière à la récession : le rôle de transmission des banques.....	194
Débats et idées	199
La finance, facteur d'inégalité.....	199
Rééchelonner pour faire l'Europe	203
Réguler en informant	207
La fin des modèles de développement	211
Peut-il exister une performance financière durable sans performance sociale ?.....	217

Pourquoi faut-il faire reculer la globalisation financière, sans perdre les autres globalisations ?.....	220
Taxer les 1 %. Oui, le taux marginal d'impôt peut dépasser les 80 %	222
Tobin <i>or not</i> Tobin ?	226
La TVA sociale : oui, sauf en Allemagne	231
L'e-G8 : tartufferie ou nécessité ?	234
Y a-t-il vraiment une place pour le microcrédit en France ?	237
La société coopérative, un nouvel idéal de gestion et d'investissement ?	244

Préface

Après le premier tome du *Best of DFCG – L'actualité du dirigeant finance-gestion*, qui a tenu toutes ses promesses, et l'abondante production d'articles, d'analyses et de points de vue de grande qualité éditée ces 18 derniers mois, nous ne pouvions que vous proposer ce deuxième tome qui parcourt au gré des auteurs les « mille et un visages » de la finance d'entreprise.

Ce deuxième tome a été organisé sans distinction du média utilisé, *Échanges* ou *Le Blog du Directeur Financier*, afin d'offrir au lecteur, par grandes thématiques, une plus grande diversité d'approches, de points de vue et de styles.

La revue *Échanges* s'est dotée en 2012 d'un nouveau comité éditorial, désormais présidé par Bruno de Laigue, d'une nouvelle pagination qui permet aux lecteurs, membres de l'association mais aussi au plus grand nombre, de bénéficier des dernières expertises, expériences, éclairages de la part de professionnels de la finance et de la gestion des entreprises et de leurs conseils. Cette initiative, sous l'impulsion de Philippe Chastres, a été rendue possible par la création de *DFCG Mag*, qui rassemble désormais les informations relatives à la vie associative de la DFCG. Chacun – acteur bénévole dans l'ensemble des régions, des groupes de travail, des comités éditoriaux – peut désormais porter davantage les réalisations de l'association.

Une nouvelle rubrique, « Débats et idées », fait son apparition. Elle permet d'aborder des sujets sous un angle différent, avec le recul indispensable lorsque, notamment, on aborde la performance sociale et durable. Ce sujet, dans le contexte actuel, nous conduit à imaginer d'autres paradigmes dans lesquels la finance doit tenir la place qu'elle mérite, au service d'un développement plus équilibré pour l'ensemble des parties prenantes.

Le *Blog du Directeur Financier*, toujours animé par François Meunier et fort de son comité éditorial, poursuit sa dynamique avec plus de 700 articles publiés et une audience de 8 000 lecteurs

assidus chaque mois. Bien entendu, il a fallu faire des choix sur l'ensemble des dossiers, articles, billets réalisés par les contributeurs bénévoles que je tiens, une nouvelle fois au nom de la DFCG, à remercier.

Que ce deuxième tome puisse vous apporter une vision résumée mais éclairée des grands enjeux d'aujourd'hui et de demain. Nos professions le méritent bien.

Bonne lecture.

Thierry LUTHI
Président DFCG

La DFCG

La DFCG est l'Association Nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion.

Implantée dans toutes les régions de France, elle regroupe 3 200 membres de tous les secteurs économiques du pays.

Toutes les tailles d'entreprise sont représentées, de la PME aux groupes internationaux, à l'image du tissu économique français.

Elle propose entre autres à ses membres de participer à de nombreux événements (petits déjeuners, conférences, dîners-débats, formations...); elle organise, chaque année, Financium, son congrès annuel.

Des groupes de travail, réunis au sein d'un Comité scientifique, mènent une réflexion sur les différentes problématiques que rencontrent les dirigeants financiers dans le cadre de leurs fonctions; les résultats de leurs travaux sont publiés sous forme de cahiers techniques, d'articles ou de fiches point de vue. En outre, elle publie le mensuel *Échanges*, une revue de référence pour la fonction finance-gestion, *Le Blog du Directeur financier*, *La Quotidienne* (newsletter présentant les actualités de l'association) et *La Lettre des Professions Financières* (lettre hebdomadaire sur l'actualité des professions financières), ainsi qu'une Web TV (DFCG TV). La DFCG est également présente sur les principaux réseaux sociaux : Twitter, Linked'in, Facebook et Viadeo.

