

Finance d'entreprise

Jonathan **Berk** - Peter **DeMarzo**

Gunther
**Capelle-
Blancard**

Nicolas
Couderc

Avec la
collaboration de
Nicolas **Nalpas**

PEARSON
Education

Table des matières

Notations courantes	1
Préface	3
Les auteurs	5
Avant-propos	7
Remerciements	13

PARTIE I

Introduction

Chapitre 1

L'entreprise et la Bourse	15
1.1. Nature et forme des entreprises.....	16
<i>Les entreprises dans la théorie économique</i>	16
<i>Les entreprises en France : un ensemble hétérogène</i>	16
1.2. Propriété et contrôle d'une société par actions	23
1.3. Les marchés boursiers.....	26
Résumé	32
Exercices	33

Chapitre 2

Introduction à l'analyse des états financiers	35
2.1. Principes et normes comptables	36
2.2. Le bilan	37
<i>L'actif du bilan</i>	37
<i>Le passif du bilan</i>	41
<i>Analyse du bilan</i>	43
2.3. Le compte de résultat.....	48
<i>Du chiffre d'affaires au résultat net</i>	50
<i>Analyse du compte de résultat</i>	53
2.4. Le tableau des flux de trésorerie	57
<i>Flux de trésorerie liés à l'activité</i>	57

	<i>Flux de trésorerie liés aux opérations d'investissement</i>	59
	<i>Flux de trésorerie liés aux opérations de financement</i>	59
2.5.	Les autres documents comptables.....	60
	<i>L'état de variation des capitaux propres</i>	61
	<i>Les notes annexes</i>	61
	<i>Le rapport de gestion</i>	61
2.6.	Les manipulations comptables.....	61
	<i>Les affaires</i>	62
	<i>La réaction des pouvoirs publics</i>	65
	Résumé	66
	Exercices	67
	Étude de cas	70
 Chapitre 3		
	Arbitrage et décisions financières	71
3.1.	Exprimer les coûts et les bénéfices dans la même unité.....	72
	<i>Prix de marché et valeur d'un projet</i>	72
	<i>Que faire en l'absence de prix de marché ?</i>	74
3.2.	Taux d'intérêt et valeur temps de l'argent	74
	<i>La valeur temps de l'argent</i>	74
	<i>Le taux d'intérêt : un taux de change intertemporel</i>	75
	<i>Valeur actuelle et valeur future</i>	76
3.3.	La valeur actuelle nette	77
	<i>Acceptation ou rejet d'un projet</i>	77
	<i>Comparaison de projets</i>	78
3.4.	Arbitrage et Loi du prix unique.....	79
3.5.	Absence d'opportunités d'arbitrage et prix des actifs	82
	<i>L'évaluation des actifs financiers</i>	82
	<i>Le prix en l'absence d'opportunité d'arbitrage</i>	84
	<i>Taux d'intérêt et prix des obligations</i>	85
	<i>Le théorème de séparation</i>	85
	<i>Évaluer un portefeuille d'actifs</i>	87
3.6.	Le prix du risque.....	88
	<i>Aversion au risque et prime de risque</i>	88
	<i>Le prix de non-arbitrage d'un actif risqué</i>	89
	<i>La prime de risque dépend du niveau de risque</i>	90
	<i>Le risque d'un actif est lié au risque de marché</i>	90
	<i>Risque, rentabilité et prix de marché</i>	92
3.7.	Arbitrage avec coûts de transaction.....	92

Résumé	94
Exercices	95
PARTIE II	
La boîte à outils du financier	
Chapitre 4	
La valeur temps de l'argent	101
4.1. L'échéancier	101
4.2. Les trois règles du « voyage dans le temps »	103
<i>Comparer les flux</i>	103
<i>Transposer des flux dans le futur</i>	103
<i>Transposer des flux dans le passé</i>	104
<i>Application des règles du « voyage dans le temps »</i>	106
4.3. La puissance de la capitalisation	108
4.4. La valeur d'une séquence de flux	108
4.5. La valeur actuelle nette d'une séquence de flux	111
4.6. Rentes perpétuelles, annuités et autres cas particuliers	112
<i>Les rentes perpétuelles</i>	112
<i>Les annuités constantes</i>	116
<i>Les rentes perpétuelles croissantes</i>	119
<i>Les annuités croissantes</i>	121
4.7. Calculer les flux, le TRI et le nombre de périodes	123
<i>Calculer le montant des flux</i>	123
<i>Calculer le taux de rentabilité interne</i>	125
<i>Calculer le nombre de périodes</i>	128
4.8. L'utilisation d'un tableur	130
Résumé	132
Exercices	133
Étude de cas	137
Chapitre 5	
Les taux d'intérêt	139
5.1. La cotation des taux d'intérêt	139
<i>Le taux annuel effectif</i>	139
<i>Le taux équivalent</i>	140
<i>Taux annuel proportionnel et taux période</i>	141
<i>Le taux annuel effectif global</i>	144