Finance, trésorerie : quelques bonnes pratiques pour une gestion optimisée

DAF dans la crise : le cash avant tout !

Échanges n° 296, mars 2012, dossier « Crise et liquidité »
par Benoît Gautier, directeur administratif et financier, groupe Sogetrel

Le monde économique et financier est en crise. Le dire est aujourd'hui un lieu commun. Ce qui est plus nouveau, c'est d'observer que la notion de crise, qui renvoyait par le passé à des moments charnières, passagers, ayant un début et une fin, semble être devenue aujourd'hui un état permanent, l'état normal des choses. Les crises se sont succédé depuis vingt-cinq ans avec une telle fréquence que ce sont désormais les périodes « sans crise » qui paraissent extraordinaires, révélatrices d'un immobilisme dangereusement suspect. Cet état de crise permanente a deux conséquences majeures sur le comportement des directeurs administratifs et financiers. Tout d'abord, il nous force à l'optimisme. À l'évidence, notre société ne mourra pas à cause de la crise. Sinon, nous serions tous morts depuis longtemps... Elle se transformera. Nous ne vivrons pas la fin « du » monde, tout au plus la fin « d'un » monde, sans trop savoir encore celui qui est en train de lui succéder. Ensuite, il accentue un processus de sélection naturelle de type darwinien, qui était déjà à l'œuvre dans toute organisation, mais qui a été exacerbé ces dernières années : seuls subsistent les plus forts, qui sont généralement les plus adaptables.

LE SUIVI DU CASH, SUIVI ULTIME DE LA PERFORMANCE

Dans notre monde économique et financier, l'élément essentiel par lequel s'exerce cette sélection naturelle est la capacité à générer du cash. Pour une entreprise, disposer à tout moment du cash nécessaire est aussi vital que pour l'homme de disposer de l'air pour respirer. Un projet peut supporter un résultat insuffisant, mais un manque de trésorerie le tue ! Le dicton célèbre n'a jamais été aussi vrai : « Problème de rentabilité, mort lente. Problème de trésorerie, mort rapide ». Et on ne triche pas avec le cash ! On peut « piloter » son chiffre d'affaires, sa marge, son résultat opérationnel, grâce à des répartitions analytiques qui sont bien souvent des constructions intellectuelles assez subjectives. Mais on ne peut pas tricher avec sa situation de cash. Quand il n'y a plus rien à la banque, c'est fini ! Même si l'on est coté AAA... En période de crise, le suivi du cash est le suivi ultime de la performance. C'est, traditionnellement, l'une des missions du directeur financier de gérer le cash ou, pour employer une expression moins triviale mais qui, somme toute, signifie la même chose, d'assurer la liquidité de l'entreprise.

TOUT COMMENCE LORS DE L'ENTRÉE EN RELATION AVEC LE CLIENT

Le pire serait de commencer à s'occuper du cash au moment où l'on doit facturer son client... L'obsession du directeur financier doit être de veiller à ce que l'entreprise ne travaille qu'avec des clients qui peuvent payer ! Avant l'entrée en relation, il s'assurera que l'entreprise a une connaissance correcte et récente de la solvabilité de son client, en ayant recours à des enquêtes auprès d'organismes spécialisés. Le directeur financier doit pouvoir mettre son veto avant l'entrée en relation avec un client jugé peu solvable. Ou, du moins, exiger la mise en place de sûretés appropriées : paiement comptant, à réception, à la commande, garantie bancaire, caution... *L'Enterprise Resource Planning* (ERP) de l'entreprise doit avoir été construit en ce sens et les blocages adéquats prévus. En période de crise, une étude régulière de l'ensemble de la base clients (tous les trois mois) sera effectuée, permettant de cartographier le risque client de l'entreprise. Ce risque pourra éventuellement être assuré auprès d'un assureur-crédit. Enfin, les équipes du

directeur financier seront en état de veille permanente (greffe, publication des comptes, presse, inscription de privilège...), pour identifier sans délai les événements concernant les clients de l'entreprise.

ÊTRE RIGOUREUX DANS LA RELATION CONTRACTUELLE AVEC LE CLIENT

Ce qui n'aura pas été négocié au départ et inscrit dans les documents contractuels aura très peu de chance de se réaliser spontanément et sera presque impossible à modifier après la signature du contrat. Il en est ainsi des conditions de facturation (à la livraison, à l'acceptation des travaux, à l'avancement...), de leur formalisme, des conditions de réception, des délais de paiement et de leur mode de calcul (le délai « 45 jours fin de mois » n'est pas la même chose que « fin de mois 45 jours »), des possibilités d'avance de démarrage, d'acompte à la commande, etc.