Intérêts précomptés et intérêts postcomptés	145
Taux d'intérêt brut et net	146
5.2. Modalités de remboursement d'un emprunt.....	146
Remboursement par annuités constantes	146
Remboursement par fractions constantes du capital.....	148
Autres modalités de remboursement	149
5.3. Les déterminants des taux d'intérêt	151
Inflation et taux d'intérêt réel	151
Investissement et taux d'intérêt.....	153
La courbe des taux	153
Risque et taux d'intérêt	157
5.4. Le coût d'opportunité du capital.....	158
Résumé	158
Exercices	160
Annexe : Capitalisation continue des intérêts.....	164
Taux annuel effectif et taux annuel proportionnel avec capitalisation continue des intérêts	164
Flux continus	164
Chapitre 6	
Les critères de choix d'investissement	167
6.1. La VAN d'un projet d'investissement.....	167
Le critère de la VAN.....	167
Sensibilité de la VAN au choix du taux d'actualisation	168
La VAN face aux critères alternatifs.....	169
6.2. Les critères de choix d'investissement alternatifs.....	169
Le délai de récupération.....	169
Le taux de rentabilité interne.....	170
6.3. Choix d'investissement en présence de projets mutuellement exclusifs	175
Différence d'échelle	176
Différences de calendrier	178
Le TRI différentiel.....	179
6.4. Choix d'investissement en présence de contraintes sur les ressources	181
Évaluation de projets nécessitant des ressources différentes.....	181
L'indice de profitabilité	181
Les limites de l'indice de profitabilité	183
Résumé	183
Exercices	184
Étude de cas	187

PARTIE III**L'évaluation des actifs : principes de base****Chapitre 7**

La planification financière	189
7.1. La prévision des flux de trésorerie.....	189
<i>Estimation des coûts et des bénéfices</i>	190
<i>Prévision du résultat net du projet</i>	190
<i>Prise en compte des effets indirects</i>	193
<i>Prise en compte des coûts irrécupérables</i>	194
<i>En pratique...</i>	196
7.2. La prévision des flux de trésorerie disponibles et de la VAN.....	197
<i>Le passage du résultat net au flux de trésorerie disponible</i>	197
<i>Calcul direct des flux de trésorerie disponibles</i>	199
<i>Calcul de la VAN</i>	200
<i>Choix entre différents projets</i>	201
<i>Quelques problèmes supplémentaires...</i>	203
7.3. L'analyse du projet.....	207
<i>Analyse de point mort (break-even analysis)</i>	208
<i>Analyse de sensibilité</i>	209
Résumé	211
Exercices	213
Étude de cas	218

Chapitre 8

L'évaluation des obligations	219
8.1. Flux monétaires, prix et rentabilité des obligations.....	219
<i>Caractéristiques générales des obligations</i>	219
<i>Obligations zéro-coupon</i>	220
<i>Obligations couponnées</i>	222
8.2. Dynamique du prix des obligations.....	225
<i>Pair et cotation des obligations</i>	225
<i>L'effet du temps sur le prix des obligations</i>	226
<i>Variations des taux d'intérêt et prix des obligations</i>	230
8.3. Courbe des taux et arbitrage obligataire.....	233
<i>La réplication d'une obligation couponnée</i>	233
<i>L'évaluation d'une obligation couponnée à partir de la rentabilité à l'échéance de zéro-coupon</i>	234
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations couponnées</i>	235
<i>La courbe des taux en pratique</i>	236

8.4. Les obligations privées	238
<i>La rentabilité à l'échéance des obligations privées</i>	238
<i>La notation des obligations</i>	240
<i>La courbe des taux corporate</i>	242
Résumé	243
Exercices	245
Étude de cas	249
Annexe : Taux d'intérêt à terme	250
<i>Le calcul des taux d'intérêt à terme</i>	250
<i>Le calcul de la rentabilité à l'échéance à partir des taux à terme</i>	252
<i>Taux d'intérêt à terme et taux d'intérêt comptant futur</i>	252
Exercices	253
Chapitre 9	
L'évaluation des actions	255
9.1. Prix, rentabilité et horizon de placement	256
<i>Un placement à un an</i>	256
<i>Rendement, gain en capital et rentabilité</i>	257
<i>Placement sur plusieurs périodes</i>	258
9.2. Le modèle d'actualisation des dividendes	260
<i>Le modèle de Gordon-Shapiro (hypothèse de taux de croissance constant des dividendes)</i>	260
<i>L'arbitrage entre dividende actuel et dividendes futurs</i>	261
<i>Le cas des entreprises en expansion</i>	264
<i>Les limites du modèle d'actualisation des dividendes</i>	266
9.3. Deux modèles alternatifs d'évaluation actuarielle.....	267
<i>Le modèle d'actualisation des dividendes augmenté</i>	267
<i>Le modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ou modèle DCF (discounted cash flows)</i>	269
9.4. L'évaluation des actions par la méthode des comparables	272
<i>Les multiples</i>	273
<i>Les limites des multiples</i>	275
<i>Comparaison avec les méthodes actuarielles</i>	276
<i>Pour résumer : l'évaluation des actions</i>	276
9.5. Information, concurrence et prix des actions	278
<i>L'information contenue dans les cours boursiers</i>	278
<i>Concurrence et marchés efficients</i>	280
<i>Conséquences de l'hypothèse d'efficience des marchés</i>	283
<i>L'hypothèse d'efficience des marchés et l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	283