D'autant plus que, en réaction à la mise en place de la loi de modernisation de l'économie (LME) réduisant les délais de paiement, certains « grands » clients ont eu tendance à compliquer le processus de facturation qu'ils exigent de leurs fournisseurs, officiellement pour le rendre plus rigoureux ou plus automatisé (échange de données informatisé - EDI), augmentant ainsi les délais de facturation. Ce qui a été donné d'une main a été repris de l'autre... Bien évidemment, le directeur financier fera interdire strictement le travail sans commande et veillera à la mise en place des blocages informatiques nécessaires.

ÊTRE PERFORMANT DANS LA RELANCE CLIENT

Le directeur financier aura mis en place un suivi des échéances clients, réalisées et prévisionnelles (balances âgées), lui permettant d'identifier rapidement les retards de paiement. Une organisation performante dans ce domaine comprend à la fois des relances avant et après échéance, des relances effectuées par les services comptables et par les commerciaux et les opérationnels, des relances automatiques et des relances personnalisées. Le tout exposé dans une procédure connue de tous. L'ERP doit être paramétré pour

conserver les motifs de non-paiement et l'historique des relances. Il doit permettre de bloquer la poursuite de la relation commerciale en cas d'impayé non résolu. L'intervention des services juridiques et contentieux doit être planifiée.

PILOTER LES DÉCAISSEMENTS

Un bon directeur financier doit avoir « des oursins dans les poches ». Tout l'art du directeur financier consistera à gérer en permanence le compromis suivant : respecter les conditions de paiement contractuelles d'une part, adapter les décaissements aux encaissements d'autre part. L'objectif étant de minimiser le besoin en fonds de roulement... sans trop devenir schizophrène.

À cet effet, le directeur financier et ses équipes seront en relation permanente avec les fournisseurs et les sous-traitants, pour imposer les conditions de paiement de l'entreprise et refuser le plus possible les dérogations. Il en sera de même en interne : le directeur financier doit pouvoir valider les conditions de paiement demandées par les acheteurs souhaitant déroger aux règles de l'entreprise.

Dans le choix des investissements, il imposera un calcul systématique de valeur actuelle nette, taux de retour sur investissement, etc., à partir de plans de décaissements et d'encaissements actualisés (selon la méthode *discounted cash flow* – DCF). Il participera à l'arbitrage entre les délais de paiement et les remises fournisseurs.

DIFFUSER EN INTERNE UN REPORTING DE CASH

Rien ne sert de faire de la marge si l'on n'est pas payé ! Un *reporting* qui se contenterait de suivre la production, la marge, le résultat, même de façon très sophistiquée, ne servirait pas à grand-chose. De ce fait, le directeur financier devra mettre en place un suivi quotidien des flux et positions de cash, décomposés en fonction du découpage analytique de l'entreprise. Il le communiquera régulièrement aux opérationnels, pour mettre en évidence les affaires qui rapportent du cash et celles qui en consomment, sachant qu'une affaire peut être alternativement l'une et l'autre. Des objectifs de cash devront être établis par responsables et les bonus impactés par leur réalisation.

GÉRER C'EST PRÉVOIR

Le futur étant par nature incertain, le directeur financier doit élaborer des prévisions de cash à divers horizons pour diminuer cette incertitude. Les prévisions annuelles ou pluriannuelles (budget, prévisions, business plan...) privilégieront les notions de structure financière, de besoin en fonds de roulement (BFR), de cash flow et de *free cash flow*. Elles serviront de base à la mise en place des lignes de financement adaptées. Les prévisions mensuelles permettront d'identifier les besoins ou excédents de cash en fin de mois et de décider de leur utilisation ou des moyens de financement. Enfin, les prévisions quotidiennes sont fondamentales en matière de cash. Elles permettent de fixer un plan de marche quotidien aux équipes, notamment en matière d'encaissements et de relances, et de positionner les décaissements de façon optimum dans le mois. L'élaboration de prévisions de cash fiables et compréhensibles par les non-financiers évite les interprétations erronées des fluctuations et diminue le stress. Un directeur financier qui maîtrise son cash est un directeur financier qui rassure.