Résumé	284
Exercices	286
Étude de cas	290
PARTIE IV	
Risque et rentabilité	
Chapitre 10	
Marchés financiers et mesure des risques	293
10.1. Risque et rentabilité : un premier aperçu	293
10.2. Mesures traditionnelles du risque et de la rentabilité	296
<i>Densité de probabilité</i>	296
<i>Rentabilité espérée</i>	298
<i>Variance et écart type</i>	298
10.3. Rentabilité historique des actifs financiers	300
<i>Rentabilités historiques</i>	300
<i>Rentabilité annuelle moyenne</i>	303
<i>Variance et volatilité</i>	305
<i>Rentabilités historiques et rentabilités futures : l'erreur d'estimation</i>	306
10.4. L'arbitrage entre risque et rentabilité	310
<i>Rentabilités de portefeuilles diversifiés</i>	310
<i>Rentabilités de titres individuels</i>	310
10.5. Risque commun et risque individuel	312
10.6. Diversification de portefeuilles d'actions	316
<i>Risque spécifique et risque systématique</i>	316
<i>Absence d'opportunités d'arbitrage et prime de risque</i>	319
10.7. Estimation de la rentabilité espérée d'un actif	322
<i>Mesurer le risque systématique</i>	322
<i>Estimer la prime de risque</i>	325
10.8. Risque et coût du capital	327
10.9. L'efficacité des marchés	328
<i>Efficacité, coût du capital et MEDAF</i>	328
<i>Confirmation empirique de la concurrence sur les marchés capitaux</i>	329
Résumé	332
Exercices	334
Étude de cas	337

Chapitre 11

La théorie du choix de portefeuille	339
11.1. L'espérance de rentabilité d'un portefeuille	339
11.2. La volatilité d'un portefeuille composé de deux actions	341
<i>Combiner les risques</i>	341
<i>Calcul de la covariance et de la corrélation</i>	342
<i>Calcul de la variance et de l'écart type d'un portefeuille</i>	347
11.3. La volatilité d'un portefeuille composé de N actions.....	348
<i>Diversification d'un portefeuille équi pondéré composé de N actions</i>	349
<i>Diversification d'un portefeuille quelconque</i>	352
11.4. Arbitrage rentabilité-risque : le choix d'un portefeuille efficient	352
<i>Les portefeuilles efficients composés de deux actions</i>	353
<i>L'incidence de la corrélation</i>	355
<i>Prise en compte des ventes à découvert</i>	356
<i>Les portefeuilles efficients composés de N actions</i>	359
11.5. Prise en compte de l'actif sans risque.....	365
<i>L'actif sans risque</i>	365
<i>L'achat d'actions avec effet de levier</i>	366
<i>Identification du portefeuille super-efficient</i>	367
11.6. Portefeuille super-efficient et coût du capital	370
<i>Améliorer la performance d'un portefeuille : le bêta et la rentabilité exigée</i>	371
<i>Rentabilités espérées et portefeuille super-efficient</i>	372
<i>Le coût du capital</i>	374
Résumé	376
Exercices	379
Étude de cas	381

Chapitre 12

Le modèle d'évaluation des actifs financiers	385
12.1. L'efficience du portefeuille de marché	386
<i>Hypothèses</i>	386
<i>L'équilibre entre offre et demande de titres</i>	387
<i>Composition d'un portefeuille optimal : la droite de marché</i>	388
12.2. La détermination de la prime de risque	391
<i>Risque de marché et bêta</i>	391
<i>La droite du MEDAF, ou Security Market Line (SML)</i>	392
<i>L'alpha</i>	395
12.3. La construction du portefeuille de marché	398

<i>Pondération par la capitalisation boursière</i>	398
<i>Les principaux indices boursiers</i>	400
12.4. Le calcul du bêta	403
<i>Estimer le bêta à partir de données historiques</i>	404
<i>Réaliser une régression linéaire</i>	406
12.5. Les extensions du MEDAF.....	408
<i>Taux prêteur et emprunteur différents</i>	408
<i>Informations et anticipations rationnelles</i>	410
12.6. Le MEDAF en pratique.....	412
<i>Prévision du bêta</i>	412
<i>Estimation de la droite du MEDAF</i>	415
<i>Le MEDAF est-il vérifié ?</i>	417
<i>Que retenir du MEDAF ?</i>	419
Résumé	421
Exercices	423
Étude de cas	424
Chapitre 13	
Les modèles alternatifs d'évaluation des actifs	427
13.1. L'efficacité du portefeuille de marché	427
<i>Effet taille et effet book-to-market</i>	428
<i>Les rentabilités passées</i>	431
13.2. Les conséquences de l'existence d'alpha positif	432
<i>Non-représentativité de l'indice de marché</i>	432
<i>Existence d'actifs non négociables</i>	433
13.3. Les modèles multifactoriels d'évaluation des actifs financiers	434
<i>Les portefeuilles de facteurs</i>	435
<i>Construction d'un modèle multifactoriel</i>	436
<i>Sélection des portefeuilles de facteurs</i>	437
<i>Spécification à la Fama-French-Carhart et coût du capital</i>	438
13.4. Les modèles à facteurs fondamentaux.....	440
13.5. En pratique... ..	444
Résumé	445
Exercices	446