ENTRETENIR SON IMAGE

Enfin, en période de crise, le directeur financier doit veiller à être perçu comme le gardien du temple, aussi bien dans l'entreprise qu'à l'extérieur. C'est sans doute pour définir sa mission que la formule de la gestion « en bon père de famille » prend tout son sens. La fiabilité de ses prévisions et de son *reporting* doit être reconnue. Son aversion au risque doit être attestée, la pertinence de ses choix validée. Bref, il doit inspirer confiance, ce qui est la moindre des choses pour celui qui a la responsabilité de la monnaie fiduciaire de l'entreprise. Les informations qu'il communique doivent être crédibles, ce qui suppose qu'il les délivre avec parcimonie, sans changement de cap, sans vague. Cela ne veut pas dire que le directeur administratif et financier (DAF) doive être ennuyeux, seulement rassurant.

Un exemple de politique financière : celle de SEB

Publié le 19 janvier 2012 sur *Le Blog du Directeur Financier*
par Pascal Quiry, enseignant finance-gestion, HEC et Yann Le Fur,
directeur administratif et financier, Mediobanca

La politique financière d'une entreprise doit tenir compte :

- ▶ de l'environnement macroéconomique ;
- ▶ de la stratégie générale de l'entreprise ;
- ▶ et de l'actionnariat.

SEB, le leader mondial du petit électroménager domestique (six produits vendus chaque seconde dans le monde, 250 nouveaux produits lancés par an, 3 965 millions d'euros de chiffre d'affaires en 2011), nous paraît être un exemple de ce qu'un bon directeur financier doit faire pour apporter sa pierre, jour après jour, au développement et au succès de son entreprise.

SEB a été fondé en 1857 par une famille, les Lescure, qui ont introduit en Bourse le groupe en 1975 et qui détiennent actuellement 44 % des actions, 57 % des droits de vote, et dix postes d'administrateurs sur quinze.

Cette famille donne l'impression de se sentir moins propriétaire de ses actions que dépositaire de celles-ci pour la génération suivante, un peu dans l'esprit de slogan publicitaire des montres Patek Philippe¹.

Compte tenu de cet état d'esprit, nos lecteurs ne seront pas surpris que la politique financière soit marquée du sceau de la prudence. Sur les dix dernières années, le rapport dette/excédent brut d'exploitation (EBE) n'a jamais dépassé deux fois. De la même façon depuis 1985², le dividende par action n'a jamais été réduit, ce qui veut dire que le taux de distribution moyen est faible pour permettre à l'entreprise de s'autofinancer plus largement, mais

-
1. « *You never actually own a Patek Philippe. You merely look after it for the next generation.* »
 2. Nous ne sommes pas remontés avant.

aussi pour ne pas avoir à réduire le dividende par action en cas de crise sévère comme en 1998 et 1999 (crise russe).

Lorsque le bloc familial est fait d'environ 260 membres dont un seul travaille dans l'entreprise, il vaut mieux faire attention à la politique de distribution : pour certains actionnaires familiaux, cela représente une partie importante de leurs revenus. La fidélité actionnariale a pour corollaire la constance dans la politique de distribution : dividende jamais réduit et progressant en moyenne de 8,3 % par an.

La stratégie générale de l'entreprise est le second élément déterminant d'une politique financière. SEB est dans un secteur d'intensité capitalistique faible : le rapport chiffre d'affaires sur actif économique est de l'ordre de 1,7 et les investissements annuels, de l'ordre de 120 millions d'euros, représentent 30 % de la capacité d'autofinancement. En fait, une partie des investissements passe par le compte de résultat : la recherche-développement (2 % du chiffre d'affaires) et la publicité (3 % à 4 %, soit autant que les investissements classiques).

Dans ce secteur, SEB croît par croissance organique fondée sur l'expansion géographique (présent dans 150 pays) et l'innovation produit (de la super-cocotte à la friteuse Actifry), mais aussi très largement par croissance externe. Des 21 marques que possède le groupe, une seule a été développée en interne (SEB), toutes les autres (Moulinex, Tefal, Krups, Calor, Lagostina, Supor, Rowenta...) ont été acquises, dont la moitié depuis 2001.

Autrement dit, la politique financière de SEB doit ménager des réserves de liquidités importantes, mobilisables à tout moment car en matière de croissance externe, il faut comme saint Matthieu « veiller, car vous ne savez ni le jour ni l'heure » où telle ou telle cible deviendra disponible.