PARTIE V**La structure financière de l'entreprise****Chapitre 14**

La structure financière dans le cadre de marchés parfaits	449
14.1. Capitaux propres ou endettement ?	449
<i>Financement exclusif par capitaux propres</i>	450
<i>Financement par capitaux propres et endettement</i>	451
<i>L'effet de l'endettement sur le risque et la rentabilité</i>	452
14.2. Modigliani-Miller, acte 1 : endettement, arbitrage et valeur de l'entreprise	454
<i>Modigliani-Miller et la Loi du prix unique</i>	455
<i>Le levier synthétique</i>	456
<i>Le bilan en valeur de marché</i>	458
<i>Un exemple : le rachat d'actions par endettement</i>	459
14.3. Modigliani-Miller, acte 2 : endettement, risque et coût du capital	461
<i>Endettement et coût des capitaux propres</i>	461
<i>Choix d'investissement et coût moyen pondéré du capital</i>	463
<i>Calcul du CMPC avec plusieurs classes de titres</i>	466
<i>Endettement et bêta</i>	466
<i>Disponibilités et dette nette</i>	469
14.4. Structure financière : attention aux illusions !	470
<i>Endettement et bénéfice par action</i>	470
<i>Augmentation de capital et dilution</i>	473
14.5. Au-delà des propositions de Modigliani-Miller	474
Résumé	475
Exercices	477
Étude de cas	481

Chapitre 15

La structure financière en présence d'impôts	483
15.1. La déductibilité fiscale des intérêts	484
15.2. Valeur des économies d'impôt liées à la déductibilité fiscale des intérêts	486
<i>Déductibilité des intérêts et valeur de l'entreprise</i>	486
<i>Économies d'IS avec endettement constant</i>	488
<i>Coût moyen pondéré du capital en présence d'impôts</i>	490
<i>Économies d'impôt avec un taux d'endettement cible</i>	491

15.3. Restructurations du passif et économies d'impôt.....	492
<i>Étape 1 : hausse de l'endettement</i>	493
<i>Étape 2 : rachat d'actions</i>	493
<i>Synthèse : évaluation en l'absence d'opportunités d'arbitrage</i>	494
<i>Bilan en valeur de marché</i>	495
15.4. La fiscalité des investisseurs.....	496
<i>Impôts sur les dividendes, les plus-values et les intérêts</i>	496
<i>Les économies d'impôt avec fiscalité des investisseurs</i>	499
<i>Estimation du gain fiscal effectif lié à l'endettement</i>	500
15.5. Structure financière optimale en présence d'impôts.....	501
<i>Les entreprises préfèrent-elles l'endettement ?</i>	502
<i>Quelles limites à l'endettement ?</i>	504
<i>Croissance et dette</i>	506
<i>Les autres possibilités de déductions fiscales</i>	507
<i>L'énigme de la faiblesse du taux d'endettement</i>	507
Résumé	509
Exercices	510
Étude de cas	514
 Chapitre 16	
Faillite, incitations et information	517
16.1. Difficultés financières et faillite en marché parfait	518
<i>Endettement et risque de faillite</i>	518
<i>Risque de faillite, structure financière et valeur de l'entreprise</i>	520
16.2. Le coût des difficultés financières	521
<i>Difficultés financières et faillite</i>	521
<i>Coûts directs</i>	523
<i>Coûts indirects</i>	525
16.3. Coût des difficultés financières et valeur de l'entreprise	527
<i>Les conséquences du coût des difficultés financières</i>	528
<i>Qui supporte effectivement le coût des difficultés financières ?</i>	529
16.4. La théorie du compromis : existe-t-il une structure financière optimale ?	530
<i>Déterminants de la valeur actuelle du coût des difficultés financières</i>	530
<i>L'endettement optimal</i>	531
16.5. Profiter des créanciers : les coûts d'agence de la dette	533
<i>Incitations au sur-investissement</i>	534
<i>Incitations au sous-investissement</i>	535
<i>L'extraction de liquidités</i>	536

<i>Coûts d'agence et valeur de la dette</i>	536
<i>Maturité de la dette et clauses de sauvegarde</i>	537
16.6. Inciter les dirigeants : les gains d'agence de la dette	538
<i>Concentration de l'actionnariat</i>	539
<i>Réduction des investissements destructeurs de valeur</i>	539
<i>Endettement et pouvoir de négociation</i>	541
16.7. Les incitations liées à l'endettement : coûts et bénéfices d'agence	542
<i>L'endettement optimal</i>	542
<i>En pratique...</i>	543
16.8. Asymétries d'information et structure financière	544
<i>La dette : un signal crédible ?</i>	544
<i>Émission d'actions et sélection adverse</i>	546
<i>Conséquences sur les émissions d'actions</i>	549
<i>Conséquences sur la structure financière</i>	549
16.8. Le choix d'une structure financière : synthèse	552
Résumé	553
Exercices	555
 Chapitre 17	
La politique de distribution	561
17.1. Les modalités de rémunération des actionnaires.....	561
<i>Le versement de dividendes</i>	562
<i>Le rachat d'actions</i>	564
17.2. Dividendes ou rachat d'actions ?.....	566
<i>Première possibilité : le versement d'un dividende</i>	566
<i>Deuxième possibilité : le rachat d'actions</i>	567
<i>Troisième possibilité : l'émission d'actions pour verser un dividende plus élevé</i>	569
<i>Modigliani-Miller et la politique de distribution</i>	570
<i>La politique de distribution en marché parfait</i>	571
17.3. Fiscalité et politique de distribution	571
<i>Fiscalité sur les dividendes et les plus-values en capital</i>	571
<i>Politique de distribution optimale en présence d'impôts</i>	573
17.4. Politique de distribution et effets de clientèle	574
<i>Le taux d'imposition additionnel sur les dividendes</i>	575
<i>Taux d'imposition additionnel sur les dividendes et diversité des investisseurs</i>	576
<i>Les effets de clientèle</i>	577
17.5. Pourquoi les entreprises rendent-elles des capitaux à leurs actionnaires ?	580
<i>Le cas des marchés parfaits</i>	580
<i>La fiscalité des entreprises</i>	581
<i>La fiscalité des actionnaires</i>	582

<i>Les coûts de transactions et les coûts des difficultés financières</i>	584
<i>Les coûts d'agence</i>	584
17.6. Politique de distribution et théorie du signal	587
<i>Le lissage des dividendes</i>	587
<i>Le contenu informationnel des dividendes</i>	588
<i>Le contenu informationnel des rachats d'actions</i>	590
17.7. Un cas particulier de politique de distribution : les dividendes en actions	592
<i>Les divisions et regroupements d'actions</i>	592
<i>Les scissions d'entreprise</i>	595
Résumé	596
Exercices	598
Étude de cas	601

PARTIE VI

L'évaluation

Chapitre 18

Choix d'investissement en présence d'endettement	603
18.1. Cadre d'analyse.....	603
18.2. La méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC)	604
<i>L'utilisation du CMPC pour évaluer un projet</i>	605
<i>Résumé : la méthode du coût moyen pondéré du capital</i>	607
<i>Comment conserver un levier constant ?</i>	608
18.3. La méthode de la VAN ajustée (VANA).....	610
<i>La valeur non endettée d'un projet</i>	610
<i>La valeur de la déductibilité fiscale des intérêts</i>	611
<i>Résumé : la méthode de la VAN ajustée</i>	613
18.4. La méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires (FTDA)	614
<i>Les flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires</i>	615
<i>Actualisation des FTDA</i>	616
<i>Résumé : la méthode des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires</i>	617
18.5. Risque d'un projet et risque de l'entreprise	619
<i>Le coût du capital à endettement nul d'un projet</i>	620
<i>Modalités de financement et coût des capitaux propres du projet</i>	620
<i>L'endettement additionnel lié à un projet</i>	622
18.6. VAN ajustée et politiques financières	624
<i>Ratio de couverture des charges d'intérêts constant</i>	624
<i>Niveau d'endettement déterminé à l'avance</i>	626