Si SEB n'a un endettement bancaire et financier net que de 251 millions d'euros au 30 juin 2011, il dispose de ressources à long terme, tirées ou non, de 1,2 million d'euros en 2011 qui ne tombent (du fait des remboursements contractuels) qu'à 900 millions d'euros en 2015. De quoi faire des emplettes !

Ce qui veut aussi dire que le groupe supporte un coût pour cette flexibilité puisque les ressources à long terme tirées (537 millions

d'euros au 30 juin 2011), non utilisées dans le financement de l'actif économique (475 millions d'euros à la même date) et donc placées en trésorerie ne rapportent pas dans le contexte actuel le même taux d'intérêt qu'elles ne coûtent. Mais comme toute police d'assurance, la flexibilité financière a un coût.

En matière de financements, SEB n'a eu de cesse depuis quelques années de suivre quatre principes :

- ▶ diversifier ses sources de financement ;
- ▶ étendre la maturité des financements ;
- ▶ être proche d'un nombre limité de banquiers ;
- ▶ mettre en place des documentations juridiques souples et les moins contraignantes possible.

Diversifier les sources de financement, cela signifie compléter les sources de financement existantes auprès des banques et du marché des billets de trésorerie par l'appel au marché obligataire coté (300 millions d'euros sur cinq ans placés en mai 2011) et au marché obligataire privé (émission en 2008 de 161 millions d'euros d'obligations dites *Schuldschein*¹ à échéances 2013 et 2015 souscrites par des investisseurs allemands).

Étendre la maturité des financements correspond principalement à réduire fortement la part du financement par billets de trésorerie, ressources par définition à court terme². Réduire ne veut pas dire arrêter. Le programme de 600 millions d'euros n'a jamais été arrêté pour que les investisseurs sur ce marché n'aient pas la pénible impression que SEB ne vient les solliciter que lorsqu'il a besoin d'eux et qu'il ne trouve pas de ressources ailleurs.

Être proche d'un nombre limité de banques afin de pouvoir être plus sûr de leur engagement à soutenir le groupe, y compris dans les moments difficiles, a signifié réduire le nombre de banques participantes au crédit syndiqué de 40 à 9 à son renouvellement en 2004, puis à 7 en 2006 et 2011. Celles-ci, en contrepartie d'une prise de risque supérieure, ont trouvé une part de marché plus importante dans le « *side business* » qui améliore la rentabilité pour

1. Pour plus de détails, voir le chapitre 30 du Vernimmen 2012.

2. Pour plus de détails, voir le chapitre 26 du Vernimmen 2012.

elles de l'activité de crédit : cash management, change, couverture, épargne salariale, etc.

L'inconvénient d'une telle pratique est que si l'une des banques venait à disparaître (faillite, rachat, fusion), ce qui est toujours possible dans l'environnement actuel, un besoin de financement naîtrait à moyen terme. Mais nul doute que compte tenu de la qualité de l'entreprise, quelques établissements se précipiteraient pour se substituer.

Concernant la documentation juridique souple et la moins contraignante possible, le cheval de bataille de SEB a été de faire sauter ses covenants¹, ce qu'il a obtenu en 2006. C'est plus une question de principe qu'autre chose. Le faible risque relatif de son activité et son faible niveau d'endettement expliquent cette situation.

Bien évidemment, avoir une politique financière intelligente est beaucoup plus facile lorsque l'entreprise est performante opérationnellement et que le niveau d'endettement est faible : limiter le nombre de banques et axer principalement la dette sur les échéances de long terme avec des documentations bancaires légères s'avèrent moins faciles pour les groupes plus lourdement endettés. Cela dit, c'est quand tout va bien qu'il faut être rigoureux et exigeant car quand la situation d'exploitation se dégrade, il est trop tard pour bien faire.

De même, la diversification des sources de financement est plus compliquée pour les groupes plus petits : pas d'accès au marché obligataire, voire aux billets de trésorerie. Mais d'autres sources restent disponibles (*factoring, leasing*). La diversification des sources de financement n'est pas enfin sans coût : lourdeurs de gestion, voire décotes de liquidité si les produits de marché sont émis en trop faibles volumes. Il doit donc y avoir un équilibre. Il semble que SEB l'a trouvé.

Notre lecteur aura compris que la politique financière de SEB a un côté exemplaire par son adéquation à son environnement industriel et actionnarial. Il ne nous appartient pas de décerner des prix Vernimmen mais s'il en existait un, la direction financière de SEB, dont la devise est « *Sale is vanity, profit is sanity, cash is reality* », serait un sérieux prétendant.