<i>Comparaison des méthodes</i>	628
18.7. Les autres conséquences du mode de financement	628
<i>Frais d'émission et de placement des titres</i>	628
<i>Titres mal évalués par le marché</i>	628
<i>Coûts des difficultés financières et coûts d'agence</i>	630
18.8. Autres points complexes liés aux choix d'investissement	631
<i>Ajustements périodiques de l'endettement</i>	631
<i>Endettement et coût du capital</i>	634
<i>Les méthodes du CMPC et des FTDA en présence d'un endettement variable</i>	636
<i>Prise en compte de la fiscalité des investisseurs</i>	638
Résumé	640
Exercices	642
Étude de cas	649
Annexe : Fondements théoriques et approfondissements.....	650
18A.1. <i>La méthode du CMPC</i>	650
18A.2. <i>Coût du capital à endettement nul et coût du capital</i>	652
18A.3. <i>Évaluation simultanée de la politique financière et de la valeur d'un projet</i>	653
Chapitre 19	
Un cas pratique d'évaluation d'entreprise	655
19.1. Une évaluation préliminaire par la méthode des comparables.....	655
19.2. Le business plan	658
<i>Prévision de l'activité</i>	658
<i>L'augmentation des capacités de production</i>	660
<i>La gestion du besoin en fonds de roulement</i>	661
<i>La restructuration du passif</i>	661
19.3. La modélisation financière	662
<i>Prévision des résultats de Sport 3000</i>	662
<i>Prévision du besoin en fonds de roulement</i>	663
<i>Prévision de la trésorerie</i>	664
<i>Prévision des flux de trésorerie disponibles</i>	665
<i>Bilan et tableau de flux de trésorerie prévisionnels</i>	667
19.4. Quel est le coût du capital ?	667
<i>Coût des fonds propres des entreprises comparables</i>	668
<i>Bêtas à endettement nul des entreprises comparables</i>	670
<i>Coût du capital à endettement nul de Sport 3000</i>	671
19.5. La décision financière	672
<i>Valeur terminale de Sport 3000 (méthode des multiples)</i>	672
<i>Valeur terminale de Sport 3000 (méthode des flux de trésorerie actualisés)</i>	673

<i>VAN ajustée de l'achat de Sport 3000</i>	676
<i>Test de vraisemblance</i>	677
<i>TRI de l'achat de Sport 3000</i>	678
19.6. Analyse de sensibilité.....	680
Résumé	681
Exercices	681
Annexe : La rémunération des dirigeants	683

PARTIE VII

Les options

Chapitre 20

Les options	685
20.1. Qu'est-ce qu'une option ?	685
<i>Vocabulaire</i>	686
<i>La cotation des options</i>	687
20.2. Le profil de gain d'une option à l'échéance.....	690
<i>Flux pour l'acheteur d'une option</i>	690
<i>Flux pour le vendeur d'une option</i>	692
<i>Prise en compte du coût d'achat des options</i>	693
<i>La rentabilité d'une position optionnelle détenue jusqu'à échéance</i>	696
<i>Stratégies optionnelles classiques</i>	696
20.3. La relation de parité call-put.....	701
20.4. Les déterminants du prix d'une option	703
<i>Prix d'exercice et prix du sous-jacent</i>	703
<i>Relations d'arbitrage sur les options</i>	704
<i>Date d'exercice</i>	704
<i>Volatilité</i>	705
20.5. L'exercice avant l'échéance des options	705
<i>Options sur actions ne versant pas de dividendes</i>	706
<i>Options sur actions versant des dividendes</i>	708
20.6. Les options et la finance d'entreprise	711
<i>Les capitaux propres vus comme un call</i>	711
<i>La dette vue comme un portefeuille d'options</i>	712
Résumé	714
Exercices	715
Étude de cas	718

Chapitre 21

L'évaluation des options	721
21.1. Le modèle binomial d'évaluation des options.....	722
<i>Le modèle à une période et deux états de la nature</i>	722
<i>La formule d'évaluation d'une option dans un modèle binomial</i>	724
<i>Le modèle à deux périodes</i>	726
<i>Améliorer le caractère réaliste du modèle : le modèle multipériodique</i>	730
21.2. Le modèle d'évaluation d'options de Black et Scholes.....	731
<i>La formule de Black et Scholes</i>	731
<i>Évaluation d'un put européen</i>	735
<i>Valorisation des options sur actions versant des dividendes</i>	739
<i>La volatilité implicite</i>	740
<i>Le portefeuille de réplication</i>	741
21.3. Les probabilités risque-neutre.....	744
<i>Un modèle risque-neutre à deux états de la nature</i>	744
<i>Conséquences d'un monde risque-neutre</i>	744
<i>Évaluation des options dans un monde risque-neutre</i>	745
21.4. Rendement et risque d'une option.....	747
21.5. Le bêta d'une dette risquée.....	750
Résumé	753
Exercices	754

Chapitre 22

Les options réelles	757
22.1. Options réelles et options financières.....	758
22.2. Les arbres de décision.....	758
<i>Arbres de décision et aléas</i>	759
<i>Arbres de décision et options réelles</i>	760
22.3. L'option d'attente.....	761
<i>Un projet d'investissement vu comme un call</i>	762
<i>Les déterminants de la valeur de l'option d'attente</i>	765
22.4. L'option de croissance.....	767
<i>Évaluer la croissance potentielle d'une entreprise</i>	768
<i>Investissements échelonnés et options de croissance</i>	770
22.5. L'option d'abandon.....	772
<i>L'option de stopper un projet</i>	772
<i>L'option de remboursement anticipé</i>	774

22.6. Options réelles et projets d'investissement mutuellement exclusifs de durées de vie inégales	774
<i>La VAN des machines</i>	775
<i>La VAN en cas d'augmentation future des coûts</i>	775
<i>La VAN en cas d'aléa sur le coût futur</i>	775
<i>La méthode des annuités équivalentes</i>	777
Résumé	777
Exercices	778

PARTIE VIII

Le financement à long terme

Chapitre 23

Le financement par émission d'actions	783
23.1. Le financement par actions des sociétés non cotées	783
<i>Quelles sources de financement pour une entreprise non cotée ?</i>	784
<i>Comment l'actionnaire d'une entreprise non cotée peut-il vendre ses actions ?</i>	787
23.2. L'introduction en Bourse	787
<i>Avantages et inconvénients</i>	788
<i>Le processus d'introduction en Bourse</i>	789
<i>Quatre énigmes liées aux introductions en Bourse</i>	797
23.3. Les augmentations de capital des entreprises cotées	802
<i>L'augmentation de capital sans DPS</i>	803
<i>L'augmentation de capital avec DPS</i>	803
<i>Comment réagit le prix des actions lors d'une augmentation de capital ?</i>	805
Résumé	807
Exercices	808

Chapitre 24

Le financement par emprunt obligataire	811
24.1. Les obligations privées	812
<i>Les caractéristiques des titres de dette</i>	812
<i>L'émission des obligations privées</i>	814
<i>Obligations au porteur et obligations nominatives</i>	815
<i>Collatéral et séniorité</i>	816
<i>Obligations domestiques, étrangères et internationales</i>	816
24.2. Les obligations souveraines	818
<i>Caractéristiques des obligations émises par l'État français</i>	819
<i>Les autres emprunteurs publics en France</i>	819
<i>Le placement des titres par l'Agence France Trésor</i>	820

24.3. Les clauses de sauvegarde (<i>covenants</i>).....	823
24.4. Le remboursement d'un emprunt obligataire.....	824
<i>Les obligations à clause de remboursement anticipé</i>	824
<i>Obligations remboursables par séries ou annuités égales</i>	828
24.5. Les titres hybrides.....	829
<i>Les obligations convertibles (OC)</i>	829
<i>Les obligations remboursables en actions (ORA)</i>	832
<i>Les obligations à bon de souscription d'actions (OBSA)</i>	832
Résumé	832
Exercices	833
Étude de cas	834
 Chapitre 25	
Le crédit-bail	837
25.1. Qu'est-ce que le crédit-bail ?.....	838
<i>Définitions</i>	838
<i>Loyers et valeur résiduelle de l'actif</i>	839
<i>Crédit-bail ou endettement ?</i>	841
<i>L'option d'achat en fin de crédit-bail</i>	842
25.2. Traitement comptable des contrats de crédit-bail	843
25.3. La décision de recourir au crédit-bail.....	847
<i>Les flux de trésorerie d'une opération de location simple</i>	847
<i>Louer ou acheter ? Une comparaison erronée</i>	848
<i>Location simple ou achat à crédit ? Une comparaison fondée</i>	849
<i>Évaluer un contrat de location-financement</i>	851
25.4. Pourquoi le crédit-bail ?	853
<i>Des arguments convaincants en faveur du crédit-bail</i>	853
<i>Des arguments moins convaincants en faveur du crédit-bail</i>	855
Résumé	856
Exercices	857
 PARTIE IX	
Le financement à court terme de l'entreprise	
 Chapitre 26	
La gestion du besoin en fonds de roulement et des disponibilités	859
26.1. Pourquoi y a-t-il un besoin en fonds de roulement ?.....	859
<i>Définition</i>	859
<i>Les délais de rotation</i>	862

26.2. Le crédit commercial.....	863
Vocabulaire.....	863
Crédit commercial et imperfections de marché.....	864
26.3. La gestion des créances clients	865
La détermination de la politique de crédit	865
Les indicateurs de gestion des créances clients	866
26.4. La gestion des dettes fournisseurs	868
Le délai de rotation des dettes fournisseurs.....	868
L'allongement des délais fournisseurs	868
26.5. La gestion des stocks	869
Pourquoi détenir des stocks ?	870
Les coûts de stockage.....	870
26.6. La gestion des disponibilités	872
Pourquoi détenir des disponibilités ?.....	873
Où placer les disponibilités ?.....	874
Résumé	875
Exercices.....	875
Chapitre 27	
La planification financière à court terme	879
27.1. Prévoir les besoins financiers à court terme.....	879
La saisonnalité des ventes.....	881
Les baisses non anticipées de flux de trésorerie.....	883
Les augmentations non anticipées de flux de trésorerie.....	885
27.2. Le principe de correspondance emplois-ressources.....	886
Le BFR structurel.....	887
Le BFR conjoncturel	887
Quelle politique financière à court terme ?	887
27.3. Le financement à court terme par crédit bancaire.....	889
Le découvert bancaire	889
La facilité de caisse	889
Le crédit spot	889
La ligne de crédit à court terme.....	890
Le crédit relais.....	890
Les crédits par signature	891
Conditions et coûts d'un emprunt à court terme.....	891
27.4. Le financement à court terme sur le marché monétaire.....	892
27.5. Les crédits de mobilisation.....	893
La mobilisation des créances clients	893