1. Pour plus de détails, voir le chapitre 39 du Vernimmen 2012.

Les fusions-acquisitions, un outil de réduction du risque opérationnel ?

Publié le 19 décembre 2011 sur *Le Blog du Directeur Financier*
par Pascal Quiry, enseignant finance-gestion, HEC et Simon Gueguen,
enseignant-chercheur à Paris-Dauphine

Deux chercheurs américains ont publié récemment un article¹ portant sur les motivations des fusions-acquisitions d'entreprises. Ils se sont tout particulièrement intéressés aux éléments déclencheurs des vagues de fusions, puisqu'il est établi depuis longtemps que la grande majorité des fusions-acquisitions a lieu par vagues, industrie par industrie². Deux facteurs déclencheurs de vagues de fusions-acquisitions dans un secteur économique avaient déjà été identifiés par la recherche :

- ▶ des valorisations boursières historiquement élevées des initiateurs ;
- ▶ des chocs économiques dans le secteur concerné ; ces chocs consistent en une variation exceptionnellement élevée (à la hausse ou à la baisse) de différentes données sectorielles (ventes, profitabilité, investissement, R&D, emploi, rentabilité économique).

L'article montre qu'il existe un troisième élément déclencheur, statistiquement et économiquement significatif : la volatilité des flux de trésorerie (ou cash flow). L'idée est que les opérations de fusion peuvent avoir un objectif de gestion du risque en situation d'incertitude. Ce sont les fusions verticales qui sont ici visées. L'idée originale se trouve dans un article de 1971 d'Oliver Williamson³, prix Nobel d'économie 2009 : l'intégration verticale

1. Jon A. Garfinkel et Kristine Watson Hankins, 2011, « The role of risk management in mergers and merger waves », *Journal of Financial Economics*, vol. 101, p. 515-532.
2. Les auteurs reprennent à ce sujet un article de Jarrad Harford, 2005, « What drives merger waves ? », *Journal of Financial Economics*, vol. 77, p. 529-560.
3. Oliver E. Williamson, 1971, « The vertical integration of production : market failure considerations », *American Economic Review*, vol. 61, p. 112-123.

permet de contourner des difficultés à s'engager sur des contrats, en particulier en période d'incertitudes.

Par exemple, le fait de fusionner avec un fournisseur permet d'internaliser des charges externes et de stabiliser ainsi les coûts d'approvisionnement. En cas de fortes incertitudes, il s'avère difficile de rédiger, avec les fournisseurs, des contrats suffisamment précis pour prévoir toutes les situations possibles et réduire l'incertitude ; la fusion (verticale) est donc une bonne solution. Les fusions verticales agiraient donc comme une couverture opérationnelle contre le risque, éventuellement moins chère et plus efficace que d'autres formes de couverture.

L'étude empirique, fondée sur un échantillon large de fusions aux États-Unis entre 2001 et 2006, révèle que lorsque la volatilité des cash flows¹ des entreprises d'un secteur augmente d'un écart type, la probabilité de déclenchement l'année suivante d'une vague de fusions dans ce secteur augmente d'environ 0,6 %. Ce chiffre qui peut sembler faible est en réalité économiquement significatif : la probabilité absolue de déclenchement d'une vague de fusion par secteur et par an n'est que de 3,24 % selon la méthodologie (restrictive) suivie par les auteurs.

À titre de comparaison, l'effet lié aux chocs économiques est inférieur à 0,3 %. La proportion de fusions verticales dans le total des fusions est également plus forte, ce qui laisse présumer que c'est bien la couverture opérationnelle qui est recherchée.

Les auteurs confirment cet objectif de gestion du risque par une analyse individuelle (et non plus sectorielle) des fusions. Les entreprises qui voient une hausse de la volatilité de leurs cash flows sont plus nombreuses à initier une fusion verticale. Enfin, l'analyse indique que cette couverture opérationnelle est effective : la volatilité des cash flows diminue significativement après une fusion verticale.

-
1. Il est à noter que les auteurs désignent génériquement par « cash flows » des éléments du compte de résultat qui ne sont pas au sens le plus strict des flux de trésorerie. Deux mesures sont utilisées dans l'article (et aboutissent sensiblement aux mêmes résultats). La première est l'*Operating Income Before Depreciation* (OIBD), qui correspond en français à l'excédent brut d'exploitation (EBE). La seconde est le coût des ventes (*cost of goods sold*).