<i>La mobilisation des stocks</i>	894
Résumé	895
Exercices	896
PARTIE X	
Pour aller au-delà...	
Chapitre 28	
Les fusions-acquisitions	899
28.1. Les fusions-acquisitions : une histoire de vagues	899
28.2. La réaction du marché aux annonces de rachat	902
28.3. Pourquoi acheter une entreprise ?	904
<i>L'existence d'économies d'échelle et de gamme</i>	905
<i>Les vertus de l'intégration verticale</i>	905
<i>La maîtrise d'une compétence spécifique</i>	906
<i>La recherche d'une rente de monopole</i>	907
<i>Une meilleure gestion</i>	908
<i>Des économies d'impôt</i>	908
<i>Les gains de la diversification</i>	909
<i>La croissance des bénéficiaires</i>	910
28.4. Comment racheter une société cotée ?	911
<i>Comment valoriser une cible ?</i>	912
<i>L'achat en Bourse</i>	912
<i>L'offre publique</i>	913
<i>Les arbitrages de fusion</i>	915
28.5. Comment se défendre contre une OPA hostile ?	916
<i>Pourquoi refuser une offre d'achat ?</i>	916
<i>Les moyens de défense contre une offre publique</i>	917
28.6. Qui profite de la valeur créée à l'occasion d'une fusion ?	921
<i>Le problème du passager clandestin</i>	921
<i>Pourquoi les fusions existent-elles ?</i>	922
<i>Les opérations de LBO (Leveraged buy-Out)</i>	923
<i>L'effet de la concurrence</i>	925
Résumé	926
Exercices	927
Étude de cas	928

Chapitre 29

La gouvernance d'entreprise	931
29.1. Gouvernance d'entreprise et coûts d'agence.....	931
29.2. Le contrôle exercé par le Conseil d'administration.....	932
<i>Qui sont les administrateurs ?</i>	933
<i>L'indépendance du Conseil d'administration</i>	933
<i>La taille du Conseil d'administration</i>	935
29.3. Politique de rémunération et gouvernance d'entreprise.....	936
<i>Incentives, actions gratuites et stock-options</i>	936
<i>Rémunération et sensibilité aux performances de l'entreprise</i>	937
29.4. Comment limiter le pouvoir d'un dirigeant ?.....	940
<i>L'activisme actionnarial</i>	940
<i>La menace d'une prise de contrôle</i>	945
29.5. La réglementation.....	945
<i>L'élaboration de codes de « bonne conduite »</i>	946
<i>La loi sur les nouvelles régulations économiques</i>	946
<i>La loi sur la sécurité financière</i>	947
<i>La lutte contre les délits d'initié</i>	947
<i>Et à l'étranger ?</i>	948
29.6. La protection des actionnaires.....	951
<i>L'existence de blocs de contrôle</i>	951
<i>Les actions à droits de vote multiples</i>	952
<i>Les pyramides</i>	953
<i>Les participations croisées</i>	954
29.7. Qu'est-ce qu'une bonne gouvernance ?.....	955
Résumé	955
Exercices	957

Chapitre 30

Gestion des risques	959
30.1. L'assurance.....	960
<i>Un exemple</i>	960
<i>La prime d'assurance en marché parfait</i>	961
<i>Les gains liés à la souscription d'une police d'assurance</i>	963
<i>Les coûts de l'assurance</i>	965
<i>Pourquoi s'assurer ?</i>	967
30.2. Le risque de prix des matières premières.....	967
<i>Couverture par intégration verticale ou stockage</i>	968
<i>Couverture grâce à des contrats d'approvisionnement de long terme</i>	968

<i>Couverture par des futures</i>	970
30.3. Le risque de change.....	975
<i>Fluctuations des taux de change</i>	975
<i>Couverture par le change à terme</i>	977
<i>Stratégie de cash-and-carry et prix des forwards</i>	979
<i>Couverture avec des options</i>	982
30.4. Le risque de taux d'intérêt	986
<i>Mesurer le risque de taux d'intérêt</i>	987
<i>Couverture en duration</i>	989
<i>Couverture par des swaps</i>	993
Résumé	997
Exercices	999
Index	1005

Entretiens

Jean-François Théodore, directeur général adjoint de NYSE-Euronext.	31
Antoine de Riedmatten, associé chez Deloitte.	63
Dieudonné Djimi, gérant obligataire chez Natixis Asset Management.	236
Vincent Treulet, stratégeste «actions» chez Natixis Securities.	277
Olivier Garnier, directeur général adjoint de SGAM.	330
Robert Jules, journaliste à La Tribune.	375
Thierry Rakotomalala, trader à la Société Générale.	402
Xavier Chevreux, fondateur d'une société de private equity.	679
Ivan Odonnat, chef économiste à l'Agence France Trésor.	821
Jean-Paul Betbèze, directeur des études économiques au Crédit Agricole.	871
Grégoire Chertok, associé-gérant de Rothschild & Cie.	925
Michel Prada, président de l'AMF.	949